



"Les opérations d'initiés en droit européen : état de la question et perspectives d'avenir"

Schaeken Willemaers, Gaëtane

Abstract

L'article trace d'abord les grands traits du régime européen actuel des opérations d'initiés. Dans ce cadre, les enseignements des arrêts « Spector » du 23 décembre 2009 et « Daimler » du 28 juin 2012 sont analysés. Ensuite, après un état des lieux de la réforme du régime européen de l'abus de marché, les dispositions sur les opérations d'initiés contenues dans la proposition de règlement et le régime des sanctions pénales instauré par la proposition de directive de la Commission européenne du 20 octobre 2011 sont exposés. Ce second chapitre est conclu par une première évaluation critique des projets de révision. Le troisième chapitre propose un rapide tour d'horizon du niveau de répression des opérations d'initiés dans quelques États membres. Et le dernier chapitre interroge, sous forme de conclusions, l'efficacité du régime, partant du présupposé que l'impact du nouveau régime sur les participants du marché sera réel. Sont i...

Document type : *Article de périodique (Journal article)*

Référence bibliographique

Schaeken Willemaers, Gaëtane. *Les opérations d'initiés en droit européen : état de la question et perspectives d'avenir*. In: *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, Vol. 2, no.2, p. 33-44 (juin 2013)

Revue Trimestrielle de Droit Financier

Corporate Finance and Capital Markets Law Review

Doctrine

The French local entities' debt crisis – For a Renewed Approach to Local Public Finance

Pierre AÏDAN
Philippe DORIN

Défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40 – Panorama 2012

Frédéric GRILLIER
Hubert SEGAIN

Calcul des franchises de seuils : comment l'assimilation des participations indirectes peut augmenter l'addition

Nicolas CUNTZ

Les opérations d'initiés en droit européen : état de la question et perspectives d'avenir

Gaëtane SCHAEKEN WILLEMAERS

Recent Trends in the U.S. Capital Markets for European private issuers

Jacopo CRIVELLARO

Complémentarité et concurrence des formes de sociétés commerciales en France : une approche statistique

Pierre-Louis PERIN

La malheureuse consécration du gage de stocks de l'article L. 527-1 du Code de commerce

David TEYSSIER

Private M&A – Private Equity

Loyauté du dirigeant à l'égard des associés au regard des opportunités d'affaires

Didier PORACCHIA

Transmission du pacte d'associés avec les titres sous-jacents : retour à l'orthodoxie

Jean-François Louit
Caroline Lan

Financements structurés – Titrisation

L'impact de l'avis du Conseil d'État du 13 juillet 2012 sur la titrisation whole business

Dimitrios LOGIZIDIS
Jérémy BISMUTH

Régulation des marchés

Suspension des rachats et émission de parts d'OPC : vers un nouveau pouvoir d'urgence de l'AMF

Olivier DOUVRELEUR

Gestion individuelle et collective – OPCVM

La notion de fonds d'investissement alternatifs dans la Directive AIFM

Stéphane PUEL
Guillaume GOFFIN

Infractions financières (délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles)

Brigitte GARRIGUES
Éric DEZEUZE
Nicolas RONTCHEVSKY

Fiscalité financière

Exonération de TVA des prestations de conseil en investissement rendues à des sociétés de gestion de fonds : les apports de l'arrêt GfBk de la CJUE

Cyril VALENTIN
Bertrand LACOMBE

Chroniques

Corporate Finance – Instruments financiers

Arnaud REYGROBELLET

Finance et Assurance

Nouvelles précisions sur le devoir de conseil en assurance-vie

Pierre-Grégoire MARLY

Corporate Governance – Transparence financière et comptable

Jurisprudence récente relative aux pactes d'actionnaires

François BASDEVANT

Public M&A – Offres publiques

Didier MARTIN
Benjamin KANOVITCH
Guillaume GIULIANI

Bibliographie

Mathilde DU MESNILDOT

Comité éditorial

Alain Pietrancosta

*Professeur à l'Université Paris I,
Président du Comité Éditorial*

Thierry BONNEAU

Professeur à l'Université Paris II

Alain COURET

Professeur à l'Université Paris I

Jean-Jacques DAIGRE

Professeur à l'Université Paris I

Thierry GRANIER

Professeur à l'Université d'Orléans

Paul LE CANNU

Professeur à l'Université Paris I

Hervé LE NABASQUE

Professeur à l'Université Paris I

Nicolas RONTCHEVSKY

Professeur à l'Université Robert Schuman
(Strasbourg III)

Hervé SYNVET

Professeur à l'Université Paris II

Comité international

Lucian A. BEBCHUK

Professor of Law, Economics and Finance,
Director, Program on Corporate Governance
Harvard Law School

George A. CASEY

Partner, *Shearman & Sterling LLP*, New York

James D. COX

Professor of Law, *Duke Law School*

Paul DAVIES

Professor of Commercial Law
London School of Economics

Luca ENRIQUES

Professore ordinario presso la Facoltà
di Giurisprudenza, *Università di Bologna*

Guido FERRARINI

Professore ordinario di Diritto dell'economia
Università di Genova

Gérard HERTIG

Professor of Law and Economics
Eidgenössische Technische Hochschule Zürich

Klaus J. HOPT

Direktor, *Max-Planck-Institut für ausländisches
und internationales Privatrecht*

Jonathan R. MACEY

Professor of Corporate Law, Corporate Finance
and Securities Law, *Yale Law School*

Abonnement

✂

Revue RTDF ♦ 4 numéros par an : € 460,00 TTC Etranger : € 475,00

Prénom & Nom :

Profession : Raison sociale :

Adresse :

Code Postal : Ville : Pays :

Tél. : Adresse électronique :

Bulletin et règlement à retourner à ↓

Doctrine

The French local entities' debt crisis – For a Renewed Approach to Local Public Finance 3

Pierre AÏDAN
Philippe DORIN

Défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40 – Panorama 2012 25

Frédéric GRILLIER
Hubert SEGAIN

Calcul des franchissements de seuils : comment l'assimilation des participations indirectes peut augmenter l'addition 28

Nicolas CUNTZ

Les opérations d'initiés en droit européen : état de la question et perspectives d'avenir 33

Gaëtane SCHAEKEN WILLEMAERS

Recent Trends in the U.S. Capital Markets for European private issuers 44

Jacopo CRIVELLARO

Complémentarité et concurrence des formes de sociétés commerciales en France : une approche statistique 48

Pierre-Louis PÉRIN

La malheureuse consécration du gage de stocks de l'article L. 527-1 du Code de commerce 54

David TEYSSIER

Chroniques

Corporate Finance – Instruments financiers 57

Arnaud REYGROBELLET

Finance et Assurance 64

Nouvelles précisions sur le devoir de conseil en assurance-vie

Pierre-Grégoire MARLY

Corporate Governance – Transparence financière et comptable 66

Jurisprudence récente relative aux pactes d'actionnaires

François BASDEVANT

Public M&A – Offres publiques .. 73

Didier MARTIN
Benjamin KANOVITCH
Guillaume GIULIANI

Private M&A – Private Equity 98

Loyauté du dirigeant à l'égard des associés au regard des opportunités d'affaires

Didier PORACCHIA

Transmission du pacte d'associés avec les titres sous-jacents : retour à l'orthodoxie

Jean-François Louit
Caroline Lan

Financements structurés – Titrisation 102

L'impact de l'avis du Conseil d'État du 13 juillet 2012 sur la titrisation *whole business*

Dimitrios LOGIZIDIS
Jérémie BISMUTH

Régulation des marchés 105

Suspension des rachats et émission de parts d'OPC : vers un nouveau pouvoir d'urgence de l'AMF

Olivier DOUVRELEUR

Gestion individuelle et collective – OPCVM 108

La notion de fonds d'investissement alternatifs dans la Directive AIFM

Stéphane PUEL
Guillaume GOFFIN

Infractions financières (délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles) 115

Brigitte GARRIGUES
Éric DEZEUZE
Nicolas RONTCHEVSKY

Fiscalité financière 121

Exonération de TVA des prestations de conseil en investissement rendues à des sociétés de gestion de fonds : les apports de l'arrêt GfBk de la CJUE

Cyril VALENTIN
Bertrand LACOMBE

Bibliographie

Mathilde DU MESNILDOT 123

The French local entities' debt crisis For a Renewed Approach to Local Public Finance

Pierre Aidan*

Philippe Dorin**

Severe losses resulting from the misuse of complex financial products by local governments have recently come to light on both sides of the Atlantic¹. In the United States, important financial difficulties have been reported by many Cities (Chicago, Detroit, Los Angeles, Oakland, etc.), Counties (Jefferson, etc.) and States (Alabama, California, Ohio, Pennsylvania, etc.)². Serious disruptions have also occurred across the European local government market, in particular in Germany, Italy and France³.

French local public entities⁴ have also used extensively structured debt products in order to lower borrowing costs. Over the last two decades, the French local debt market evolved

* Pierre Aidan has worked as an Avocat à la Cour (Paris) and an Attorney at Law (New York) in the Capital Markets Departments of the London, New York and Paris offices of Linklaters LLP and of the New York office of Davis Polk & Wardwell LLP. He is currently working as Senior Legal Counsel on financings and investments in emerging markets at the Agence Française de Développement (AFD), a financial institution based in Paris and operating under the aegis of the French Government.

** Philippe Dorin has worked as an Avocat à la Cour (Paris) in the Capital Markets Departments of the Paris office of Gide Loyrette Nouel and the London and Paris offices of Linklaters LLP. He is now working as Head of Structured Finance (Legal) at the European Investment Fund (EIF), an international financial institution based in Luxembourg.

The authors would like to thank Nicholas George, Partner at Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP for his suggestions and improvements.

The views expressed in this article are those of the authors and do not necessarily reflect the views of the organizations referred to above.

This article has also been published in issues 6 and 7 of the Journal of International Banking Law and Regulation (J.I.B.L.R.).

- 1 See e.g. : R. Dodd, "Municipal Bombs", in International Monetary Fund Finance & Development, Vol. 47, no. 2, available at : www.imf.org.
- 2 For a brief and recent illustration of the seriousness of the US situation, see e.g. : G. Morgenson, "How Banks Could Return the Favour", NYT, 9 June 2012, available at : www.nyt.com.
- 3 For a recent illustration in Italy, see : V. Boland, *et al.*, "An Exposed Position", Financial Times, 9 March 2012, available at www.ft.com. See also : G. Legorano, "Four Banks Convicted in Italy Swaps Case", WSJ, 19 Dec. 2012, available at : www.wsj.com. For a high-profile example in Germany : J. Kollwe, "Court rules against Deutsche Bank over interest-rate swaps case", The Guardian, 22 March 2011, available at : www.guardian.co.uk.
- 4 French local public entities (defined in Article 72 of the French Constitution as "collectivités territoriales de la République") are comprised of regions ("régions"), departments ("départements"), municipalities ("communes"), entities with a special status ("collectivités à statut particulier") and overseas territories ("collectivités d'outre-mer"). France is divided into 27 regions (including 5 overseas). Regions are comprised of 101 departments (including 5 overseas). Each department includes several municipalities. There are more than 36,000 communes in France. While this article focuses on the more common types of local public entities (regions, departments and municipalities), some of the guidelines and recommendations contained herein with respect to structured products may be relevant to other local entities and other local bodies (e.g. "Sociétés d'économie mixte", "Établissement public de coopération intercommunale" and "Syndicats mixtes"). The terms local entity, local public entity and local government are used interchangeably in this article.

from one consisting primarily of plain vanilla loans into one including complex derivatives products⁵. Structured loans – mostly derivatives wrapped into banking loans – spread widely across the country : at the beginning of 2010 eighteen regions, sixty-two departments and thousands of municipalities had entered into some kind of structured loans⁶. These structured loans proved so popular that they were sometimes piled up by multiple public entities within the same territory⁷.

Local entities traded favorable interest rates against an exposure to risk through a derivative instrument embedded in the loan. In most cases, the risks inherent to these products were not fully understood. This strategy turned out to be flawed for a number of cash strapped local borrowers. The volatility of financial indices and prices starting mid-2007 with the sub-prime crisis came as a wake-up call. Borrowing costs started rising dramatically, revealing that the terms of structured loans were not as favorable as local representatives had hoped, while the usual way out consisting of restructuring the loans and rolling over funding was no longer available in adverse market conditions⁸. As the sub-prime crisis and the European sovereign debt crisis unfolded successively, the financial situation of many French local borrowers rapidly became unsustainable.

The scale of the problem in France remains difficult to assess. No official data is available with respect to the structure and components of the French structured loan market⁹. Overall,

- 5 Unlike municipalities and local governments in the United-States, most French (and European) local public entities raise funds through banking loans rather than by selling bonds to investors in the market. In France, only the largest local players, such as for example the municipality of Paris and the region of Ile-de-France, have direct access to debt capital markets. See e.g. : *Cour des comptes*, "La gestion de la dette publique locale", *Rapport public thématique*, July 2011, p. 15, available at www.ccomptes.fr. The *Cour des comptes* is the French administrative body in charge of controlling public entities' accounts and financial activities generally.
- 6 See : I. Rey-Lefebvre, "Dix-huit régions sur vingt-deux ont souscrit des prêts spéculatifs", in *Le Monde*, 7 Dec. 2010.
- 7 For instance, in the Var department, the municipality of Marseille, the municipality's public hospital and the entity in charge of social housing in the department ("Office HLM") had all raised substantial funds through structured loans.
- 8 On the strategy consisting of repeatedly renegotiating structured loans, see : M. Klopfer, "Produits structurés : des dérives initiales aux impacts macroéconomiques", *Revue Lamy des Collectivités Territoriales*, Oct. 2012, no. 83, p. 48-49, indicating that the French structured loan market for local public entities rapidly became almost exclusively a secondary market. In this regard, French local public entities' structured loans are similar to US subprime loans, which have mainly consisted of refinancings rather than mortgage originations. Interestingly, US subprime loans have also been characterized by initial teaser rates followed by higher interest rates and fees (than standard loans) and often included significant prepayment penalties.
- 9 As of December 2011, the total amount of local entities' debt was estimated to be approximately equal to 160 billion Euros, representing 10.1 % of France's gross domestic product. See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, "Rapport fait au nom de la Commission d'Enquête sur les produits financier à risque souscrits par les acteurs publics locaux", p. 13, 6 Dec. 2011, available at www.assemblee-nationale.fr. The outstanding amount of local entities' structured loans would be somewhere close to 23 billion Euros (including 19 billion Euros regarded as being risky). See :

although its size has gradually become significant, the volume of structured loans appears, on its own, to be too small to create a systemic risk. On this basis, and given that local public indebtedness represents only a small fraction of the overall French public debt¹⁰, the Central Government has sometimes seemed to play down the scale of the problem. In fact, significant disruptions have occurred locally. The risk is unevenly distributed across French local public entities and the concentration of structured instruments within a limited number of local entities has magnified it dramatically. If most local entities have managed their indebtedness in a prudent manner, avoiding structured loans altogether or using them parsimoniously (sometimes even to their benefit), some were far less cautious. It is, however, still not easy to have a clear understanding of the magnitude of the risk for each relevant local entity, in the absence of comprehensive data. It has been reported that only a limited number of municipalities would be significantly impacted by the increased costs of their structured loans¹¹. However, it is likely that many more than that would be adversely affected. At the end of 2009, about one thousand French municipalities appeared to have in aggregate over 11 billion Euros invested in various structured loans and 5 percent of local public entities were holding more than

25 percent of the riskier types of loans¹². The situation of the municipality of Saint-Etienne is particularly dire : structured loans represented about 70 percent of its total debt at the end of 2007. In fact, the list of municipalities exposed to structured loans is significant and includes major cities such as Lille, Marseille, Rouen and Grenoble. A few departments were also significantly exposed to risky loans. The case of the department of Seine-Saint-Denis, which recently hit the headlines for being on the verge of insolvency, is archetypal of the overuse of structured products by certain French local public entities : as much as 97 percent of its total indebtedness was comprised of structured loans in 2008.

In this article, we analyse the possible roots of the debt crisis currently affecting French local authorities. For several decades, France has seen a continuing, though sometimes uneven, trend towards greater decentralization in favour of local government. A number of French local public entities, gradually learning how to deal with their new powers, appear to have made mistakes when managing their indebtedness. In fact, de-regulation, moral hazard, the insufficient financial expertise of local entities and a lack of transparency and regulatory oversight have, in combination and at different levels, all contributed to the emergence and spread of the local debt crisis.

We then go on to examine the nature and implications of litigation activity and other crisis management strategies currently applied in France by both local governments and the Central Government. As part of a political defensive measure, local governments have largely portrayed themselves in the media as victims of abusive or fraudulent banking practices and of the financial crisis generally, hoping to capitalize on the general public's mistrust of the banking industry. Although the rules may have often been bent or ignored by the banks, the reality is more complex. Beyond understanding how the current stock of toxic debt is being dealt with, our analysis reveals a complex balance of power between banks, local entities and the Central Government.

Finally, we call for an overall policy response to the crisis. Despite recent initiatives taken by the Central Government, there is still scope for improving the legal framework for local public debt while preserving the benefits of local self-government. Renewed approaches to raising finance, in particular through non-traditional mechanisms, also need to be explored : the strength and future development of French local public entities depend on it.

I. The origins of the crisis

There is no simple explanation for the French local debt crisis. In this section, we analyze how structured loans worked and highlight the reasons why both banks and local entities had such an appetite for them. We also provide insights into the institutional and regulatory framework in which the crisis emerged and spread.

Fitch Ratings, "La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ?", Special Report, 16 July 2008, p. 3, ft 1, available at www.fitchratings.com, according to Fitch Ratings, at the end of 2007, risky loans were estimated to 30 to 35 billion. See also : *Institut Montaigne*, J.L. Boeuf, E. Dussoubs, "Trois propositions pour une meilleure gestion de la dette locale", March 2011, p. 2, available at www.institutmontaigne.org; according to the *Institut Montaigne* (a French economic think-tank) the aggregate debt of municipalities, departments and regions (excluding all other local public entities) rose to 148 billion in 2008 and 156 billion in 2009, 15 to 20 percent of which being comprised of structured loans. The total outstanding structured loans would be comprised of 10,690 different loans. See *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 7, 36 and 38. It had been previously reported that these structured loans were comprised of 31 percent of risky products and 27 percent of highly risky products, the rest of the outstanding structured loans being regarded as unlikely to generate significant losses. See : "Les produits bancaires structurés", in *Entretiens territoriaux*, p. 2. In other words, 10 to 12 percent of the overall indebtedness was regarded risky and less than 6 percent highly risky. See, e.g. : J.C. Moraud, "Analyse du cadre légal de la dette des collectivités locales depuis la décentralisation", *Revue Lamy des Collectivités Locales*, n° 5, March 2010, p. 69, reporting that total amount of "risky" structured loans was between 7 to 9 billion in 2008. Specifically, the most toxic kind of product, usually referred to as "snowball" loans, was considered as representing only 2 percent of outstanding structured loans, i.e. 0.25 percent of the total. See : B. Wertenschlag *et al.* : "Gestion de la dette : les relations banques-collectivités", in *Le courrier des maires*, no. 239, Oct. 2010, p. 4, citing figures provided by FCL, Enquêtes Dette 2009.

10 Less than 10 percent in 2009, according to the *Institut Montaigne*, "Trois propositions pour une meilleure gestion de la dette locale", p. 1. Overall, French local governments' indebtedness remains relatively low despite the deterioration in budget positions across the country as a result of the global financial crisis and the ensuing recession. See : *Cour des comptes*, "La situation et les perspectives des finances publiques", July 2012, p. 33, available at www.ccomptes.fr. See also : "Local Government Finance : the Challenges of the 21st Century", Second Global Report on Decentralization and Local Democracy, Gold 2010, available at : www.cities-localgovernments.org.

11 See : J.C. Moraud, "Analyse du cadre légal de la dette des collectivités locales depuis la décentralisation", *Revue Lamy des Collectivités Locales*, n° 5, March 2010, p. 69. See also : A. Masounave, "Les collectivités locales en manque de perspectives", *Revue Banque*, Avr. 2012, no. 747, p. 55, reporting that, according to financial firm "Active Finance" only 350 local entities would be in real trouble.

12 See B. Wertenschlag *et al.*, in "Gestion de la dette", p. 5 also indicating that medium-size municipalities (i.e. under 100,000 inhabitants) were holding twice as much structured products as regions, departments and larger municipalities.

Decentralization and Deregulation : a New Environment for Local Public Entities

French local public entity indebtedness increased significantly in recent years¹³. While a number of significant investments were made during this period, this upward trend is largely due to the broad transfer of powers from Central Government to local public entities that occurred pursuant to the 1982 and 1983 “*décentralisation*” laws (also referred to as the “Freedom of Local Administration Laws”)¹⁴. Although this transfer of prerogatives was accompanied by a transfer of State resources to local entities and the creation of local taxes, these often proved insufficient to achieve a self-sustainable budget as required by French public law¹⁵. Despite an amendment of the French Constitution providing local entities with greater fiscal autonomy, the power to raise taxes remained essentially in the hands of the French National Parliament¹⁶. Even when local entities were given residual powers of taxation, most local representatives were unwilling to level up any taxes for fear of antagonizing their electorates. As a result, raising debt became the preferred means by which to solve structural budget imbalances¹⁷.

French local entity banking indebtedness was historically strictly controlled by the Central Government. Such control was primarily achieved by requiring all local debt to be provided by State-controlled banks or by making any borrowing on terms that were not preset or from non-public financial institutions to be subject to the prior approval of the Central Government’s local representative (“*Préfet*”)¹⁸.

The aforementioned Freedom of Local Administration Laws changed the rules of the game. French local entities were empowered to administer themselves freely : the Central Government’s prior approval was no longer required to raise funds in the market and local entities were free to choose the banks they wanted to do business with. They could also negotiate the financial terms of their loans as they pleased, as long as they complied with a golden rule, namely that such borrowings should be used exclusively to finance investments as opposed to operating expenditures¹⁹.

The New Products : Creating Complexity and Risk

In this new deregulated environment, a number of financial institutions – such as Dexia – were quick to create a market for local entities, providing them with quick and easily available funding. However, the profitability of traditional funding to public entities decreased over the years as a result of an ever growing competition between banks²⁰. As a result, from the late nineties, banks – including new players such as Deutsche Bank, Depfa Bank and The Royal Bank of Scotland – dedicated significant resources to create and sell new engineered products²¹ to local entities. In the vast majority of cases, the idea of using structured loans came from the bank. The idea was “sold” to the relevant local entity based on a convincing pitch book where benefits were emphasized and well-known risks often omitted.

This first generation of structured loans was marketed as allowing “efficient”, “dynamic” or “active” debt management, suggesting a profound change of mindset in the way local entity indebtedness was approached²². These loans included one or more embedded derivatives – generally an option – with a knock-in or knock-out feature²³. Somewhat counter-intuitively, it was the local public entity that sold an option to the bank. This option referenced a variety of rates, indices or currencies but essentially allowed the bank to benefit from certain market movements in exchange for a premium. By factoring the option premium into the loan, the bank was able to reduce the upfront funding costs and come up with a “teaser rate” for the first year or couple of years²⁴. However, this also meant that the relevant local entity became vulnerable to the occurrence or non-occurrence of specified events after a given period, typically a reference financial index or rate exceeding or not a pre-set threshold.

-
- 13 See, e.g. : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, p. 15, reporting an increase of indebtedness of 41 % between 2004 and 2010, with a 80 % surge for Regions, 63 % for Departments and 30 % for municipalities and related entities.
- 14 See : Law no. 82-213 of 2 March 1982 relating to the rights and freedoms of *Communes*, *Départements* and *Régions*; Law no. 83-8 of 7 Jan. 1983 relating to the allocation of competence between *Communes*, *Départements* and *Régions*; and Law no. 83-663 of 22 July 1983 implementing Law no. 83-8 of 7 Jan. 1983, available at www.legifrance.gouv.fr. See also : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, p. 16.
- 15 See : article L. 1612 of the French General Code for Local Entities (“*Code Général des Collectivités Locales*”), available at www.legifrance.gouv.fr.
- 16 A new Article 72-2 was inserted in the French Constitution by Law no. 2003-276. See : JORF no. 75, 29 March 2003, p. 5568. Article 72-2 sets out five core principles : (1) local entities may use their resources freely ; (2) local entities may fix the taxable basis and the tax rates of local taxes under certain conditions set out by the law ; (3) tax revenue and other own revenue of territorial communities shall represent a decisive share (“*part déterminante*”) of their revenue ; (4) whenever local entities are given new powers or prerogatives by the Central Government, the later must allocate resources commensurate to additional expenditures resulting there from ; and (5) the law shall establish equalization mechanisms to promote equality between local entities. However, as confirmed in 2009 by the French Constitutional Court (“*Conseil constitutionnel*”), this does not mean that local entities benefit from a taxing autonomy. See : *Conseil Constitutionnel*, Decision no. 2009-599, DC 29 Dec. 2009. Pursuant to article 34 of the French Constitution, the law determines the taxable basis, the rate and the methods of collection of any taxes. New taxes may only be created by the Central Government. For a discussion on the financial autonomy of French local public entities in the pre-2003 context, see e.g. : L. Philip, “*L'autonomie financière des collectivités territoriales*”, *Cahiers du Conseil Constitutionnel*, no. 12, May 2002, available at www.conseil-constitutionnel.fr.
- 17 See e.g. : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 16. See also : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales et établissements publics locaux en matière d'emprunts*”, *Rapport annuel*, Feb. 2009, p. 270, pointing out that debt only represents on average 15 % of the investments of local entities (the remaining being comprised of Central Government contributions and local taxes).
- 18 See : J.-C. Moraud, “*Analyse du cadre légal de la dette des collectivités*

-
- locales depuis la décentralisation*”, *Gestion & Finances Publiques*, Nov. 2009, no.11, p. 68-70. See also : Circular NOR/INT/B/92/00260/C, 15 Sept. 1992, Preamble, available at www.legifrance.gouv.fr.
- 19 See Article L. 1612-4 of the Code Général des Collectivités Territoriales, available at www.legifrance.gouv.fr.
- 20 See e.g. : Fitch Ratings, “*La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ?*”, *Special Report*, 16 July 2008, p. 2, available at www.fitchratings.com.
- 21 For an overview of the products offered to French local public entities, see e.g. : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 277.
- 22 See e.g. : B. Wertenschlag, O. Poindron, I. Kébé, E. Favre, “*Gestion de la dette : les relations banques-collectivités*”, *Le Courrier des maires*, no. 239, Oct. 2010, p. VI.
- 23 “Knock-in” and “knock-out” provisions are essentially designed to make a party’s right to receive or obligation to make a payment under a derivatives contract (usually an option) conditional upon the occurrence or non-occurrence of a specified event. See, e.g. : S. Firth, *Derivatives : Law & Practice*, Sweet & Maxwell, 2008, Ch. 14, 15-091.
- 24 See e.g. : Fitch Ratings, “*La dette structurée des collectivités locales*”, p. 3.

The second generation began to be marketed in the mid-2000s. The instruments featured payouts based on short and long term rates or currency yields spreads²⁵. Underlying currencies and rates became more and more exotic over time. A number of local public entities ended up exposed to foreign currencies such as the Swiss Franc or the US Dollar, variables entirely alien to their affairs and environment²⁶.

Local Public Entities' Creditworthiness : Perceptions and Moral Hazard

One could have expected banks to be very selective with respect to the products they offered and the local governments they transacted with. After all, there should be no reason to extend a loan – albeit a highly profitable structured product – to a borrower if it is unlikely to be repaid.

In fact, moral hazard has certainly played a central role since the inception of these products. Local public entities have long been widely regarded by the market as high-quality credit counterparties²⁷. This assessment was based on the existence of French Central Government control and oversight mechanisms and, generally, an institutional framework regarded as favorable to creditors²⁸. Perhaps more importantly, financial institutions have relied on the assumption that the French Central Government would necessarily bail-out any insolvent local public entity in the absence of any specific institutional insolvency framework applicable to such entities.

There is, however, no law or regulation or case expressly providing for the French State to guarantee the financial obligations of local entities²⁹. Furthermore, as indicated,

25 See e.g. : Fitch Ratings, “*La dette structurée des collectivités locales*”, p. 4.

26 See e.g. : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 257.

27 See, e.g. : Fitch Ratings, “*La dette structurée des collectivités locales*”, p. 2, reporting that most French local public entities are rated A- to AAA by Fitch.

28 See, e.g. Fitch Ratings, “*Institutional Framework for French Subnationals*”, Special Report, 28 Feb. 2007, available at www.fitchratings.com.

29 There do not seem to be strong legal grounds to argue in favor of the existence of an unconditional and unlimited Central Government guarantee. French law is silent about it. With respect to state-owned companies' debt (“*Établissements publics*”), the French Council of State (“*Conseil d'État*”) – the highest administrative jurisdiction – has indicated that there was an implicit guarantee of the French Central Government. See : *Conseil d'État*, Annual Report, 1995, p. 212, available at www.conseil-etat.fr. A number of commentators have argued that this position should be regarded as officializing the existence of an unconditional and unlimited guarantee to the benefit of not only state-owned companies but also public entities in general. See, e.g. A. Delion, “*Les garanties d'État et leur évolution*”, RJEP/CJEG, no. 313, Oct. 2004, 419-420. In fact, this position was taken in a non-public document summarized in the *Conseil d'État's* 1995 Annual Report and remains highly controversial. It is largely regarded as being limited to the specificity of the case (*i.e.* the defeasance of the French state-owned bank, *Crédit Lyonnais*), given that it contradicts the *Conseil d'État's* case law and was never publicly reiterated. See, e.g. : C. Touboul, “*La garantie de l'État (II) : un instrument sous étroite surveillance*”, 1-16. See, also : J. Dabreteau, “*Réflexions sur la prétendue garantie implicite de l'État au profit de ses EPIC*”, AJDA, 13 Dec. 2010, 2346-2353 ; C. Barthélemy “*La garantie implicite, gratuite et illimitée de l'État aux établissements publics : mythe ou réalité ?*”, RJEP/CJEP, no. 613 (Oct. 2004), 423-431. In addition, the European Court of Human Rights (ECHR) ruled against France and found that the French Central government had a legal obligation to pay the private creditors of an insolvent French municipality. See : ECHR, *Société de Gestion du Port de Campoloro and Société Fermière de Campoloro v. France* (no. 57516/00), 26 Dec. 2006, par. 62 : “*The Court points out that an authority of the State may not rely on an alleged lack of*

French local public entities are governed by a principle of “free administration”, which implies a certain degree of budgetary autonomy³⁰. In this context, can it be assumed that there is a *de facto* Central Government guarantee ?

There appears to be no straightforward answer to this controversial question but a number of general observations may be made from both a factual and a policy standpoint. First, it is clear that the French Central Government does not systematically intervene when things go wrong. The outcome of the municipality of Angoulême's default in the early nineties is a typical example³¹. Following Angoulême's demise, the banks involved were forced to accept a stringent restructuring and ended up writing-off a significant portion of the outstanding debt³². They were also threatened with actions based on their supposed unreasonable financial support for the municipality. The French Central Government reluctantly agreed to make available a grant to the municipality only after such restructuring took place. The French Central Government has subsequently refused to bailout other insolvent municipalities and has imposed unfavorable debt rescheduling on private lenders as part of global restructuring and supervision strategies³³.

resources to refuse to pay an amount as imposed by a court decision. The Court notes that the Government's arguments based on the autonomy of local entities are ineffective in view of the international liability of the State pursuant the [European Convention of Human Rights] (...).” (*Free translation*). However, the ECHR's analysis should probably be construed more as a sanction of the French government's omission to take the necessary steps to implement national court decisions than a general recognition of an unconditional and unlimited guarantee of the French Central Government to the benefit of local public entities. See : J. Dabreteau, “*Réflexions sur la prétendue garantie implicite de l'État au profit de ses EPIC*”, p. 2351 ; C. Touboul, “*La garantie de l'État (II) : un instrument sous étroite surveillance*”, CJFI, no. 40, July-August 2006, 12.

30 Paragraphs 2 and 3 of Article 72 of the French Constitution reflect this principle : “territorial communities may take decisions in all matters arising under powers that can best be exercised at their level. In the conditions provided for by statute, these communities shall be self-governing through elected councils and shall have power to make regulations for matters coming within their jurisdiction.” As to the budgetary autonomy of local public entities, see also our developments in fn 16 above.

31 In September 1990, the municipality of Angoulême decided to postpone debt service payments in order to pay salaries and negotiate with lenders. Emblematic of the excesses of the “*décentralisation*”, the municipality had accumulated a deficit of 25 million Euros and a total outstanding debt of about 180 million Euros (totaling 287 % of its current revenues) due to the lax management and corruption of the Mayor and its team. The Mayor – Mr. Jean-Michel Boucheron – was later convicted for, *inter alia*, corruption, forgery and acceptance of bribes and sentenced to 4 years of imprisonment (with two years suspended). The municipality of Angoulême will still be repaying 12 million euros per year to its private creditors until 2016 (an amount corresponding to approximately 13 per cent of its total annual budget) and has not entered into any loans since it defaulted. See e.g. : Fitch Ratings, “*Institutional Framework for French Subnationals*”, p. 7.

32 See e.g. : Fitch Ratings, “*Institutional Framework for French Subnationals*”, p. 7.

33 For instance, the municipality of Briançon in the early 1990 or, more recently, the municipalities of Grigny, Hénin-Beaumont and Pont Saint-Esprit. As an illustration of the nature of the Central Government's intervention and the restructuring of the Briançon's banking loans, see e.g. : *Chambre Régionale des Comptes de Provence-Alpes-Côte d'Azur*, “*Rapport à fin d'observations définitives sur la gestion de la ville de Briançon*”, 2008, available at www.ccomptes.fr. Interestingly, in the context of bail-out of Dexia, it has been noted that the Central Government had confirmed implicitly that banks that extended structured loans will not recover the entirety of their claims”. See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, “*Rapport fait au nom de la Commission d'Enquête sur les produits financiers à risque souscrites par les acteurs publics locaux*”, 6 Dec. 2011, p. 96, available at www.assemblee-nationale.fr.

That said, it is probably wrong to argue that, as a general rule, the Central Government does not stand behind French local public entities. Local entities' default procedures are overseen by Central Government officials, in particular the Regional Court of Accounts ("*Chambre Régionale des Comptes*") and the *Préfet*³⁴, which means that the Central Government remains involved in default scenarios of local public entities. More importantly, from a policy standpoint, it is hard to imagine the Central Government not intervening if the failure of one or several local entities would potentially have a systemic impact on the market or an extremely adverse effect on local taxpayers. To conclude, although the Central Government has probably no legal obligation to bailout, and tends to avoid it on specific occasions, it is likely that it would nonetheless intervene if otherwise a major meltdown would occur.

An Obsolete Legal Framework

Limited Scope and Coerciveness of the Rules

The pre-crisis framework quickly revealed itself to be ill-suited for structured loans. The Freedom of Local Administration Laws had allowed local public entities to enter into loans on relaxed conditions but nothing was specified with respect to derivatives and structured products. The use of derivatives by local entities was for the first time regulated in a 1992 ministerial guideline (the "**1992 Circular**")³⁵. Prompted by the fear that French local public entities would experience similar difficulties as those of UK municipalities in the early nineties³⁶, the Central Government's initiative was certainly welcome. However, the 1992 Circular had at least two fundamental flaws. First, the rules it contained were binding only in a very limited sense. Circulars are issued by central administrations and set out guidelines exclusively as to the implementation of higher ranking norms. They may only interpret such norms, not add to them³⁷. Second, it only dealt with simple and "standalone" over-the-counter (OTC) derivatives, not funded products with embedded derivatives features such as structured loans. This is, in large part due to the fact that, when the 1992 Circular was enacted, the structured products market was just emerging. A list of permitted derivatives products was set out but it only targeted plain vanilla products³⁸. With the fast development of the structured products market, the 1992 Circular quickly became

outdated³⁹. The narrow scope of the 1992 Circular paved the way for the debt crisis⁴⁰. Banks opportunistically interpreted the 1992 Circular in a way that products not expressly prohibited therein, such as funded structured products, were deemed permitted. Rather ironically, it became far more constraining for local public entities to transact plain vanilla products, which were regulated by the 1992 Circular, than entering into highly risky products, which were not⁴¹. The 1992 Circular had nevertheless two merits. It clarified that, in principle, local entities were entitled to trade in derivatives, thereby putting an end to previous uncertainty on the matter⁴². It also set out a basic framework for the use of such derivatives by defining two core principles, *i.e.* that local public entities may only transact derivatives for hedging purposes and that local public entities may not collateralize their obligations. The first principle proved to be difficult to implement in practice whereas the second one led to some undesirable effects for local public entities.

In Search of a Definition of Hedging

Prior to the 1992 Circular, there were no specific rules or official guidelines as to whether or not local entities could enter into transactions involving a speculative risk⁴³. The 1992 Circular declared that speculative transactions were prohibited because they could not be reconciled with the need for local entities to act at all times exclusively in accordance with the "local public interest" ("*intérêt public local*")⁴⁴, a rather vague legal concept which, in broad terms, encompasses the protection of the interests of local taxpayers⁴⁵.

.....
 was just emerging, it was not possible to draw a complete list of products used (see section II of the 1992 Circular).

34 See *e.g.* articles L. 1612-14, 1612-15 and L. 1612-16 CGCT.

35 See : Circular NOR/INT/B/92/00260/C of 15 Sept. 1992 relating to "Interest rate hedging agreements offered to local authorities and to local public bodies", available at www.legifrance.gouv.fr. See also : Circular NOR/INT/B/95/00041/C and Circular NOR/LBL/B/03/1032/C of 4 April 2003, available at www.legifrance.gouv.fr, clarifying some of the provisions of the 1992 Circular in connection with accounting and delegation matters.

36 On the UK context and, in particular, the Fulham and Hammersmith cases, see *e.g.* : S. Firth, "Derivatives : Law & Practice", Sweet & Maxwell, 2-030 to 2-032.

37 See : CE (Ass.), 29 Jan. 1954, *Institution Notre-Dame du Kreisker*, Rec. Leb. 64 ; RPDA 1954.50, concl. Tricot ; AJ 1954.II bis.5 chr. Gazier and Long ; RD publ. 1955.175, note M. Waline. Circulars that go beyond the mere interpretation of a norm of higher ranking may be nullified before French courts.

38 It covered OTC interest and currency derivatives, primarily interest rate and currency swaps, forward rate agreements (FRA) and caps and floors. There were no express guideline as to whether or not more exotic underlyings (for example inflation, equities or commodities) might also be used. In particular, embedded derivatives products – *i.e.* products where the derivative element is only a component of another financial instrument – were not addressed. The 1992 Circular acknowledges that since the market

39 The authorized rates and indices that were set out in the 1992 Circular (*e.g.* Paris interbank overnight rate (PIBOR)) became obsolete due to the adoption of the Euro and the constant redefinitions of the rates in the market. The 1992 Circular does not contain a catch-all provision catering for similar indices yet to be created.

40 See, *e.g.* Fitch Ratings, "Institutional Framework for French Subnationals", p. 3. This is also the opinion of the *Cour des comptes*. See : "*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*", 2009, p. 271.

41 See *e.g.* : Fitch Ratings, "*La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ?*", p. 1.

42 The basis for such authorization, as set out in the 1992 Circular, was that transacting in derivatives was no longer prohibited in France (see Preamble of the 1992 Circular). The lifting of the general prohibition imposed by the law of 28 March 1885 stems from article 8 of Law no. 85-695 of 11 July 1985, which provides that future markets on securities, commodities and rates are lawful. The 1985 law put an end to a highly debated issue relating to whether or not futures markets were lawful.

43 In a public finding ("*avis*") dated 6 June 1989, the *Cour des comptes* criticised Gaz de France (GDF) – which, at the time, was a public body in the form of an "*établissement public industriel et commercial*" – for the losses it had incurred in connection with speculative derivatives transactions. It underlined that GDF had engaged into transactions designed to take advantage of anticipated changes of market trends and with no hedging purpose. This trading strategy was criticized because GDF had treated its derivatives activity as constituting an "autonomous centre of profit" whereas such transactions were completely disconnected from its industrial goals. Despite this severe criticism, the finding of the *Cour des comptes* could not be regarded as confirming a general prohibition of speculative trades for public entities for at least two reasons. First, the 1989 finding only dealt with a specific type of public entity, an "*entreprise publique*" in the form of an "*établissement public*", not local public entities or public entities in general. Second, the finding had no binding effect, as the *Cour des comptes* is neither empowered to enact regulations nor a judicial body. See : *Cour des comptes*, Report of 6 June 1989, JO 1989, p. 316-321 and 330-333, available at www.ccomptes.fr.

44 See : 1992 Circular, paragraph III, 1. a.

45 See *e.g.* : article L. 2121-29 of the CGCT for *Communes* and L. 3211-1 of the CGCT for *Régions*. Where the public entity is a public body ("*établiss-*

Conversely, according to the 1992 Circular, derivatives could be entered into for hedging purposes. The distinction between authorised and unauthorised transactions therefore depended on the definition of “hedging”. While most finance practitioners had a general understanding of the concept, no legal definition existed. In the absence of any legal guidance in this respect, the 1992 Circular cross-referred to the recommendations of a technical body, the French National Accounting Committee (“*Conseil National de la Comptabilité*” – “CNC”)⁴⁶. According to the CNC, in order to qualify as hedging, a transaction must satisfy a number of requirements⁴⁷. Importantly, the relevant transaction must be related to and pro-rated to the underlying liability – both in terms of amount and maturity – and result in a mitigation of the risk of variation of such liability, either on a transaction *per transaction* basis or a portfolio basis (*i.e.* by aggregating all current transactions with similar features entered into by the relevant contractor)⁴⁸.

The CNC guidelines proved to be quite difficult to construe and implement by banks and legal practitioners. An instrument that may have qualified as a hedging instrument at inception could become a speculative one if the underlying liability that it hedged was subsequently redeemed, amortised, restructured or disposed of⁴⁹. A constant monitoring of the adequacy of the relevant hedging *vis-à-vis* the relevant liability became necessary, a task that local entities were seldom equipped to perform. More importantly, certain products were structured so that they would, *prima facie*, provide for some protection against fluctuations affecting underlying liabilities. However, in most cases, the protections were inadequate, either because they did not match exactly the maturity of the underlying liability⁵⁰ or their amount was capped or conditional upon the occurrence (or non-occurrence) of certain events or circumstances⁵¹. This could cause the local

entity either to lose all or part of the hedge it had sought to put in place, or, in some cases, to increase its overall risk. The characterisation of a trade as speculative therefore depended on the specific circumstances of each case and no certainty existed.

Obstacles to Collateralization

Although not specific to structured products, the second core principle set out in the 1992 Circular had the effect of limiting the use of certain products by local public entities. The principle is that all funds of local public entities’ must, pending allocation, be deposited in an account with the French Treasury (“*Trésor*”)⁵² and all local entity financial transactions must be effected by way of debiting or crediting such a non-interest bearing account. Local entities may not, save in limited circumstances⁵³, open or maintain bank accounts in their name with any other bank⁵⁴. These rules are justified as the corollary of the two main services provided to local entities by Central Government⁵⁵: it calculates, collects and recovers taxes on their behalf and provides them with non-interest bearing advances on future proceeds from local taxes⁵⁶. The consequence of such requirement, as regards derivatives and structured products, is that agreements providing for upfront payments of collateral or regular margin calls are normally prohibited because they would result in the deposit of amounts with entities other than the French Treasury⁵⁷. For the same reasons, the trading of exchange-traded derivatives is prohibited because it may result in an obligation to post collateral to the clearing entity⁵⁸. With the benefit of hindsight, the prohibition of exchange-traded derivatives is regrettable as such instruments are commoditised products provid-

..... actual rates or indices hit predefined levels. Knock-in and knock-out options may reduce or negate the protection offered upon the relevant threshold being activated or deactivated.

- sement public”), the transacting of derivatives has to fall within the scope of their specific purpose principle (“*principe de spécialité*”), which limits the capacity of such public body to those acts for which it has been set up. In line with such principle, public bodies are attributed specific competence whereas local public entities are given general competence in their geographic constituencies.
- 46 See : CNC, Avis no. 32 “*relatif à la comptabilisation des options de taux d’intérêt*”, 10 July 1987, CNCC, Bulletin no. 67. The CNC has been merged into a new entity, the “*Autorité des normes comptables*” by Ordinance no. 2009-79 of 22 January 2009, available at www.legifrance.gouv.fr.
- 47 See : CNC, Avis no. 32 “*relatif à la comptabilisation des options de taux d’intérêt*”. The criteria set out in the *Avis* are the following : (i) the relevant agreement must result in the mitigation of the risk of fluctuation in value affecting an hedged liability or an homogeneous balance sheet item (*e.g.* the aggregate amount of several borrowings having the same interest rate conditions) ; (ii) the identification of the hedged liability must take into account the overall credits and debts of the relevant entity ; (iii) a correlation must be made between the variations in the value of the hedged liability and those of the hedging agreement insofar as the mitigation of such risk must result from a total or partial neutralization between (a) the potential losses on the hedged asset, and (b) the expected gains on the hedging agreement ; (iv) the elements regarded as a hedging must be identified as such at inception and must maintain such qualification up to their maturity date ; and (v) the characterization of hedging may only be applied to homogeneous balance sheet liabilities whereby the correlation referred in (iii) above may be established.
- 48 The aggregate notional amount of all the hedging transactions of the relevant entity must not exceed the aggregate amount of its indebtedness (including the debt budgeted for in the current budget).
- 49 The *Avis* of the CNC allows for the replacement of the existing hedged asset by another unhedged asset, provided that the value of such new asset equals or exceeds the value of the previous asset.
- 50 This is commonly referred to as maturity mismatch risk.
- 51 As an illustration, a cap may limit the protection offered by the bank where
- 52 This rule was set out for the first time in Imperial Decree of 27 Feb. 1811 and then for Departments (Law of 18 July 1892) and municipalities (Law of 18 Sept. 1941). The current legal basis is set forth in Article 26 (3°) of the *Loi Organique* relating to *Loi de Finances* (a quasi-constitutional law) of 1 Aug. 2001, which specifies that “*except where expressly specified in a budgetary law (“loi de finance”), local entities and public establishments (“établissements publics”) shall deposit all their available cash with the State*” (free translation).
- 53 The exemptions are set out in Article L. 1618-1 *et seq.* of the CGCT and Decree no. 2004-628 of 28 June 2004 “*portant application de l’article 116 de la loi de finances pour 2004 et relatif aux conditions de dérogation à l’obligation de dépôt auprès de l’État des fonds des collectivités territoriales et de leurs établissements publics*”. They essentially apply to donations, the sale of local entities assets generating exceptional revenues and, interestingly, borrowings that have not been allocated for reasons outside the local entity’s control.
- 54 Even positive balances of the Treasury account may not be placed or deposited with any bank. See *e.g.* : CE, 9 Jan. 1995, *Préfet de la région Rhône-Alpes*, req. 109889, Rec. Leb. p. 17.
- 55 See : *Direction Générale des Collectivités Locales*, “*L’obligation de dépôt des fonds libres au Trésor*”, available at : www.dgcl.interieur.gouv.fr.
- 56 Advances are paid each month and the Central Government starts paying from January amounts that are not collected until September.
- 57 Products that might be construed as being akin to a deposit with a non-authorized bank are also prohibited. Certain financial instruments which economically are similar to loans or deposits made by the local entity to or with a bank are banned transactions. Strangely, the opposite scenario, where banks fund local entities by dressing up their loans as derivatives, is not envisaged in the 1992 Circular and does not fall within its scope. See : 1992 Circular, section III 1. b. 2°, p. 10, which refers, for example, to certain fixed against fixed swaps or agreements where the premium paid by the local entity must be repaid by the bank with accrued interest.
- 58 See : 1992 Circular, section III 1. b. 1°, p. 9. Reference is made in the circular to the MATIF, the French futures exchange now merged into Euronext.

ing generally more transparency and protections than OTC derivatives. In addition, since any available cash has to be deposited in a non-interest bearing account, local entities have in practice sought to reduce their unused treasury or temporary cash⁵⁹. In order to do so, they have in some instances used toxic products alongside other flexible debt instruments such as tap issuances of treasury paper⁶⁰. Finally, had local entities been allowed to post collateral, the amount of their liabilities as well as the amount of collateral posted under their structured products would have had to be disclosed by banks to local public entities, resulting in more transparency⁶¹.

Lack of Transparency and Supervision

The absence of transparent information regarding the activities of local public entities played a central role in the crisis. Above all it prevented supervising committees (such as elected assemblies) from playing their roles efficiently. The lack of information was caused principally by inadequate legislation. In addition, supervising committees appear to have abdicated their responsibilities, sometimes willingly.

Lack of Transparency : Procurement Deficiencies and Accounting Flaws

The financial activities of French local public entities have been said to suffer from a “double asymmetry”, resulting in a harmful lack of transparency⁶². The first asymmetry relates to the relationship between banks and local entities : banks are financial experts with privileged access to financial information and therefore a comparative advantage over local entities. The second asymmetry relates to the imbalanced relationship between the executive committees of local entities and their supervisory committees. Because local entity supervisory committees tended not to exercise their right to decide on borrowings and financial matters, they became almost entirely reliant on their executive committees in respect of these matters.

The adoption of new public procurement rules applicable to local entity borrowings would have addressed the imbalance in expertise between local entities and banks. This did not take place. Although the Freedom of Local Administration Laws allowed French local entities to choose their lenders freely, this opening of the market to private banks was not accompanied by a corresponding extension the scope of public procurement rules. Despite repeated controversies about their strict compliance with EU laws and, potentially, World Trade Organization (WTO) rules⁶³, French procurement rules were never amended to include loans within their scope.

In an important ruling regarding the provision of loans to public entities⁶⁴, the French *Conseil d'État* held that the provisions of the Public Procurement Code (“*Code des marchés publics*”) excluding loans from its scope (thereby allowing them to be contracted without competitive tender) breached the provisions of the EU “Services” Directive⁶⁵ and was therefore invalid. Following this ruling and in the context of the implementation of a new European directive⁶⁶, the French Government adopted a decree according to which the French Public Procurement Code did not apply to contracts for “*financial services in connection with the issue, sale, purchase or transfer of securities or other financial instruments and transactions to raise money or capital and central bank services*”⁶⁷. Although the new language looked at first glance almost identical to the terms of the EU Services Directive, some carefully selected words had been changed so that it could be interpreted as leaving out from the decree borrowings and other financial activities such as derivatives⁶⁸. This was clearly the intention of the Government⁶⁹. The French Public Procurement Code was not subsequently amended. As far as derivatives were concerned, the 1992 Circular did not prescribe or even recommend that a competitive process be put in place for the selection of counterparties. As a result, fundamental procurement principles relating to free access, transparency and equal treatment between financial institutions were not applied to local entity borrowings, let alone structured products⁷⁰. This certainly facilitated opaque offers and other banking malpractices⁷¹.

The circumvention of budgetary and accounting rules magnified the second asymmetry, *i.e.* the heavy reliance of local assemblies on their executive bodies in respect of financial matters. In principle, budgetary rules relating to local entity

64 See : CE, 23 Feb. 2003, *Association pour la transparence et la moralité des marchés publics*, req. no. 2647712, Rec. Leb., p. 71 ; AJDA 2005 p. 668, RFDA 2005 p. 483, BJCP 2005, p. 187.

65 Directive 92/50/EEC “relating to the coordination of procedures for the award of public service contracts”, 18 June 1992, available at www.eur-lex.europa.eu.

66 Directive 2004/18/EC “relating to the coordination of procedures for the award of public works contracts, public supply contracts and public service contracts”, 31 March 2004, available at www.eur-lex.europa.eu.

67 Decree 2005-601 of 27 May 2005, available at www.legifrance.gouv.fr. See : Article 3, 5° of the French Public Procurement Code.

68 Directive 2004/18/EC sets out that it shall not apply to public service contracts for “*financial services in connection with the issue, sale purchase or transfer of securities or other financial instruments, in particular transactions by the contracting authorities to raise money or capital and central bank services*” (article 16, d). Note that the term “in particular” has been replaced in the Public Procurement code with the word “and”, arguably extending its scope. This issue has been much debated. See *e.g.* : J. Boulay, “*Les contrats financiers doivent-ils être soumis au code des marchés publics ?*”, AJDA 2004, p. 1292 ; P. Pintat, “*Les contrats bancaires et le code des marchés publics*”, ACCP 2005, no. 44, p. 29 ; P. Lignières, “*La nouvelle directive marchés publics a-t-elle modifié le régime applicable aux emprunts ?*”, Droit administratif, March 2005 ; R. Sermier, D. Epaul, “*Les emprunts des collectivités locales : des marchés publics à éclipses*”, LPA 2006, no. 153, p. 4.

69 This interpretation was confirmed later in a governmental response to the Parliament. See : Rép. Min. no. 18875, JO Sénat, Q 1 Dec. 2005, p. 3098 ; Contrats Marchés Publ., 2006, Com. 23. Conversely, advisory and brokerage activities were expressly subject to public procurement rules. See *e.g.* CAA Lyon, T. Confl. 14 février 2000, *Commune de Baie-Mahault et société Rhoddlams*, no. 3138, Rec. Leb. p. 747. See also : G. Eckert, “*Emprunts toxiques des collectivités territoriales*”, p. 1714.

70 See : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 275.

71 See : *e.g.* : G. Eckert, “*Emprunts toxiques des collectivités territoriales*”, p. 1712-1717.

59 See : *Cour des comptes*, Rapport Public, “*La gestion de la trésorerie et de la dette des collectivités territoriales*”, Nov. 1991, available at : www.ccomptes.fr

60 See : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique*”, p. 27

61 The amount of collateral that must be posted under the standard collateral documentation (*e.g.* ISDA Credit Support Annex or FBF Annexe Remises en Garantie) is a function of the exposure of the relevant party. If banks had required collateral to be posted by local public entities, they would have disclosed the mark to market of the relevant transactions to public entities in order for them to satisfy the relevant collateral requirements.

62 See *e.g.* : J.-C. Moraud, “*Analyse du cadre légal de la dette des collectivités locales depuis la décentralisation*”, p. 70.

63 See *e.g.* : G. Eckert, “*Emprunts toxiques des collectivités territoriales*”, 19 Sept. 2011, AJDA, p. 1712-1717, spec. p. 1716.

indebtedness are relatively stringent⁷². Local entities are subject to a “golden” rule whereby borrowings may only finance investments as opposed to administrative expenditure⁷³. In addition, local public entities must adopt balanced budgets⁷⁴. The *Cour des comptes* has, however, reported that these rules were often circumvented with a view to hide deficits⁷⁵. This was done in particular through the systematic restructuring of existing loans, typically by the extension of their maturity in exchange for increased interest or increased risk⁷⁶.

Accounting rules were also revealed as obsolete as regards structured products. While non-public financial accounting rules in the US and Europe require financial instruments to be accounted for at their “fair value”⁷⁷ and adequate provisions to be made to meet potential losses, this is not the case for French local public entities⁷⁸. This allowed certain local entities to abstain from disclosing potential losses from the derivative component of their loan commitments. It now appears that structured loans were often valued using the same methodology as that used for standard loans, allowing public entities to record the immediate gain of the derivative instrument – *i.e.* the premium of the derivative instrument remunerating the risk taken by the public entity – while not accounting for the potential losses that might materialize in the future⁷⁹. Relying on a technical loophole in the public accounting rules, a number of local entities have breached cornerstone public budgetary and accounting principles⁸⁰. First, the principle of prudence (*i.e.* the obligation to provision any liability likely to materialize), was breached as a result of local entities not recording in their financial statements the likelihood and severity of potential losses. Second, the principle of periodicity (*i.e.* any accounting entry should be allocated to a given period) was not respected as many local entities accounted for the financial gain of their loans in

the year when they were signed, as opposed to reflecting it over the lifespan of the transaction⁸¹. Third, the principle of separate recording of profits and liabilities (*i.e.* an offsetting prohibition) was circumvented by not recording separately the loan and the derivative components of structured products⁸². Generally, the principle of sincerity (*i.e.* profits and liabilities should be evaluated fairly) was breached as a result of local entities not valuating truthfully the risks they were exposed to⁸³. Such failure to disclose in a fair manner the overall cost of structured products has been damaging in many ways, not least by complicating, if not preventing, proper monitoring by public authorities and relevant supervisory committees of local entities⁸⁴.

Lack of Internal and External Controls

As a general rule, any decision to incur indebtedness or to enter into derivatives must be duly authorized by the supervisory committee of the relevant local public entity (*e.g.* an elected assembly). This prerogative may, however, be delegated to executive committees⁸⁵. In practice, local entities have widely applied these agency relationships. In many cases – probably because they felt that the matter was too technical – local assemblies went so far as to deprive themselves of the right to vote on any future indebtedness⁸⁶. In addition, despite the fact that rules relating to delegation were spelled out fairly clearly in the 1992 Circular and even more so in a subsequent Circular of 1993⁸⁷, a large number of delegations were not validly granted. This would arise, for example, where a delegation was granted in general terms without the required limits as to scope and duration⁸⁸. As a result, a number of executive committees entered into loan agreements without a valid delegation being in place⁸⁹. In certain cases, delegations omitted to mention that executive committees were required to report to the assembly⁹⁰. In these cases, local managers were not only allowed to enter into loans on

72 For each financial year, local entities are required to prepare various budgetary documents (*e.g.* initial budget or “*budget primitif*”, additional budget or “*budget supplémentaire*”, final statements over the financial year).

73 See : article L. 1612-5 of the CGCT. See *e.g.*: “*Gestion et finances des collectivités territoriales*”, Wolter Kluwer France, Nov. 2011, no. 205-25.

74 See : article 1612-4 of the CGCT. A budget is compliant when the investment section (“*Section d’investissement*”) and the administrative expenditure section (“*Section de fonctionnement*”) are balanced, when gains and charges are assessed in a sincere way and annual borrowings are covered by the local entity’s own resources.

75 See : *Cour des comptes*, Rapport public 2011, p. 28.

76 See : *Cour des comptes*, Rapport public 2011, p. 29. See also : M. Klopfer, “*Produits structurés : des dérives initiales aux impacts macroéconomiques*”, p. 48-49.

77 See *e.g.*: FAS 133 and FAS 157 released by the Financial Accounting Standard Board (FASB) and IAS 139 released by the International Accounting Standards Board (IASB).

78 See *e.g.* : Fitch Ratings, “*La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ?*”, page 6.

79 See *e.g.* : Fitch Ratings, “*La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ?*”, page 6. The report reveals that a number of public entities recorded their structured loans based on their net asset value (NAV), which does not allow for an accurate assessment of loans with embedded derivatives instruments. See also : *Cour des comptes*, Rapport public 2009, p. 274, reporting that accounting rules do not require local entities to disclose the valuations of their structured loans.

80 See *e.g.* : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 104. The Commission of Inquiry notes that until very recently, standard budgetary forms were ill-adapted to non-standard structured products and that efforts have been made to redesign these. For a general presentation of public budgetary and accounting principles, see *e.g.* W. Gilles, “*Les principes budgétaires et comptables publics*”, LGDJ, 2009. For further information, French budgetary and accounting norms applicable to local public entities are available at : www.dgcl.interieur.gouv.fr.

81 See *e.g.* : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 271.

82 See *e.g.* : J.-C. Moraud, “*Analyse du cadre légal de la dette des collectivités locales depuis la décentralisation*”, p. 69. See also : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 272.

83 See *e.g.*, in respect of Departments : article 8 Law of 2 March 1982, as amended by article 13-II of Law of 22 July 1982. See also : CE, 23 Dec. 1988, *Département du Tarn c/ M. Barbut et autres*, req. no. 60.678.

84 See *e.g.* : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, p. 52.

85 Any decision as to the entry into loan agreements and derivative transactions belongs to the legislative body of each local authority (“*Conseil municipal*”, “*Conseil général*” and “*Conseil régional*”), which is entitled to delegate it (“*délégation de pouvoir*”, *i.e.* power to decide) to the executive body (*Maire, Président du conseil général and Président du conseil régional*) or, as regards the *Départements* and the *Régions*, to the “*Commission permanente*”. See : articles L. 2122-22, L. 3211-2 and L. 4221-5 CGCT.

86 See *e.g.* : B. Wertenschlag *et al.*, “*Gestion de la dette : les relations banques-collectivités*”, p. VIII.

87 See : *Circular NOR/BLB/03/10032/C of 4 April 2003 “relative au régime des délégations de compétences en matière d’emprunt, de trésorerie et d’instruments financiers”*.

88 See *e.g.* : CE, 2 Feb. 2000, *Commune de Saint Joseph*, no. 117920, where the delegation to the executive body was specified to be unlimited and was therefore illegal.

89 The publication in the “*registre des délibérations*” (*i.e.* the minutes registry) of all the delegations is a condition of their validity. Where such illegality exists and is revealed, the judge can raise it even if it is not requested by the parties and the contract is void (“*nullité d’ordre public*”).

90 See *e.g.* : B. Wertenschlag *et al.*, “*Gestion de la dette : les relations banques-collectivités*”, p. VIII.

any terms and without any restrictions, but also felt no need to report on the consequences of their decisions⁹¹.

Central Government oversight is primarily exercised through budgetary supervision and legal control. Budgetary supervision is carried out by the *Préfet* who is required to ensure that the budget is balanced and that budgetary documents are completed in a timely fashion⁹². If a local entity fails in these respects, the *Préfet* may alert the French Regional Court of Accounts (“*Cour régionale des comptes*”)⁹³, which may require the local entity to take certain actions⁹⁴. In addition, any decision taken by a local entity is subject to a legal validity check by the *Préfet*. As far as loans are concerned, decisions are not enforceable unless filed with the *Préfet* before the relevant agreements are entered into⁹⁵. The *Préfet* may, within 2-months of the filing of the agreements, bring a legal action (a “*déféré*”) against any decision that he considers unlawful.

In relation to derivatives, the 1992 Circular clearly sets out that *Préfets* should verify compliance by local public entities with the terms of the circular⁹⁶. The *Préfets* were therefore technically in a position to oversee local entity indebtedness not only formally (*i.e.* with respect to the delegation process), but also substantively (*i.e.* with respect to the legality of the product). It remains difficult to understand why certain deliberations of local assemblies – too broad in their scope (and therefore illegal) – were not challenged in practice⁹⁷. However, there are some valid reasons why *Préfets* did not exercise efficiently their legal validity checks. By law, *Préfets* may only challenge contracts that are unlawful, not those that are merely inappropriate or unsuitable for the relevant entity. As the 1992 Circular was far from clear in a number of respects – in particular with respect to structured loans – the outcome of any legal action was uncertain. Another practical issue was that very often agreements materialising the relevant trades were not notified to the *Préfet*. This is partly because there was some legal uncertainty as to whether or not individual agreements should be submitted at all⁹⁸. Perhaps the most significant obstacle was that *Préfets* and their staff were simply not equipped; they did not have the relevant expertise to supervise local entity borrowing effectively and were not able – or willing – to invest time and resources to do so.

91 Note that the absence of any specification in the deliberation did not effectively release executive bodies from their reporting obligations *vis-à-vis* assemblies. The perception of executive bodies, however, may have been different.

92 See : Articles L. 1612-2 and L. 1612-5 of the CGCT.

93 This alert may also be made by State’s public accountant or any person who has an interest to do so.

94 If the budget is not balanced, the *Préfet* refers the matter to the Regional Court of Accounts. The Regional Court of Accounts must propose actions to balance the budget and require that the local entity adopts a new decision. If the local entity does not comply with the Court’s requirement, the *Préfet* settles on the budget and enforces it (Article L. 1612-5 of the CGCT).

95 See : Articles L. 2131-2, L. 3131-2 and L. 4141-1 of the CGCT.

96 See : 1992 Circular, Section 3, paragraph 2 b.

97 See *e.g.* : B. Wertenschlag, *et al.*, “*Gestion de la dette : les relations banques-collectivités*”, p. XV.

98 According to case law, private law contracts, as opposed to public law contracts and decisions, are not subject to notification to the *Préfet*. To the extent that structured products are essentially private law governed contracts, it was unclear whether or not they had to be notified to the *Préfet*. See : CE, 12 Feb. 2003, *Ministre des Finances*, no. 234917, Rec. Leb. 2003.

II. Crisis Management Strategies

A number of local public entities have suffered substantial losses as a result of their structured loans, leading some to become virtually insolvent. In such a dire environment and amidst growing concerns over the existing stock of toxic debt and the seriousness of the crisis, local public entities and the French Government have anxiously sought solutions. Results have been mixed.

Insights on Mitigation and Exit Strategies

Local governments have explored ways of terminating their structured loans and mitigating their losses. In practice, these strategies have been usually combined and applied simultaneously.

Terminating or Renegotiating Structured Loans

For many public local entities, it proved difficult, if not impossible, to unwind their structured deals. A number of contracts simply did not allow local entities to terminate their transactions unilaterally. Where unilateral termination was possible, the price to pay to unwind or offset the relevant transaction was usually prohibitive. In the vast majority of cases, banks had hedged their positions in the market by entering into various derivatives contracts with other financial institutions. Simply put, altering cash flows or accepting the early termination of any structured loan created adverse mismatches or generated significant unwinding costs for the bank. Those early termination costs could be particularly high because of the tenor (often between 10 and 30 years) of the embedded derivative instrument⁹⁹. As a result, many banks have refused to change the terms of the agreement, unless all related costs, regardless of their amount, are passed onto the local public entities¹⁰⁰. In addition, the methodology used to value structured loans is often complex, depending, for instance, on the probability that the option sold to the bank will be exercised and the volatility of the underlying obligation (such as FX and interest rate spreads). When the market for the embedded derivatives is illiquid or highly volatile, determining the termination amount of a structured loan can prove difficult. This appears to have been the case over the last few years in the absence of market players willing to take the wrong side of bets.

As far as renegotiations are concerned, most of them remain confidential and limited information is publicly available¹⁰¹. Certain banks, primarily for reputation purposes, positioned themselves as being open to discussion. Others, in order to reinforce agreements weakened by unsavoury past practices, tried to lead their local entity counterparts into unfavourable renegotiations¹⁰². A few other banks, believing it to be the only available restructuring option for riskier products, have continued to propose highly speculative structured loans to

99 See : M. Klopfer, “*Négocié, assigner ou attendre : quelle stratégie pour les emprunteurs intoxiqués*”, *Revue Lamy des Collectivités Locales*, no. 83, Oct. 2012, p. 53.

100 See *e.g.* : B. Wertenschlag, O. Poindron, “*Gérer la dette structurée d’égal à égal avec les banques*”, in *Le courrier des maires*, no. 238, Sept. 2010.

101 For example, Dexia provided its clients with the early termination amount due in order to terminate their structured loans but refused to make these figures publicly available. See : “*Collectivités locales : l’équation insoluble de la dette*”, in *Le Monde*, 27 May 2010.

102 See : B. Wertenschlag *et al.*, “*Gestion de la Dette*”, p. 15, pt 49.

local public entities. In this context, certain local governments have tried to revisit their banking relationships on an all-encompassing basis, hoping to offset losses on structured products with favourable conditions offered in connection with new borrowings and other products. In addition, in order to strengthen their bargaining power and minimize their own potential liability, local governments have sometimes used the media to put pressure on banks. Despite this, it appears that many renegotiations are gridlocked, most banks being reluctant to make significant concessions. As indicated, the main reason is related to unwinding costs. In addition, banks have not been pushed to do so, the French Central Government being generally lenient with respect to past banking practices¹⁰³. But the tide may be turning in favour of local governments. For example, following two consecutive (although not conclusive) successes in court, the municipality of Saint-Etienne managed to reach an important settlement with The Royal Bank of Scotland in connection with multi-million structured swaps¹⁰⁴. Other recent French rulings may also provide significant leverage to local governments in their renegotiation attempts¹⁰⁵.

Turning to the Central Government for Help

In the absence of institutional insolvency proceedings applicable to French local public entities and despite doubts as to the extent of Central Government's backing¹⁰⁶, Central Government support has been sought in several ways.

To help local public entities recover financial health and avoid default, Central Government is entitled to provide exceptional subsidies (in the form of grants, advances on tax payments or otherwise). However, this mechanism has so far been little used with respect to structured loans. A "rescue fund" was recently been set up in order to support (primarily by way of grants) local public entities which have entered into toxic loans¹⁰⁷. This fund will be capitalized directly by the French State but also by the diversion of fiscal resources originally earmarked for local public entities. The banks will not be required to contribute. Although the 50 million Euros dedicated to this fund in 2013 appears to be a relatively small contribution to solving the local entity toxic debt problem, it

nonetheless suggests that the Central Government views itself as part of the solution¹⁰⁸.

The Central Government also facilitated the settlement of the most difficult cases. By means of a mediation system set up in accordance with the Gissler Charter, a limited number of settlements have been reached in connection with the most toxic products and further negotiations are under way¹⁰⁹.

Finally, unable to settle their claims, a number of national and local representatives have suggested transferring structured loans to an *ad-hoc* defeasance vehicle¹¹⁰. This approach had already been used by the French government in the nineties in connection with the insolvency of a number of public financial institutions¹¹¹ and was explored again in the context of the bail-out of French banks following the global financial crisis. This time, the proposed model provided for the setting up of a single conduit, which would have taken all toxic assets off the balance sheets of local public entities. The defeasance structure would purchase from local governments their bad assets and manage them in order to extract as much value as possible over time. It is unclear exactly how such a structure would have been funded but the proposal assumed that costs would have been primarily borne by the banks. It was, however, unreasonably optimistic to think that such a scheme could be implemented without a significant Central Government contribution. It was also unclear which assets would qualify: all potentially risky loans or only the most speculative? When and to what extent would local governments take write-downs? How would fair prices be determined in an illiquid market? Would local public entities sell their structured loans at a fair price if doing so would require them to realize significant losses? How could the defeasance vehicle avoid overpaying? More fundamentally, would such a mechanism not create moral hazard for local entities and banks alike by letting them off the hook? In light of these hurdles, the French authorities seem to have given up on the use of a defeasance mechanism¹¹².

Initial Lessons from Court Litigation

Lawsuits against banks have been on the rise. As attempts to renegotiate proved unsuccessful and fully-fledged Central Government intervention was not forthcoming, a number of local public entities decided to litigate. Some have publicly announced that they have filed lawsuits in connection with their structured loans and several dozen are taking pre-

103 See, e.g., the conclusions of the independent commission relating to the sale of structured loans by Dexia Crédit Local dated 21 May 2010, available at : www.dexia-creditlocal.fr. This commission, headed by M. Bouvard, member of the French National Assembly, found that Dexia had sold structured products to French local entities in compliance with the French relevant laws and regulations, without significant caveat. Somehow inconsistently, the commission also acknowledged a long list of new undertakings taken by Dexia in order to improve its marketing and sale practices. For instance, Dexia commits to provide borrowers with complete and accurate information, in particular in connection with the main features of the credit and the related risks, retrospective analysis of underlying performance and sensitivity tests. It is rather difficult to identify what is new compared to what Dexia was already required to do under existing regulations.

104 On the settlement agreement as scheduled to the resolution of the municipality of Saint-Etienne's executive committee dated 12 Nov. 2012 : *rev. bancaire et fin.*, Feb.-Jan. 2013, comm. 8, p. 36, note J. Martin.

105 See below "Initial Lessons from Court Litigation".

106 See above : "Local Public Entities' Creditworthiness : Perceptions and Moral Hazard".

107 "Fonds de soutien au collectivités territoriales ayant souscrit des emprunts toxiques". See : *Loi de finances rectificative* for 2012, no. 2012-1510, art. 4, 29 Dec. 2012, available at ww.legifrance.gouv.fr.

108 Similarly, a separate "exceptional rescue fund" – capitalized up to 170 million Euros – was established by the law in order to support distressed French departments specifically. See e.g.: M.C. de Montecler, "Soutien aux départements et aux victimes des emprunts toxiques dans la loi de finances rectificative", *AJDA*, 2012, p. 2404.

109 This is the case, for instance, of French bank Natixis in connection with two structured loans of 20 million Euros each with the municipality of Saint-Etienne. For further information on the Gissler Charter, see below "Soft Law Action (or Soft Law Inaction ?)".

110 See e.g. : Written Question to the French Government (*Question  crite*) no. 17702 of M. J.-C. Fr con, *JO S nat*, 17 March 2011, p. 629.

111 See e.g. : *Cour des comptes*, "L'intervention de l'état dans la crise du secteur financier", Report to the President of the French Republic, Nov. 2000, available at www.ladocumentationfrancaise.fr.

112 For further information on discussions about defeasance mechanisms in the context of local entities' structured loans, see e.g. : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 113.

litigation measures¹¹³. Although there is still little case law relating specifically to local public entity structured loans¹¹⁴, it seems that a case can often be successfully built against lenders¹¹⁵. Local officials have been able to combine multiple legal grounds within their claims¹¹⁶ and to efficiently instru-

mentalize hearings. Their analysis reveals a complex balance of power between banks and local entities.

Seeking the Annulment of Deliberations and Contracts : A Fight Worthwhile ?

A local government may consider challenging the validity of the administrative decision authorizing the loan (or its renegotiation) on the basis that it was taken without due authorization and capacity or on the basis of other procedural defects¹¹⁷. It may also seek the annulment of the loan agreement on the basis of illegality or fraudulent misrepresentation¹¹⁸. However, the outcome of such a strategy may not be entirely beneficial as it involves the borrower, who may not have alternative sources of funding, prepaying the principal amount of the loan¹¹⁹. The invalidity of the loan may also trigger undesirable collateral damage. For example, it may have an impact on other financings, including structured loans for which the embedded derivatives turned out to be “in-the-money”. Moreover, banks also may be able to introduce counterclaims for damages against local officials for mistakes made in connection with the purported approval of the loans¹²⁰.

For this reason it may be preferable for a local public entity to challenge only the validity of the structured loan’s interest clause (as opposed to the validity of the entire agreement). The *Tribunal de Grande Instance* of Nanterre recently ruled against Dexia for having omitted to include the so-called effective interest rate or “*taux effectif global*” (TEG) in the fax confirmations relating to three structured loans entered into with the department of Seine-Saint-Denis¹²¹. The loan agreements themselves did include the TEG but the court decided that the TEG should also have been included in the confirmations, which were designed to set out the main features of the

113 See e.g.: *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 65. For instance, the municipality of Saint-Etienne sued Deutsche Bank in 2009 and the Royal Bank of Scotland in 2011 in connection with multi-million euro structured loans. Similarly, the region of Seine-Saint-Denis sued Dexia and several other banks in 2011 in connection with a number of structured loans entered into between 1997 and 2008.

114 In France, a decision of the commercial court of Toulouse dated 27 March 2008 should be highlighted although it relates to a specific type of public body (“*société d’HLM*”) different from local public entities. The court ruled against two French banks (*Caisse d’Épargne* and *Ixis*) and imposed the early termination of a €20 million swap agreement as well as the payment of damages on the basis of a breach of the bank’s information and advisory duties. An appeal of this decision is currently ongoing. See : T. com. Toulouse, 27 mars 2008, *Société Patrimoine Languedocienne c/ Caisse d’Épargne Midi Pyrénées et Société Ixis Corporate Investment Bank*, JCP E 2008, no. 2387). Two recent rulings are also relating to structured loans but do not set out clear guidelines. First, the courts ruled in the context of summary proceedings (“*référé*”), i.e. on specific issues addressed only because of their urgency. As a result, they may not be confirmed in the later stages of the procedure. Secondly, the two rulings appear to go in opposite directions. On the one hand, the President of *Tribunal de Grande Instance* of Nanterre, in an *ordonnance de référé* dated June 2011, ruled against the municipality of Servian’s (Hérault) request to be authorized to proceed with the early repayment of the principal amounts of 6 structured loans entered into between April 1994 and December 2005. On the other hand, the 1st Deputy Vice-President of the *Tribunal de Grande Instance* de Paris, in an *ordonnance de référé* dated 24 November 2011 (confirmed by the Paris of Appeals on 4 July 2012), ruled in favour of the municipality of Saint-Etienne and against the Royal Bank of Scotland which filed a request for payment, on a precautionary basis, of the amounts due by the municipality under swap agreements, which validity was being questioned in court. The ruling indicated that the validity of such swap agreement was being challenged on very strong basis, implying that the bank may be liable for having sold such highly speculative instruments. On these rulings, see e.g. : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 66. See also the 3 rulings of the *Tribunal de Grande Instance* de Nanterre dated 8 Feb. 2013 as further described below. In Europe, it can also be useful to refer to a number of judicial rulings relating to the validity of structured loans entered into by local governments as some their findings may be applied in the context of French litigation. See in particular, German Federal Constitutional Court of Karlsruhe, 22 March 2011, *Bundesverfassungsgericht*, case no. XI ZR 33/10 ; LEDB May 2011, p. 1, par. 057, obs. R. Routier ; V. Joly-Müller, “*Retour d’expérience : l’Allemagne et l’obligation de conseil d’une banque vis-à-vis de ses clients*”, AJCT 2012, p. 83.

115 In a recent report relating to the management of Dexia Municipal Agency’s portfolio of structured loans, the auditing department of the French Treasury (*Inspection générale des finances*) predicts that future court decisions will be favourable to banks. See : *Inspection générale des finances*, Report no. 2012-M-022-33, “*Contre-garantie de l’État sur un portefeuille de prêts de Dexia Municipal Agency*”, T 1, June 2012. This is surprising since, as discussed below, the outcome of current litigation is far from being clear and many local public entities appear to have a fairly strong case against their former lenders. In fact, as a result of the recent bail-out of Dexia, the French Government has indirectly become French local entities’ counterparty.

116 From a procedural standpoint, French administrative judges are in general not competent to hear disputes relating to structured loans and derivatives contracts, which are usually regarded as private contracts. However, decisions from local governments’ deliberating bodies authorizing structured loans are regarded as administrative by nature and may be challenged before French administrative courts, primarily on the ground that their terms are not sufficiently precise. For further details on administrative law and procedure aspects, see e.g. : S. Alamovitch, E. Breen, “*Les emprunts dits toxiques conclus par les collectivités territoriales – État du débat*”, RTDE no. 4, p. 58-64. All French law governed loan agreements and derivatives contracts are subject to general French contract law (irrespective of the nature of the parties) and any credit or derivatives related lawsuit against a financial institution may only be entertained before French commercial courts. See : Cass. civ. 1^{re}, 24 Oct. 2000, *Commune de Saint-Valéry-sur-Somme*, no. 98-19.978 ; T. confl. 26 Nov. 1990, *Caisse*

régionale du Crédit agricole mutuel du Finistère, no. 2632, Lebon 403. See also : *Gestion et Finance des Collectivités Locales*, Ed. Lamy, Avr. 2008, no. 37450.

117 See, e.g. : S. Alamovitch, E. Breen, “*Les emprunts dits toxiques (...)*”, p. 58-64.

118 Annulment for illegality can be sought pursuant to article 1108 of the French Civil Code, generally on the basis that the relevant local entity was prevented from entering into the structured loan because of its “speculative nature” or the fact that it was, in certain cases, written in English only (in breach of the law of 4 August 1994 on the use of the French language, referred to as the “*Loi Toubon*”). Illegality based on the speculative nature of the loan is unlikely to succeed because of the infra-legislative nature of the 1992 Circular. The “*Loi Toubon*” is controversial but may constitute a more efficient threat. Annulment for fraudulent misrepresentation can be sought pursuant to articles 1109 and 1116 of the French Civil Code on the basis of misleading/fraudulent practices used by the bank at the time the loan was entered into or restructured. Illegality for fraudulent misrepresentation can prove difficult to establish in court from an evidentiary standpoint (especially the intent element) but, depending on the circumstances of the case and the bank’s wrongdoings (lack of information and proper advice, practical impossibility for the borrower to refuse the terms of a restructuring, etc.), can be usefully included as part of a broader a civil litigation strategy.

119 Because of the (retroactive) invalidity of the agreement, no early termination payment would however be due in such case.

120 For further information on the potential consequences of administrative lawsuits, see e.g. : S. Alamovitch, E. Breen, “*Les emprunts dits toxiques (...)*”, p. 61.

121 See : *Tribunal de Grande Instance* of Nanterre, 6^e ch., Rulings of 8 Feb. 2013, no. RG 11/03778, 11/03779, 11/03780, available at www.economie.gouv.fr. See also : “*Emprunts toxiques : Dexia devra revoir les intérêts payés par la Seine-Saint-Denis*”, La Tribune, 8 Feb. 2013, available at www.latribune.fr; J. Martin, “*Il ne faudra pas prendre les collectivités territoriales pour des profanes, et les emprunts structurés pour des produits spéculatifs*”, RDBF, mars-avril 2013, p. 15-23.

loan and sent to the borrower prior to the execution of the relevant loan agreements. French law makes it compulsory for any loan to include the TEG, which is supposed to reflect the overall cost of the credit (including all related fees, insurances, etc.) and is set out for information purposes¹²². The sanction for not doing so is the substitution of a legal (very low) interest rate to the contractual interest rate. In light of these recent rulings, if the TEG has been omitted or miscalculated in the credit agreement, local entities appear to have a much stronger case and potentially sufficient leverage to renegotiate favourably the nature and/or level of the applicable interest rate¹²³.

Seeking Compensation : Do Local Public Entities Deserve Specific Protection ?

Many distressed local governments have sought relief for alleged breach of banks' general duty to inform and advise¹²⁴. In France, damages are available to compensate a plaintiff's losses, but punitive damages are not available¹²⁵. However, French legislation, and related case law, governing lenders' relations with their clients is complex and sometimes confused¹²⁶. On the one hand, French legislation prohibits banks from interfering in their clients' affairs and therefore places no obligation on them to advise their clients¹²⁷. On the other hand, French case law has established an obligation to alert clients to risk, which can, in practice, constitute a basic obligation to inform and advise clients¹²⁸. This alert obligation requires banks to provide clients with adequate information on the main features of any proposed transaction with the bank. It also requires banks to obtain sufficient information on the financial condition of the client in order to assist the client with the decision making-process¹²⁹. Stricter duties are imposed on banks when they are dealing with "inexperi-

enced" borrowers, a concept around which many civil liability cases revolve. Banks must expressly warn "inexperienced" borrowers against the specific risks of a transaction and, arguably, advise them not to enter into it, if it would be reckless or clearly inappropriate for them to do so. The rationale is that the asymmetry of information between the bank and an "inexperienced" client is such that the latter needs to be protected¹³⁰. However, a number of authors have questioned whether certain local public entities can validly claim to be "inexperienced" and so as to claim that banks have breached this stricter level of obligation¹³¹. With respect to structured products, most small and medium local entities can probably demonstrate that they are "inexperienced" borrowers as their officials and staff usually lack the necessary mathematical and financial expertise (no appropriate quantitative training on derivatives and structured products) and technical resources (no trading floor, no pricing software, etc.) to carry out an efficient risk assessment of structured loans. This is particularly true of the derivatives valuation process¹³². Larger local entities may also go down that road. First, the burden of proof is on the bank to prove that it has complied with its duties¹³³. Secondly, banks selling structured loans to local public entities are likely to be deemed subject to the strictest duties : structured loans are complex and potentially risky financial products (including embedded options and other derivatives components), which fall within the scope of the term "speculative transactions" as used by the French courts¹³⁴. In practice, it seems that many banks failed to comply with their obligation to alert their clients although it is difficult to determine precisely what really happened in each specific case, information not being publicly available. Nevertheless, the conclusions of the 2009 report of the *Cour des comptes* are

122 See : Article 1907 of the French Civil Code and L. 313-4 and R. 313-1 of the French Monetary and Financial Code. The calculation of the TEG is considered as being largely irrelevant for structured products because of their complex features but is nevertheless compulsory.

123 See e.g.: M. Klopfer, "Négocier, assigner ou attendre (...)", p. 54 ; J-L. Vasseur, "Emprunts toxiques : les recours possible devant le juge civil", Revue Lamy des Collectivités Locales, Oct. 2012, no. 83, p. 60-61 ; B. Wertschlag, O. Poindron, M. Azoulay, G. Sebe & C. Valette, "Omission du TEG dans la formation des prêts toxiques : une solution pour les bailleurs sociaux ?", AJDA, avril 2012, p. 257-259.

124 Complaints have been filed on the basis of article 1147 of the French Civil Code, which sets out the principle of contractual liability.

125 The damage incurred would be the loss of the opportunity not to contract. See : Cass. com., 20 Oct. 2009, no. 08-20.274, D. 2009. 2971, note D. Houtcieff, 2607, obs. X. Delpuch and 2010.989 obs. Douchy-Oudot ; JCP 2009, p. 482, note S. Piedelièvre. See also : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 73. In addition, plaintiffs may also request early termination of the relevant agreement(s).

126 See e.g. : G. Eckert, "Emprunts toxiques des collectivités territoriales : quelles conséquences en tirer ?", AJDA, 19 Sept. 2011, p. 1712-1717. See also : D. Legeais, "Responsabilité du Banquier - Service du crédit", J-CI. Banque - Crédit Bourse, Fasc. 151.

127 See : Cass. com., 22 mai 2001, RD Bancaire 2001, 282, obs. F. Crédot, Y. Gérard ; Cass. com., 16 juin 1996, Rev. proc. Coll. 1996, 396, obs. A. Martin-Serf. See also, e.g. : G. Eckert, "Emprunts toxiques des collectivités territoriales (...)", p. 1714.

128 See e.g. : G. Eckert, "Emprunts "toxiques" des collectivités territoriales (...)", p. 1714.

129 See : Cass. ch. Mixte, 29 June 2007, no. 05-12.699, Juris-Data no. 2006-034745, Bull. Civ. 2006, I, no. 398, JCP E 2006, 1079, note A. Le Goff ; RTD com 2007.579, obs. D. Legeais ; JCP 2007, no. 10146, obs. A. Gourio. This decision unifies divergent decisions of civil and commercial chambers of the *Cour de cassation*. There is, however, no breach of duty if the client was already aware of the risks incurred. See : Cass. com., 5 Nov. 1991, no. 89-18.005.

130 See, e.g. : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 71.

131 See, e.g. : G. Eckert, "Emprunts toxiques des collectivités territoriales (...)", p. 1714, indicating that, in order to be regarded as an "inexperienced" borrower, the relevant local entity would have to demonstrate, *inter alia*, that it does not deal frequently with similar borrowings and could not understand the information provided by the bank. According to the author, such demonstration may be difficult for a number of seasoned local borrowers such as major municipalities.

132 Many banks did not provide their clients with the financial information and tools necessary to understand the real cost of structured loans. See e.g. : *Cour des comptes*, "Les risques pris par les collectivités territoriales (...)", 2009, p. 263. Derivatives products valuation is indeed very different from standard loan valuation. In a loan, the value on termination is calculated on the basis of its net present value. The "present value" can be defined as the current value of future cash payments when the payments are discounted by a rate that is a function of the interest rate. The "net present value" is the discounted value of an investment's cash inflows minus the discounted value of its cash outflows. See : David L. Scoot, "Wall Street Words", 3rd ed., Houghton Mifflin, p. 245 and 283. Such value depends upon, broadly speaking, the principal amount and interest to be repaid together with any break-funding costs (*i.e.* costs incurred by the bank in having to reinvest the funds prior to the scheduled maturity of the loan). Conversely, the valuation of standard derivatives products is made by reference to their "mark-to-market" value (*i.e.* the price determined by market makers on the basis of expectations of future movements in the price of the underlying assets). As a result, the valuation of a structured loan requires splitting it into separate transactions and recalculating the forecasted rates relating to each of them. Such valuation process can turn out to be very complex in practice and local governments were often ill-equipped or insufficiently backed-up by financial advisors to understand how much it would cost to unwind.

133 See : Cass. com., 11 Dec. 2007, no. 03-20.747 ; JurisData no. 2007-041922 ; JCP no. 12, March 2008, p. 45.

134 Cass. com., 19 June 2007, no. 05-22.037, according to which a transaction is "speculative", if it is entered for other purposes than hedging.

enlightening¹³⁵. The report maintains that banks aggressively sold loans that were “potentially risky”, “lacking transparency” and “whose real benefit to the borrowers was questionable”¹³⁶. According to the *Cour des comptes*, “borrowers were provided with over-optimistic or even misleading information guarantying the quasi-absence of risks or favourable market developments in respect of underlying indices”¹³⁷. Various other sources and official reports have also stated that a number of banks failed to properly advise local governments of the risks associated with structured loans, omitting to provide them with appropriate valuation forecasts and updates, “worst-case-scenario” stress tests and retrospective analyses of underlying indices¹³⁸. Banks seem also, on occasion, to have presented distorted information and models¹³⁹. In particular, it was reported that many banks marketed in a misleading way products described as “Fixed Rate” or “Guaranteed Low Rate” allegedly designed for hedging purposes where, in fact, the fixed rate component was only applicable for a limited period and the overall product was intrinsically speculative and leveraged¹⁴⁰. In this context and especially with respect to the most complex loans, it may be hard for a number of lenders to demonstrate to a civil judge that they acted appropriately and abided by their duties to inform and alert. Not surprisingly, there has been a surge in civil lawsuits on these grounds¹⁴¹.

To establish the bank’s liability and seek indemnification, local governments have also claimed breach of the “conduct of business rules” under the Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC (“MiFID”), as implemented under French law¹⁴². No clear answer has been given to the question

of whether or not the MiFID rules and principles apply to the structured loans offered to French local entities¹⁴³. The MiFID does not apply to banking activities (including lending) but only to transactions involving “financial instruments” (including derivatives)¹⁴⁴. However, given that options and derivatives were embedded in most structured loans, it is hard to see how such products would fall outside the scope of the MiFID. Interestingly, when the MiFID was implemented at the end of 2007, a number of banks decided to stop selling separate financial instruments such as swaps and instead began to enter into loan agreements (with embedded derivatives) exclusively in order not to fall within its scope and therefore avoid related liability and sanctions¹⁴⁵. Given that the MiFID could constitute a ground for a civil claim, what is it? The MiFID sets out the basic information requirements and fiduciary duties of all EU financial service providers. In particular, financial services providers must, when proposing financial investments, only recommend products that are “suitable” for the investor (financial skills, investment objective and horizon, capacity to incur losses, etc.). In addition, the MiFID established a three-tiered classification with respect to clients: “retail” (*i.e.* non-professional clients), “professional” (as listed in the MiFID, *e.g.* investment firms, credit institutions and insurance companies) and “eligible counterparties” (*i.e.* the most sophisticated class of investors and market players “opting up” for a lower level of investor protection). The nature and extent of the information to be provided depends on the type of client and the burden of proving that the duty has been respected is borne by the provider: it is for the provider to prove that it has carried out “suitability” and “appropriateness” tests in respect of each client and provided clear, accurate and non-misleading information¹⁴⁶. Are local public entities considered to be “retail” clients under the MiFID? This still appears to be a controversial issue¹⁴⁷. Nevertheless, while breaching their general information and advisory duties, banks were usually also not complying with the MiFID’s conduct of business rules, these duties overlapping to a large extent. Remedies are similar to those available in the event of a breach of the banks’ information and advisory duties and consist primarily of money damages¹⁴⁸.

135 *Cour des comptes*, “L’intervention de l’État dans la crise du secteur financier”, Report to the President of the French Republic, Nov. 2000.

136 *Cour des comptes*, “L’intervention de l’État dans la crise du secteur financier”, p. 255, 258 and 259.

137 *Cour des comptes*, “L’intervention de l’État dans la crise du secteur financier”, p. 259.

138 See *e.g.*, B. Wertenschlag *et al.*, “Gestion de la dette”, in *Le courrier des Maires*, no. 33.

139 See *e.g.*, B. Wertenschlag *et al.*, “Gestion de la dette”, in *Le courrier des Maires*, no. 33. Also see: *Cour des comptes*, “L’intervention de l’État dans la crise du secteur financier”, p. 263.

140 See, *e.g.*: B. Wertenschlag *et al.*, “Gestion de la dette”, in *Le courrier des Maires*, no. 29 and 33, indicating that they are not aware of a single case where banks would have appropriately informed local public entities of the risks associated with structured loans even though it was clear that local public entities were not understanding them. See also: *Cour des comptes*, “L’intervention de l’État dans la crise du secteur financier”, p. 259, according to which “the success of structured loans with French local public entities [] appear to be the result of an efficient marketing strategy focused on products enabling the banks to limit the competition by reducing transparency and increase their margins” (free translation). See also: *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 70.

141 It is interesting to note, however, that the *Tribunal de Grande Instance* of Nanterre, while ruling against Dexia for the absence of TEG in the confirmations, considered that the department of Seine-Saint-Denis should not be regarded as an “inexperienced” borrower and had received full information from Dexia on the structured loans’ features and risks. As a result, it could not rely on a breach of the bank’s advisory duties. See: *Tribunal de Grande Instance de Nanterre*, 6^e Ch., Rulings of 8 Feb. 2013, no. RG 11/03778, 11/03779, 11/03780, available at www.economie.gouv.fr.

142 The MiFID’s rules result from several EU norms (including Directive 2004/39/EC of 21 April 2004 “on markets in financial instruments”, Official Journal L 145 of 30.4.2004, as supplemented by 2006 directives and a 2006 regulation) and aim at, broadly speaking, reinforcing competition and transparency with EU capital markets as well as ensuring effective investors’ protection. They were implemented in France primarily by the Ordinance no. 2007-544 of 12 April 2007 and the Decrees no. 2007-901 and no. 2007-904 of 15 May 2007, amending the French Monetary and Financial

Code (see in particular articles L. 533-12, L. 533-13 and D. 533-11). The General Regulations (*Règlement général*) of the Financial Market Authority (*Autorité des Marchés Financiers*) were also modified to take into account the new rules and principles set out by the MiFID.

143 See *e.g.*: *Assemblée nationale*, *Commission d’enquête sur les produits financiers à risques souscrits par les acteurs publics locaux*, Minutes of 9 Nov. 2011, Report no. 15, available at www.assemblee-nationale.fr.

144 See: Proposal for a Directive on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council, 2011/0298 (COD), 20 Dec. 2011, indicating that “extensive examples concerning transactions in complex instruments by local authorities and municipalities have demonstrated that their classification is inadequately reflected in the MiFID framework”.

145 See, *e.g.*: B. Wertenschlag *et al.*, “Gestion de la dette”, in *Le courrier des Maires*, no. 31.

146 The nature of the information is set out in article 310 *et seq.* of the General Regulations of the AMF. In particular, the information should not present the potential benefit of any particular investment service or financial instrument without also highlighting clearly and accurately the potential risks (art. 314-1). In addition, past performances must not constitute the main information provided to clients (art. 314-13).

147 See below, “From Information Duties to Fiduciary Duties”.

148 See article L. 533-11 of the French Monetary and Financial Code. Additional sanctions may also be imposed by the AMF.

The strength of local governments' case should not be significantly affected where local officials have acted recklessly or in bad faith when dealing with structured loans. However, their shortfalls and deficiencies will, in many cases, constitute a mitigating factor in civil litigation. Local officials were often eager to access cheap financing while aware that the real financial burden was being postponed to a day when they would probably not be in office¹⁴⁹. In some cases, it is hard to understand why local officials continued to pile up structured loans to unsustainable levels, especially when the multiple refinancings proposed by the banks were increasingly complex and opaque. The risks were sometimes clearly out of proportion to the potential savings. This seems principally due to the lack of financial expertise and imprudent management of decision-makers as well as insufficient oversight by local assemblies. Political agendas sometimes disproportionately misaligned with the interests of constituents also explain why such short-term strategies were implemented. But in certain instances, mere common sense should have been sufficient to grasp that such risky debt management needed to be replaced with simpler restructuring opportunities.

The Threat of Criminal Proceedings

In instances where bank practices were the most questionable, local officials have considered bringing criminal proceedings against the banks, their managers and/or employees for fraud¹⁵⁰. This threat is obviously very powerful. However, French criminal rules of evidence impose onerous evidentiary burdens which make this route uncertain. Establishing the offence, in particular with respect to the proving intention (*mens rea*), may often be difficult. In a criminal trial, the focus will be on the specific circumstances surrounding the entry into the loan agreement and the inherently unpredictable nature of financial products and markets (any party can make a windfall gain) often make it difficult for intent to be demonstrated¹⁵¹. The application of statutory limitation periods – generally three years from the commission of the offence – can also be an obstacle to the initiation of criminal actions. In addition, criminal trials may be counter-productive for local entities. French criminal procedure provides that a criminal charge may take precedence over any civil claim. This means that, once criminal proceedings are initiated, the victim of the offence may have to await the final decision of the relevant criminal court before obtaining damages or other remedies. The victim may then also not be allowed to negotiate a civil settlement with the criminal defendant, irrespective of the outcome of the trial. At times where local finances are in jeopardy, this can constitute a significant downside.

Soft Law in Action (or Soft Law Inaction ?)

As the magnitude of the toxic debt crisis was gradually revealed, a senior official was appointed by the Central Government to prepare a “charter of good conduct” which would govern relations between local entities and French banks

active in the local debt market¹⁵². Under the “Gissler Charter” signed on 7 December 2009, the banks made a number of fundamental undertakings¹⁵³: (1) not to offer products perceived to be too risky, namely products not capital-protected or index-linked to¹⁵⁴ as well as snowball products¹⁵⁵; (2) classify any products they offer to local entities by reference to a predefined risk classification¹⁵⁶; (3) treat local entities as non-financial professionals for the purposes of the MiFID and draft any documentation in the French language¹⁵⁷; and (4) provide key information on the product offered, such as a detailed presentation of the product and its associated risks, historical data on the relevant indices, stress scenarios simulations and indications on mark-to-market valuations¹⁵⁸. Local entities, on the other hand, undertook to enhance the transparency of their decisions in relation to borrowings and debt management¹⁵⁹. Local entities also committed to provide information on their overall exposure to structured products to both their assemblies and the banks when entering into these products and thereafter periodically¹⁶⁰.

In addition to the Gissler Charter mechanism, a new circular was enacted on 25 June 2010, repealing the 1992 Circular (the “2010 Circular”)¹⁶¹. The 2010 Circular covers “structured products”, not only OTC derivatives¹⁶². It primarily aims at “addressing the asymmetry of information between local entities and banks”¹⁶³ in particular by stressing that banks owe information duties to local entities under the law¹⁶⁴. It also reaffirms the prohibition of speculative transactions¹⁶⁵ and provides some guidance on the types of risks that may be

152 In November 2009, Eric Gissler, a senior member of the French administration (IGF), was appointed by French Prime Minister as ombudsman (“*médiateur*”) in order to facilitate the dialog between banks and local entities in relation to risky loans.

153 *Charte de bonne conduite entre les établissements bancaires et les collectivités territoriales* available at : www.collectivites-locales.gouv.fr. The Gissler Charter was signed between Dexia, Crédit Agricole, Société Générale, BPCE and 5 associations representing French municipalities (Association des Maires de France (AMF), Assemblée des Communautés de France (ADCF), Association des Petites Villes de France (APVF), Fédération des Villes Moyennes (FMVM), Association des Maires des Grandes Villes de France (AMGVF)).

154 The banks commit not to offer to local entities indices relating to (1) commodities, equity or equity linked products, (2) proprietary indices (other than those authorized by the Gissler Charter), credit, default or fund or fund linked products (3) certain types of FX products and (4) indices traded in countries outside the OECD.

155 Gissler Charter, first and second commitments.

156 Gissler Charter, third commitment. A code comprising a figure (from 1 to 5) – to assess the complexity of the relevant index – and a letter (from A to E) – to assess the level of risk implied by the formula – must be assigned to any new loan made available to any local entity. Products which are thought to be too risky are deemed to be “off-charter” and are not to be offered to municipalities.

157 Gissler Charter, fourth commitment.

158 Gissler Charter, fourth commitment. The mark-to-market valuations of the products as at the end of the year are to be given during the first quarter of each year on a no-charge basis.

159 Gissler Charter, fifth commitment.

160 Gissler Charter, sixth commitment.

161 Circular NOR/IOC/B/10/15077/C of 25 June 2010. See also Instruction no. 10-019-M0 of 3 August 2010 (NOR BCR Z 10 00059 J). The 2010 Circular also repeals the 2003 circular relating to delegations.

162 2010 Circular, introduction and Chapter 1.3.3.

163 2010 Circular, Chapter 1.

164 2010 Circular, Chapter 1.2.1. As explained below, since circulars are quasi-legal instruments, it may not per se impose additional duties to banks.

165 2010 Circular, Chapter 1.3.2.

149 See e.g., *Institut Montaigne*, “Trois propositions pour une meilleure gestion de la dette locale”, p. 6.

150 See e.g. : D. Sebban, M. Hénon, “*Emprunt toxiques : les recours possibles devant le juge pénal*”, *Revue Lamy des Collectivités Locales*, Oct. 2012, no. 83, p. 57-59 indicating that specific criminal offences set out in French Consumer Code (“*délit de tromperie*” and “*pratiques commerciales trompeuses*” pursuant to articles L. 213-1 and L. 121-1 respectively) constitute probably the most suitable grounds from a criminal law standpoint.

151 See e.g. : *Assemblée Nationale*, Public Report no.4030, p. 70.

taken by local entities, in line with the approach taken in the Gissler Charter to which it cross-refers¹⁶⁶. The 2010 Circular also echoes the recommendations laid down in the *Cour des comptes* 2009 and 2010 annual reports¹⁶⁷ by clarifying delegations rules¹⁶⁸ and emphasizing on the importance of providing transparent information to local assemblies, the *Préfets* and State's public accountants, with a view to allowing each to carry out relevant checks on local entity decisions relating to structured products¹⁶⁹.

On balance, while both the Gissler Charter and the 2010 Circular provide useful clarifications to the applicable legal framework, their main merit is that they shed light on the excesses of past practices¹⁷⁰ and undoubtedly serve an educational purpose for both banks and local entities¹⁷¹. They are, however, largely insufficient to address the issues raised by the crisis.

First, both the Gissler Charter and the 2010 Circular remain "soft law" instruments. Despite the term "undertakings", the Gissler Charter is a gentlemen's agreement, not a legally binding contract. Signed by a limited number of parties – essentially major French banks and municipality associations¹⁷² – it is not a document that creates enforceable obligations between them, let alone in respect of third parties. As for the 2010 Circular, its fundamental weakness is that it refrains from using any terminology that would appear too binding. It "clarifies", "reminds" and "recommends", but does not forbid or impose. Even transactions that would qualify as speculative transactions and are expressly flagged as unauthorized transactions in the Gissler Charter are only referred to in the 2010 Circular as "not advisable"¹⁷³. In its report the *Cour des comptes* notes that banks will still be able to offer products with leveraged indices despite the 2010 Circular¹⁷⁴. Finally, reiterating that public procurement rules are not applicable to loans granted by banks to local entities, it merely advises that basic tender processes be put in place "as a good management measure". Here again, self-regulation prevails over constraint.

Secondly, as to the substance, neither the 2010 Circular nor the Gissler Charter contains any breakthrough measure¹⁷⁵. This inherently results from the normative instruments used, which do not permit any deviation from the existing legal framework. Moreover, while efforts have been made to define the type of instruments that are considered to be particularly toxic, the Gissler classification remains largely unsatisfactory. It does not capture the real risk associated with a number of products as it oversimplifies certain risk criteria¹⁷⁶ while ignoring others¹⁷⁷. It has been argued that it could even mislead local entities and assemblies as to the level of risk that is really undertaken and possibly distort the decision making-process¹⁷⁸. Another flaw is that it classifies, in the manner of a snapshot, the products currently used by local entities. By doing this, it falls in the same trap as the previous circulars by not providing the means to capture products that will be engineered in the future. It is hardly surprising therefore that the *Cour des comptes* concluded that initial steps taken by Central Government were largely unsatisfactory and that most of its previous recommendations had not been adopted¹⁷⁹.

III. Rethinking Local Public Debt

The crisis has revealed major flaws in the French regulatory approach and the assumptions underpinning it. The continuing instability affecting local governments throughout Europe now bolsters the case for structural change. Any roadmap for reform should take into account two apparently antagonistic objectives. On the one hand, it is crucial to help local entities to obtain funding on the best possible terms in an increasingly challenging environment. Excessive risk taking should, on the other hand, be curbed by adequate legislation so as to ensure that taxpayers are not exposed to local entity losses. These policies can be reconciled. No regulation is likely to be efficient if not accompanied by credible solutions to address an issue that is becoming more and more critical for local entities, namely the rarefaction of their sources of funding¹⁸⁰. Conversely, better access to funding is not going to be achieved without setting out clear boundaries as to what can be done by local entities. Two paths should be explored in priority: (re)-regulation and innovative approaches to funding.

The Need for Re-regulation

Despite some recent improvements, the need to fill existing gaps and inadequacies in the regulatory regime is more acute than ever. New proposals have been made. In a December 2011 Report, a Parliamentary Commission of Inquiry into "toxic products subscribed by public entities" (the "Commission of Inquiry") put forward a number of suggestions with a

166 2010 Circular, Annexes 4 and 8.

167 Advocating for a revamping of the applicable regulations, the *Cour des comptes* suggested that a three "pillars" approach should be adopted: revaluation of the role of deliberating bodies, improvement of accounting information and increased transparency in financial offers to local entities. See: *Cour des comptes*, "Les risques pris par les collectivités territoriales (...)", 2009, p. 253-278.

168 See 2010 Circular, Chapter 2.1.

169 See 2010 Circular, Chapter 1.3.2.

170 See e.g.: *Cour des comptes*, "La gestion de la dette publique locale", p. 47.

171 See the assessment made by the French Minister of Economy: "the circular has a very strong educational value", in *Cour des comptes*, "Les risques pris par les collectivités territoriales et établissements publics locaux en matière d'emprunts", Rapport annuel, Feb. 2010, p. 175, available at www.ccomptes.fr.

172 None of the foreign banks active in the local debt market (such as, for example, Depfa and RBS) have signed the Gissler Charter and some important local public entities associations (such as the Association des Départements de France and Association des Régions de France) are not parties to the Gissler Charter.

173 See: B. Wertenschlag, et al., "Gestion de la dette: les relations banques-collectivités", *Le Courrier des maires*, no. 239, Oct. 2010, p. 7

174 See: *Cour des comptes*, "Les risques pris par les collectivités territoriales (...)", 2010, p. 172

175 See e.g.: *Cour des comptes*, "La gestion de la dette publique locale", p. 47.

176 For example, EU inflation spread products are classified as category 2 products whereas US Libor rates are determined to be category 4 products.

177 In the Gissler classification, long and short dated exposures are treated equally as floating and fixed rates, regardless of their respective levels.

178 See e.g.: B. Wertenschlag et al., "Gestion de la dette: les relations banques-collectivités", p. 7.

179 See: *Cour des comptes*, "Les risques pris par les collectivités territoriales (...)", 2010, p. 173.

180 The reasons for the scarcity of funding are explained below (see "New Approaches to Local Public Financing").

view to putting an end to past malpractices¹⁸¹. Following this report, new legislation was drafted but has not yet passed into law¹⁸². Below we argue that policymakers should press ahead with more ambitious legislative action.

Normative Instruments In Question

Through the use of various soft law instruments, French policymakers have so far adopted a flexible and largely un-coercive approach. This has, unfortunately, not proved efficient. If anything, the crisis has shown that reliance cannot be placed exclusively on self-regulation. However, departing from a soft-law approach requires the major objections to legislative intervention be cleared.

The first major objection is that the use of hard law instruments would breach the principle of freedom of administration of local public entities¹⁸³. This is far from being a decisive argument, as repeatedly stated by the *Cour des comptes*¹⁸⁴. The French Constitution clearly sets out that the principle of freedom of administration is to be exercised by local entities “within the conditions set out in the law”¹⁸⁵. As a matter of fact, local entities are already bound to abide by thousands of State-enacted regulations in all areas, from urban planning to education laws, not to mention numerous health and safety regulations, all of which limit the scope of what they are entitled to do. In addition, legislative intervention need not necessarily impose more limitations on local public entities’ prerogatives. As far as their financial prerogatives are concerned, the law should not, for example, put an end to the right of local entities to transact loans and derivatives. To preserve their prerogatives, it should instead only set out a framework within which local entities could exercise their discretion as to the terms of their indebtedness (principle-

based approach). The other objections appear to be largely psychological. It is argued that a norm is more easily adhered to by the relevant actors if it is first discussed and agreed by them (the bottom-up approach of the Gissler Charter being an example). In fact, while it is true that Parliament or the executive has the last say, the adoption of most laws, especially in complex or technical areas, usually comes in the wake of substantial consultation with representatives of the main protagonists. In this way, legislative intervention can achieve similar results in terms of adherence. What about the supposed lack of flexibility of laws compared to other normative instruments? Does not the rapid evolution and growing complexity of financial instruments underline the importance of norms that are sufficiently flexible as to remain up-to-date? The perceived advantage of soft law instruments is that they can be amended often and in a simple way. However, the argument is not compelling: as a matter of fact, it took the French Government 18 years to update the 1992 Circular.

The Product Issue : Addressing Complexity and Risk

For local entities – and in some cases, banks – determining whether or not a given structured product was permitted has been very difficult. The Gissler Charter and the 2010 Circular, despite all their flaws, provided local entities and banks with some valuable guidance. Today, products flagged as risky under the Gissler Charter are unlikely to be subscribed by local entities, even though they are not prohibited by law. But is this sufficient? In defining and listing products deemed to be harmful to local entities, the 2010 Circular and the Gissler Charter both assume that each and every local entity has the same resources and needs and faces the same risks. This approach does not properly take account of the diversity of local players. Because local entities differ greatly in terms of their resources and sophistication, their respective needs for protection may vary. So far, regulations have not taken these disparities into account. In light of the approach taken in the MiFID, it would be useful to differentiate between local entities having the financial and human resources to deal with complex products and those that do not. This has not yet been done. The Commission of Inquiry has indicated that it was opposed to such differentiation because it would restrict the variety of products available to smaller local entities¹⁸⁶. Instead, the Commission of Inquiry supports a ban on structured products and derivatives that are leveraged (*i.e.* products with multipliers)¹⁸⁷, on the basis that such products would be intrinsically speculative and would serve no public interest purpose¹⁸⁸. This position is reflected in current draft legislation¹⁸⁹. The rule, however, appears somewhat arbitrary. Some leveraged products are indeed very risky¹⁹⁰, but then so are other exotic non-leveraged products that are not dealt with in the draft legislation¹⁹¹. In addition, even if updated regularly, any legislation defining categories of

181 *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 1-446. Prior to the Commission of Inquiry’s report, a 2011 special report relating to the “management of local debt” was issued by the *Cour des comptes*, which made a series of recommendations echoing previous reports and emphasizing the difficulties resulting from the scarcity of funding for local entities. See : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011. See also : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009 ; *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2010.

182 See : *Proposition de loi* no. 4382 of 21 Feb. 2012 “*relative au développement, à l’encadrement et à la transparence des modes de financement des investissements des acteurs publics locaux*”, available at www.legifrance.gouv.fr. The draft legislation was put forward by left wing MPs (Socialists) at a time the Government was led by the right wing party (UMP) and had therefore virtually no chances to go through. The proposal was re-submitted in Feb. 2013 (*Proposition de loi* no. 746 of 27 February 2013 “*relative au développement, à l’encadrement et à la transparence des modes de financement des investissements des acteurs publics locaux*”, available at www.legifrance.gouv.fr).

183 See J.-C. Moraud, “*Analyse du cadre légal de la dette (...)*”, p. 68. In this article, the author, who is a senior member of the central administration (Directorate of local entities at the Home office - *Ministère de l’intérieur*), states that “*circulaires are only safeguards materialising the observance by the State of the principle of free administration of local entities*”. He also adds that “*one has to admit that this principle has at times been interpreted more as a freedom than a duty by certain local entities which have lost sight of important rules*” (free translation).

184 See e.g. : *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2010, p. 268. See also : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 32, indicating that “*local entities and public establishments benefit from a large degree of discretion as regards the management of their debt, be it for contracting indebtedness of derivative contracts. This freedom has been presented as resulting from the application of the principle of freedom of local entities. In fact, there is nothing preventing lawmakers from setting limits to such freedom*” (free translation).

185 Article 72 paragraph 3 of the French Constitution.

186 See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 100.

187 See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 100.

188 See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 100.

189 See : *Proposition de loi* no. 4382, 21 Feb. 2012.

190 The definition given of leveraged products set forth in the proposal does not seem to work. It prohibits in its Article 2 “*borrowings where the relevant variable interest rate features variations higher than those of the index to which it refers*” (free translation). As a result, the current proposal does not capture a number of products such as options with multipliers.

191 This would be the case, for example, for products referencing certain exotic indices or compounding products.

banned products is likely to contain loopholes and would struggle to keep-up with the rapid innovation and growing complexity of financial products.

Another – yet more radical – proposal made by the Commission of Inquiry was to impose an overall cap on interest that may be charged by banks to local entities¹⁹². In practical terms, this would mean that if the contractual interest rate exceeded a predetermined rate cap, the excess would not be due by the local entity¹⁹³. This rule has already been implemented in respect of public hospitals¹⁹⁴ and has been put forward in draft legislation for public local entities¹⁹⁵. Fundamentally, it seems arbitrary to set a cap applicable to all local entities without regard to their respective financial condition. It also raises three types of technical issues. First, setting the level of the cap is likely to be a difficult exercise¹⁹⁶. Secondly, banks will find it quite easy to circumvent these provisions. Since the proposed law imposes a cap on interest but not on termination payments, banks may well provide in the documentation for early prepayment trigger events that could be used to cause local entities to prepay their loans early, possibly with significant breakage costs. Thirdly, and perhaps most importantly, these measures are likely to deter banks from providing funding. Some banks are likely to encounter difficulties in hedging themselves because the “mandatory” cap will apply only to the “front” instrument, not the back-to-back hedge, thereby exposing the banks to a significant gap risk¹⁹⁷.

From Information Duties to Fiduciary Duties ?

In many cases, banks have failed to inform local entities properly of the risks associated with structured products. But is the mere provision of information sufficient where counterparts are unable to understand it ? Interestingly, the Commission of Inquiry acknowledges that imposing further duties of information on banks is not the solution, considering that it is not the lack of information that led local governments to enter into toxic products but rather their inability to understand the consequences of doing so¹⁹⁸. Following the approach taken in the Gissler Charter, the Commission of Inquiry advocates that banks should treat all local public authorities as non-professionals – which is actually already the case under French law, but only in relation to investment

services¹⁹⁹ – and act in their best interest. Implicitly, the Commission of Inquiry is saying that banks should be bound not only by a duty of information but also by stricter fiduciary duties.

In this context, it is unfortunate that the recommendations of the Commission of Inquiry do not refer to the discussions under way at the EU level in connection with the reform of the MiFID. In its proposal to amend the MiFID, the EU Commission suggests making it clear that local entities are not *per se* “professionals or eligible counterparty clients”²⁰⁰. The existing MiFID client categorisation which classifies “national and regional governments and public bodies that manage public debt at national or regional level” as professionals and eligible counterparty is admittedly unclear and could include certain local public entities within its scope²⁰¹. The new EU proposal now clarifies specifically that “local public authorities and municipalities” are non-professionals²⁰². Classifying all local authorities as “retail” investors under a single classification at EU level has the advantage of simplicity. This might, however, not properly account for the diversity of local authorities in France, let alone across Europe. Contrary to the Commission of Inquiry’s proposal, the EU proposal allows local entities to waive some of the protections afforded by the new categorisation²⁰³. Member States are allowed to adopt specific criteria for the assessment of the expertise and knowledge of local entities requesting to be treated as professional clients²⁰⁴. While its exact scope is still to be assessed, the opt-out granted under the EU Commission’s proposal provides some useful flexibility. It is not to be ruled out that by being automatically treated as “non-professional” investors, certain local entities could experience greater difficulties raising funds from banks as the classification would imply increased administrative burden and costs for banks. In this

192 See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 100.

193 The proposal specifies that such capping should be adjustable, in order to account for market conditions. As an example, the Commission of Inquiry specifies that the cap could be set 300 basis points above EURIBOR. See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 102.

194 See : Decree no. 2011-1812 of 14 Dec. 2011, available at www.legifrance.gouv.fr.

195 See : *Proposition de loi* no. 4382 of 21 Feb. 2012, art. 2.

196 The Commission of Inquiry suggests that such threshold be set by decree following consultation with “representatives of the borrowers and the lenders”. It can be expected that an agreement may be difficult to reach on this point. See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 102.

197 While it is possible contractually to include a cap in the back-to-back instrument, such feature would have a significant cost that would inevitably be factored into the overall price of the front instrument, eventually penalising local entities.

198 See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 98. The Commission of Inquiry quotes the President of the 21st chamber of the German Constitutional Court commenting a judgement relating to a structured loan entered into by a small company : “just because one can read a poem doesn’t mean he can understand it”.

199 Local public entities are not treated as professionals in relation to investment services and financial instruments. See Article D. 533-11 of the Monetary and Financial Code (*Code monétaire et financier*), available at www.legifrance.gouv.fr.

200 See : “*Proposal for a Directive on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council*”, 2011/0298 (COD), 20 Dec. 2011, available at ec.europa.eu.

201 See e.g. : CESR Technical advice to the European Commission in the context of the MiFID review – Client categorization, available at <http://www.esma.europa.eu>: “CESR notes and several industry respondents [to the consultation paper] made the same point, that there are substantial differences between Member States with regard to local legislations in place for the financial market activities of their respective local authorities. The powers and competence of different local authorities, and the arrangements for managing public debt, vary significantly. Having said that, CESR thinks there is a case for clarifying that it is not the intention, under the definition of *per se* professional clients or *per se* eligible counterparties, that regional and public debt bodies include local authorities” (CESR Technical advice to the European Commission in the context of the MiFID review – Client categorization). See e.g. : UK response to the Commission Services’ consultation on the Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), available at www.fsa.gov.org: “We agree that it was not the intention in the drafting of MiFID to include local public authorities/municipalities within “public bodies that manage public debt” and agree that this should be clarified. However, we do not believe that this should mean that local public authorities/municipalities should be automatically treated as retail clients unless they are treated as professionals on request”.

202 Annex II, paragraphs I and II of Proposal 2011/0298.

203 See : Recital 67 of Proposal 2011/0298 : “In order to better define the classification of municipalities and local public authorities, it is appropriate to clearly exclude them from the list of eligible counterparties and of clients who are considered to be professionals while still allowing these clients to ask a treatment as professional clients on request”. Under MiFID, “Professional Clients” and “Retail Clients” may move between categories. In particular, Retail Clients can request to be treated as Professional Clients.

204 Annex II, paragraph II.1 of Proposal 2011/0298.

context, it is interesting to note that while the proposal to amend the MiFID envisages heightened protections for non-retail clients²⁰⁵, it does not go so far as imposing fiduciary duties on investment services providers. In any event, it is important to note that none of the above proposals will result in a clarification of the regime applicable to hybrid products like structured loans, which regime will therefore remain unclear²⁰⁶.

Accounting Rules : Provisioning and Informing Better

A number of adjustments to accounting rules are in our view necessary. Most importantly, in order to give effect to the key accounting principle of prudence, local entities should be required to provision for the financial risks they take²⁰⁷. They should do so on the date such risk is identified, not when it has effectively materialised²⁰⁸. As far as the amount of the provision is concerned, it should be set such that while discouraging the use of riskier products, it does not put too much strain on the finances of local entities²⁰⁹. In addition, offsetting gains and losses incurred in relation to the associated hedge should be recorded when assessing the amount of the provision²¹⁰.

In order to increase transparency, accounting rules should also be amended to better reflect the magnitude of the risks local entities are exposed to at any given time. Indicating the fair value of each relevant structured product is critical to achieve this. Determining the fair value of an instrument by reference to mark-to-market valuations has certainly some downsides²¹¹, but it is probably the best way to assess whether or not a product is a ticking time bomb²¹². While significant efforts have been made recently by the French accounting authorities²¹³, further steps need to be taken in order to align

local public accounting to desirable transparency and risk standards in this respect.

Procurement Rules : Avoiding Red Tape is Possible

Current public procurement rules are not fit for banking and financial matters²¹⁴. Procedures set out in the French Public Procurement Code are often too formalistic for market transactions, which are carried out at short notice and sometimes heavily negotiated. In particular, standard procurement rules relating to “open or restricted invitations to tender” are far too constraining (excessively long delays, intangibility of the offer, etc.). At the same time, it is critical to ensure compliance with the core principles of public procurement, *i.e.* freedom of access, competitive bidding, equality of treatment and transparency. Rather than dismissing altogether the application of public procurement rules as suggested by the Commission of Inquiry²¹⁵, it should be considered whether or not these rules could be tailored to the specific needs of local public finance²¹⁶. This would entail adjusting the rules so that they fit with the needs of quick and mostly informal decision-making processes. One interesting option would be to provide for the application of a procedure of the French Public Procurement Code allowing the borrower to use its own set of procurement rules (the “*procédure adaptée*”)²¹⁷. When dealing with banking matters and, of course, within the framework of the fundamental public procurement principles, the borrower could, for instance, provide that it will use a competitive bidding process with a minimum of 3 banks, comply with reasonable delays for the receipt of bids, etc. This would provide banks and local entities alike with significant benefits: it would require banks to compete on a level playing field (and open the market to outsiders through the bidding process), while allowing local entities to better compare the various offers. The reshuffling of EU public procurement rules scheduled for 2013 would be an excellent opportunity to move forward on this issue.

Defining a New Checks and Balances Paradigm

Previously held assumptions that minimal oversight by assemblies and the Central Government is conducive to both efficiency and protection no longer hold good. Deliberating bodies should take responsibility for, and be more actively involved in, the decisions of their executives in connection with loans. In fact, the *Cour des comptes* has repeatedly called for a reinforcement of the political governance of local entities on financial matters²¹⁸. There have been significant efforts to clarify the rules governing delegation, so that the assemblies do not deprive themselves of their powers on these

205 The proposal sets the overarching high level principle to act honestly, fairly and professionally and the obligation to be fair, clear and not misleading should apply irrespective of client categorization (Article 30, Annex II).

206 Structured deposits (but not structured loans) have been included within the scope of the proposal.

207 This is recommended by both the *Cour des comptes* and the Commission of Inquiry. See *e.g.* *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 75; *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 272; *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 102.

208 See *e.g.*: *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 75.

209 This approach is supported by the Commission of Inquiry. See: *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 106. The *Cour des comptes* also notes that excessive provisioning requirements would lead to increased fiscal pressure in order for local entities to be able to meet the balanced budget requirement. See: *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 277.

210 See *e.g.*: *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*, 2011, p. 76.

211 In particular, mark-to-market valuations are considered as not always reliable for non standard products and may result in extreme valuations in stressed scenarios.

212 The use of mark-to-market valuations is also supported by the *Cour des comptes* and the Commission of Inquiry. See *e.g.*: *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 75; *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 102.

213 The *Conseil de normalisation des comptes publics* (CNOCP) – a public entity in charge of defining French accounting norms for financial entities – has issued important guidelines in 2011 and 2012 in relation to accounting information applicable to local entities’ debt and derivatives products. See: CNOCP, *Avis* no. 2011-05, 8 July 2011; CNOCP, *Avis* no. 2012-04, 3 July 2012, available at www.economie.gouv.fr/cnocp. Interestingly, the 2012 guidelines prescribe the provisioning of certain risks in connection

with complex products (defined by reference to the Gissler Charter). The guidelines also provide for a definition of hedging: “*a hedging transaction consists of linking a hedged liability and a hedging instrument with a view to reducing the risk of adverse impact of the hedged liability on the net profit or position of the relevant local public entity*” (free translation).

214 See *e.g.*: *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 110.

215 See: *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 110.

216 See *e.g.*: *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 275.

217 On the “*procédure adaptée*”, see: article 28 of the French Public Procurement Code.

218 See: *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2009, p. 269; *Cour des comptes*, “*Les risques pris par les collectivités territoriales (...)*”, 2010, spec., p. 172; *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 78.

matters. In addition, it has been suggested that, with respect to every French local public entity, a deliberation by the local assembly should take place at least once *per* year on the size and structure of the debt and the related management strategy²¹⁹. Any decision to incur debt is essentially a political choice, resulting from an arbitrage against raising taxes. Assemblies should always be associated in a meaningful way to such decisions. Likewise, the Central Government should be given the tools to ensure that each *Préfet* can effectively oversee and, if need be, block decisions relating to loans and structured products. Importantly, the *Préfet's* oversight should not only apply to decisions taken by assemblies, as has been the case. It should also apply to any decision taken by executive bodies and any related transaction documents (credit facility agreements, derivatives master agreements and confirmations (if any), etc.)²²⁰. Some practical considerations must, however, be highlighted. As a matter of standard financial practice, derivative transactions are actually completed over the phone and then confirmed a couple of weeks, if not months, after the trade. To address this, executive bodies of local entities could send pre-trade tickets to the *Préfet* in order to obtain his preliminary view on the proposed transaction. More problematic is the fact that *Préfets* and their staff – in the vast majority of the cases – do not have the required financial expertise to assess whether or not a given structured product should be permitted. One solution could be to outsource the analysis of the most complicated or risky contracts – by reference to the Gissler Charter categorisation – to the financial experts of the French State Treasury or any other third party financial advisor. None of these suggested measures imply major structural change to the duties and responsibilities of the relevant bodies ; they primarily require that they play their role more effectively and be accountable for their actions or lack thereof.

Looking Ahead

The “ecosystem” of OTC derivatives is at a turning point, in particular in the EU²²¹. The new regulations on OTC derivative transactions, central counterparties and trade repositories, commonly referred to as the European Market Infrastructure Regulation or “EMIR”²²² entered into force on 16 August 2012²²³. The EMIR introduces various requirements designed to address the risks associated with counterparty

risk and a perceived lack of transparency in the OTC markets, as well as other regulatory inadequacies revealed by the collapse of Lehman Brothers. Consistent with the G20 commitment agreed in Pittsburg in September 2009, EMIR requires counterparties meeting pre-defined eligibility criteria to clear all OTC derivative contracts through an authorized central counterparty (“CCP”). This requirement is to be introduced across all asset classes and all counterparties, provided, however, that it will only apply to non-financial entities that meet certain “clearing” thresholds. With respect to OTC derivatives that are not cleared *via* a CCP, parties must establish and apply robust bilateral risk management techniques in order to measure, monitor and mitigate operational counterparty credit risk. Finally, EMIR imposes an obligation on all market participants to report details of derivative contracts to trade repositories²²⁴.

While EMIR represents a cardinal change in the OTC derivative market, to our knowledge, there has been no assessment of the impact of the business, operational and legal changes it involves on local public entities. As to the mandatory clearing obligation, exemptions have established in EMIR for EU central banks, multilateral development banks, other supranational entities as well as certain “public sector entities”. The definition of “public sector entities” does not extend to local public entities, at least not those having the characteristics of French local public entities²²⁵. Local public entities will therefore need to rely, *so* as to be exempt, on the “*de minimis*” threshold applicable to non-financial counterparties, which is the most likely available exemption²²⁶. When determining whether or not a non-financial counterparty has breached a clearing threshold, it is recognized that all transactions that are objectively measurable as reducing risks directly related to the commercial activity or treasury financing activity of the counterparty shall not count towards the clearing threshold²²⁷. Given that local public entities are only allowed to enter into derivative transactions for hedging purposes and the relatively high levels of the clearing thresholds²²⁸, it can

219 See : *Cour des comptes*, “La gestion de la dette publique locale”, 2011, p. 78. ; See also : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 103. This proposal has been included in draft legislation. See : *Proposition de loi* no. 4382 of 21 Feb. 2012.

220 See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 109. With respect to the documentation, most derivatives are embedded but when a separate agreement is signed, it is, in most cases, documented using market standard documentation, typically that published by the *Fédération Bancaire Française* (FBF).

221 For a summary of the main differences between the EU and the US initiatives in respect of OTC derivatives, see *e.g.* : ISDA, Clifford Chance LLP, “Regulation of OTC derivatives markets : a comparison of EU and US initiatives”, available at www.ISDA.org.

222 Regulation (EU) no. 648/ 2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives central counterparties and trade repositories. The EU is also addressing these issues (and others relating to trading and transparency of OTC derivatives markets) in the proposals to replace the existing MiFID with a new restated Directive (MiFID 2) and a new companion EU Regulation (MiFIR).

223 EMIR was published in the EU Official Journal on 27 July 2012 and came into force on 16 August 2012. The obligations remain subject to requisite secondary (so-called Level 2) legislation being drafted and adopted. On 19 December 2012, the EU Commission adopted the bulk of the Level 2 legislation in the form of three Commission Implementing Regulations

and six Commission Delegated Regulations (the latter being subject to the review of the EU Parliament and the EU Council). Separate sets of Level 2 regulatory technical standards have been adopted or are to be produced by European Securities Market Association (“ESMA”) alone or jointly with other EU regulatory authorities. The status of the implementation of EMIR rules, including technical standards is available at : www.ec.europa.eu and www.esma.org.

224 All counterparties (including non-financial counterparties) and CCPs are required to ensure that the details of all concluded, amended or terminated OTC or exchange traded derivative contracts are reported to a registered or recognised trade repository no later than the working day following the conclusion, amendment or termination of the relevant contract.

225 “Public sectors entities” are exempt under Article 1(4a)(aa) of EMIR. EMIR cross-refers to the definition set out in Article 4(18) of Directive 2006/48/EC. Three cumulative conditions are to be fulfilled : the entity (1) must be a non-commercial undertaking ; (2) must be “owned” by a central government and (3) must have explicit guarantee arrangements provided by a central government. While no further clarification is given by EMIR or any Level II measures, conditions (2) and (3) are clearly problematic as far a French local public entities are concerned since they are not legally owned by the Central government (they are autonomous) and do not benefit from an explicit guarantee of the State (as discussed in this article).

226 EMIR also includes exemptions in addition to non-financial counterparties and trading venues below the specified clearing threshold. For three years after the entry into force of EMIR, the clearing obligation will not apply to OTC derivative contracts that are entered into by pension funds for hedging purposes. Certain intra-group transactions are also exempted from clearing obligations.

227 Article 5(3) of EMIR.

228 Clearing thresholds are set out in one of the Commission Delegated Regulations which was adopted by the EU Commission in December 2012.

be expected that French local public entities will manage to get around the rule²²⁹. However, even if the mandatory clearing obligations can be avoided by French local public entities, other obligations will remain. The information reporting obligation applies regardless of any clearing thresholds or eligibility of the relevant derivatives contract for mandatory clearing. In addition, the existing prohibition on local public entities posting collateral is not consistent with any of EMIR's margining obligations²³⁰.

While the full extent of the repercussions of EMIR on derivatives transactions with local public entities remains to be assessed, EMIR requirements may have to be implemented at great cost for local governments and banks. This is because local public entities will in all likelihood have to establish or change their internal operational systems and processes and/or delegate these tasks to external parties in order to satisfy the new information and bilateral risk mitigation obligations. This could, ironically, lead to an undesirable result. Because transacting OTC derivatives will inevitably become more burdensome as a result of these changes, banks and local entities may be encouraged to embed their hedges in loans to avoid being caught by the provisions of EMIR. For the same reasons that the 1992 Circular – which was limited to OTC products – may have unintentionally fuelled the development of structured products in a funded form, the EMIR may end up having a similar result.

New Approaches to Local Public Financing

Beyond (re)regulation issues, another important insight from the local entities' debt crisis is that it has highlighted the funding challenges of local entities. There is nothing fundamentally wrong with local entities incurring debt if it is to finance viable – preferably long-term – investments²³¹. Historically, French local entities have been able to get financing on rather favorable terms and the financial crisis has had little adverse effect on their access to funding: banks have, overall, continued to view public local entities as relatively low risk counterparties.

However, the financing conditions of local entities are likely to become more challenging in the future. With the demise of Dexia, local entities have lost their most active lender²³² and while new players are slowly emerging, this failure is likely to have some adverse consequences for local public financing for some time²³³. In addition, the assessment of credit risk associated with local public entities tends to be revisited in a

context of greater scrutiny of public debt. In fact, structural elements, such as the increase of public spending, changes in the fiscal framework and cuts in financial transfers (“*dota-tions*”) from the Central Government have recently resulted in rating downgrades of several local entities²³⁴. Finally, the proposal for a new capital requirement directive (known as CRD IV) implementing the new recommendations of the Basel Committee (“Basel III” rules) are likely to result in a change in the capital treatment of local entity financings²³⁵. While the favourable risk capital treatment of local public entities is expected to remain unchanged, the implementation of new liquidity and leverage ratios could make it more expensive for lenders to finance local entities and consequently lead them to reduce their overall exposures to them²³⁶.

In light of the above challenges, local public entities must seek alternatives. A greater use of debt capital markets financing seems appealing. In the context of cheap funding prevailing until recently, debt capital markets were by and large financially unattractive, in particular because significant arrangement and management costs had to be factored into the pricing of the transaction²³⁷. Funding options being now scarce for a number of local governments, capital markets may constitute a real alternative to bank funding. Recent bond issues by medium sized municipalities have demonstrated the willingness of local entities to tap the capital markets and emancipate themselves from their traditional lenders²³⁸. The recourse to debt capital markets is, however, problematic for most French local entities. As a matter of fact, capital markets funding currently represent only 3 % of the total funding of local entities²³⁹. The vast majority of French local entities are too small to be in a position to issue bonds with a size, frequency and rating commensurate with capital markets expectations. Only debt instruments issued by the largest and best rated local entities are likely to attract underwriters and investors²⁴⁰. In order to be able to achieve sufficient critical mass, new initiatives have arisen. A number of local entities have recently grouped together to issue bonds collectively²⁴¹. These transactions represent a welcome effort

.....
nancement Local (SFIL). Held by the French State (40 %), the CDC (20 %) and LBP (5 %), the SFIL will refinance, *via* one of its subsidiaries (*Caisse Française de Financement Local* or CFFL), loans extended jointly by LBP and CDC (through a joint-venture). The SFIL is expected to take over part of the business previously undertaken by Dexia, in particular through Dexia Municipal Agency (in fact, Dexia Municipal Agency was sold to the SFIL and the CFFL is the new name for Dexia MA). It is forecasted that, each year, up to Euro 5 billions be extended to local entities and hospitals through this new structure. See *e.g.* AGEFI, 7 Feb. 2013, “*La nouvelle banque des collectivités veut lever 3 à 5 milliards en 2013*”, available at www.agefi.fr. See also : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 109, p. 92.

234 See *e.g.* : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 87.

235 See *e.g.* : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 62.

236 See : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 84.

237 See : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 88.

238 See *e.g.* : S. Germain, “*Quand les régions empruntent sans les banques*”, 5 April 2012, available at acteurspublics.com.

239 *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 89.

240 See *e.g.* : *Cour des comptes*, “*La gestion de la dette publique locale*”, 2011, p. 89.

241 Five “syndicated” issues have been carried out between 2004 and 2008 by 10 to 14 “*communautés urbaines*” under the aegis of the *Association des communautés urbaines de France* for amounts of 100 to 120 million Euros. See : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 92. See also. : “*44 collectivités locales françaises émettent un emprunt obligataire groupé*”, La

.....
 The gross notional value of the clearing threshold is Euro 1 billion for OTC equity derivatives and OTC credit derivatives and Euro 3 billions for OTC interest rate derivatives, OTC foreign exchange derivatives, OTC commodity derivatives and other derivative contract not already mentioned.

229 It is to be noted, however, that since the definition of hedging in EMIR and under the 2010 Circular are not entirely identical, there is a residual risk that some local public entities be captured by the provision in the future.

230 Under EMIR, any derivative counterparty is required to post both initial margin and variation margin to the clearing member, which in turn will be required to post such initial and variation margins to the CCP.

231 On the rationale behind local entities' indebtedness, see *e.g.* : J.-L. Bœuf, E. Dussoubs, “*Trois propositions pour une meilleure gestion de la dette locale*”, Institut Montaigne, March 2011, p. 1-8.

232 Until 2008, Dexia was the main lender of French local entities, with a share of 42 % of the market. See *e.g.* : *Assemblée nationale*, Public Report no. 4030, p. 92.

233 On 23 Jan. 2013, the French Minister of Economy and Finance, La Banque Postale (LBP), the Dexia group and the Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) entered into an agreement giving birth to the *Société de Fi-*

on the part of local entities to enter the capital markets. However, the lack of joint liability between local entities and the absence of a rating for the bonds issued remain a strong deterrent for a number of investors²⁴². In this context, an ambitious project of providing a financing conduit for local public entities was launched. In April 2010, at the joint initiative of the *Association des maires de France* (French Mayors' Association), the *Association des maires de grandes villes de France* (Large Cities' Association) and the *Association des communautés urbaines de France* (Urban Communities' Association), it was decided to carry out studies into the feasibility of a dedicated entity for the financing of local entities²⁴³. This led to the proposal on 20 September 2011 to create the *Agence française de financement des investissements locaux* ("AFFIL"). This *ad-hoc* public financing vehicle is intended to provide local entities with cheaper resources by funding itself in the capital markets. The objective of the initiative – which is inspired by existing agencies in Northern Europe²⁴⁴ – is to resolve the imbalance of power between banks and public entities by creating a local public financing conduit. The system relies on a mutualisation of the debt since each of the participating local entities would guarantee the debt of the financing vehicle. This is, however, where the difficulty lies. The risk sharing mechanism between local entities is politically and technically extremely complex to devise. In addition, it is not envisaged that the AFFIL would benefit from an explicit guarantee of the French Central Government. Without the benefit of such a guarantee, the AFFIL may not be able to achieve a rating allowing it to raise funds in the markets on preferred conditions²⁴⁵. The French Senate has recently submitted a legislative proposal that paves the way for the creation of the AFFIL – seemingly with no Central Government backing²⁴⁶.

Conclusion

Although there are many interrelated factors that can bring a local government to default, the French crisis has made it clear that, from a regulatory standpoint, protection of local public entities must be enhanced. Behind the financial difficulties of local entities looms the risk of the socialization of

their losses. In the most adverse scenarios, defaults may threaten the existence of services essential to the public in a wide range of areas from education to public transportation. In most cases, financial difficulties have led to austerity measures, which adversely affected real economic local activity. As a result, local public entities should not be subject to unfettered competitive market forces as far as debt management is concerned; they should not be allowed to take on excessive risks and jeopardize the welfare of the local community. In this regard, in this article we have made a number of proposals aimed at establishing a more efficient management of complex financial products, better and more systematic controls, enhanced fiduciary duties for banks, etc. New legislation should also be designed in order to avoid traditional pitfalls. In particular, financial engineering will always be a length ahead of regulation and any reform is likely to fail if it does not bring into its scope the full spectrum of financial products – from loans to derivatives, alongside bonds and combinations thereof. Similarly, rules relating to French local public entities must also be coordinated with wider regulatory initiatives currently under way at international and EU levels (e.g. EMIR and MiFID directives) with respect to financial matters.

However, the real problems go far beyond closing regulatory gaps and dealing with insufficient controls. First, the issue of moral hazard and the Central Government's role will remain pivotal when formulating policy proposals and drafting new legislation. The rules of the games should be clarified in order to wean the system off bail-out presumptions. But these are very complex issues and government-induced systemic risks appear to be inherent to the French decentralized institutional structure. The recent creation of State funded "rescue funds" is an illustration of the ambivalent role of the French Government²⁴⁷. It is not directly standing behind distressed local entities but subsidizes the payment of part of their toxic debt while simultaneously rescuing Dexia, the main provider of structured products to French local public entities²⁴⁸. Second, the financial system in general assumes a minimum level of ethical and civic behaviour over and above the rules themselves. It seems clear that there needs to be a change in the behaviour and attitude of both the banks and local officials if things are to improve significantly in this field.

Overall, the crisis does not appear to be of systemic proportion. It has revealed local disruptions affecting, to varying degree of intensity, a significant number of local entities across France. At the same time, a number of French banks have been exposed to significant losses and Dexia, already seriously affected by the global financial crisis, had to be bailed-out. But there are probably no dramatic upheavals ahead. In fact, from the local entities' standpoint, one may describe the current difficulties as the "growing pains" of decentralization. The decentralization process is only thirty years old and French local public entities are still learning how to use their new prerogatives. Many of them recently discovered that they were ill-equipped to deal with complex financial products, in the same manner as, in the nineties, some discovered that they were wholly incapable of managing debt. As a result of revenue shortfalls for many local govern-

.....
Tribune, 22 Oct. 2012, reporting that, on 19 Oct. 2012, 44 local entities, including 4 *régions*, 9 *départements*, 12 *communautés d'agglomération*, 8 *communautés urbaines*, 10 *communes* and 1 *syndicat mixte* jointly issued 610 million euros.

242 See: "Les collectivités locales réalisent dans la douleur leur emprunt groupé", Agefi, 22 Oct. 2012, available at: www.agefi.fr.

243 Researches were carried out within a new body, the *Association d'études pour l'agence de financement des collectivités locales* ("AEAFCL").

244 In particular the Danish *KommuneKredit*, the Swedish *Kommuninvest* and, but to a lesser extent, the Finnish Municipal Finance. See: *Conséquence de la création d'une agence de financement des collectivités territoriales, Rapport au Parlement*, Feb. 2012, p. 24, available at www.grandes-villes.org.

245 For an in-depth analysis of the issues to be resolved in order for such an entity to be viable, see: *Conséquence de la création d'une agence de financement des collectivités territoriales, Rapport au Parlement*, p. 1-40.

246 The proposal has been made by way of senatorial amendment to the Bill on Separation and Regulation of Banking Activities ("Projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires", available at: www.legifrance.fr). See "Amendement no. 264 au Projet de loi séparation et régulation des activités bancaires", available at: www.senat.fr. See also: "L'Agence de financement des collectivités territoriales est enfin sur les rails", 20 March 2013, available at www.latribune.fr; "L'Agence de financement des collectivités: mission possible?", Dossier Finance, La Gazette des Communes, 22 March 2013, available at: www.lagazettedescommunes.com.

.....
247 See above: "Turning to the Government for Help".

248 The EU Commission has recently approved a €5,5 billion plan for the recapitalisation of Dexia by the French and Belgium governments (€2.6 billion for France). See e.g.: "Bruxelles valide le plan de sauvetage de Dexia", LaTribune, 28 Dec. 2012, available at www.latribune.fr.

ments, a limited re-centralization process has recently been initiated in France with a view to rationalizing the management of local public entities and allowing cost savings²⁴⁹. This has resulted in a limitation of local public entities' own fiscal resources. This loss of financial autonomy has raised questions about the nature of the roles and prerogatives of local public entities, in particular with respect to debt management. Today, beyond the problem of structured loans, the necessary reform of local public debt finance cannot be contemplated other than as part of a broader analysis of the basic fiscal architecture that serves as a foundation for good local government and, more generally, the fundamental goals of the French decentralization policy. ■

.....
249 See : *Loi "de réforme des collectivités territoriales"*, no. 2010-1563, 16, Dec. 2010, available at www.legifrance.gouv.fr.

Défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40

Panorama 2012

Frédéric Grillier
Hubert Segain¹

Avocats associés
Herbert Smith Freehills Paris LLP

La transposition de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 (« **Directive OPA** »)² a permis d'améliorer sensiblement le déroulement des offres publiques d'acquisition et le bon fonctionnement des marchés, sans pour autant bouleverser le cadre juridique des États membres. De réels progrès sont ainsi à souligner notamment dans les domaines de la transparence et de la sécurité juridique lors de la conduite des offres publiques, de même qu'en matière de protection des intérêts des actionnaires minoritaires³.

La directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 (« **Directive Transparence** »)⁴, qui a été transposée en parallèle, fixe quant à elle, des exigences applicables aux sociétés cotées en matière d'information périodique et continue.

Dès lors, depuis la transposition de ces directives en droit français, les obligations de transparence des sociétés cotées françaises se sont considérablement renforcées et tout particulièrement en matière de défenses anti-OPA (I.). Nous disposons désormais de suffisamment de recul pour procéder à une analyse rétrospective des mesures de défense privilégiées par les sociétés du CAC 40. Les tendances ainsi observées évolueront dans les années à venir au gré des réformes françaises, des chantiers de révision des directives et sous l'influence grandissante des acteurs que constituent les *proxy advisors* (II.).

I. Les obligations de transparence des sociétés cotées françaises

L'analyse de l'information publique (et en particulier des rapports annuels (1.), statuts (2.), procès-verbaux (3.) et informations diffusées par l'Autorité des marchés financiers (4.)), permet aujourd'hui de dresser un panorama détaillé des principales mesures anti-OPA mises en place par les sociétés du CAC 40 (Annexe 2)⁵ à ce jour⁶ et d'en tirer quelques données statistiques (Annexe 1) :

1 Les auteurs remercient Stevven Devaux et Rémi Lorrain pour leur contribution à la présente étude.

2 Transposée en France par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.

3 Rapport du 28 juin 2012 de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions sur l'application de la Directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisitions.

4 À noter que ces exigences devraient être modifiées à la suite des propositions de révision formulées par la Commission européenne le 11 octobre 2011.

5 Les annexes 1 et 2 sont disponibles au format Pdf à l'adresse suivante : http://document.transactive.fr/rtdf/RTDF_2_2013_DSGA.pdf

1. Information incluse dans les rapports annuels

L'article L. 225-100-3 du Code du commerce dispose que le rapport annuel d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé doit faire mention chaque année des éléments suivants lorsqu'ils sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique :

- la structure du capital de la société ;
- les restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des pactes d'actionnaires portées à sa connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote ;
- les participations directes ou indirectes dans le capital de la société dont elle a connaissance en vertu des dispositifs de franchissements de seuils ;
- la liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci ;
- les mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier ;
- les accords entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote ;
- les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ou du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la société ;
- les pouvoirs du conseil d'administration ou du directoire, en particulier l'émission ou le rachat d'actions ;
- les accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts ; et
- les accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou du directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

À noter toutefois que cet inventaire n'est pas exhaustif et que, par exemple, cet article ne fait pas obligation de faire mention des autorisations réglementaires susceptibles d'être requises

6 Cette étude est basée sur une analyse de l'information publiée par les sociétés du CAC 40 au 31 décembre 2012, mais ne comporte pas d'analyse juridique sur la validité des mesures de défense anti-OPA ainsi publiées, ni sur l'exhaustivité de l'information publiée par ces sociétés.

en cas de prise de participation ou de changement de contrôle (notamment au titre de la réglementation sur les secteurs protégés)⁷.

2. Information mentionnée dans les statuts

Les statuts des sociétés commerciales déposés au greffe du tribunal de commerce et accessibles publiquement permettent d'obtenir des informations sur certains mécanismes susceptibles d'empêcher (ou de rendre plus difficile) la réussite d'une offre publique et notamment :

- la structure de l'émetteur (notamment lorsqu'il a la forme d'une société en commandite par actions) ;
- les aménagements à l'exercice des droits de vote (*i.e.* droits de vote double, actions de préférence, plafonnement statutaire) ; et
- les mécanismes d'identification de l'actionnariat (*i.e.* titres au porteur identifiables, actions nominatives ou obligations de déclaration de franchissement de seuils statutaires).

3. Information contenue dans les procès-verbaux d'assemblée générale

Compte tenu des principes de répartition des pouvoirs entre l'assemblée générale des actionnaires et les organes de gestion d'une société visée par une offre publique⁸, l'étude des procès-verbaux des assemblées tenues au cours des dix-huit derniers mois permet d'appréhender les défenses susceptibles d'être mises en œuvre par le *management* (face à un initiateur non vertueux et sans avoir à solliciter une nouvelle autorisation de l'assemblée générale⁹) telles que l'émission de bons

dilutifs (dits « bons Breton ») ou la faculté de procéder à une augmentation de capital.

4. Informations diffusées par l'Autorité des marchés financiers

L'Autorité des marchés financiers diffuse également des informations relatives :

- à l'actionnariat des sociétés cotées (*i.e.* publication des déclarations de franchissement de seuils légaux qui lui sont communiquées) ;
- aux pactes d'actionnaires (*i.e.* accords entre actionnaires comportant des conditions préférentielles de cession d'actions) ; et
- aux places de cotation et au lieu du siège social.

II. Tendances du recours des sociétés du CAC 40 aux défenses anti-OPA

Malgré le faible nombre d'offres publiques hostiles observées en France au cours des dernières années, les sociétés du CAC 40 demeurent vulnérables aux prises de contrôle rampantes. À ce titre, elles peuvent souhaiter élaborer des stratégies de défense fondées notamment sur l'adoption de mesures anti-OPA préventives.

Afin de lutter contre les prises de contrôle rampantes, ces sociétés se concentrent sur la fidélisation de leur actionnariat, par le recours notamment aux droits de vote double et dividendes majorés, et sur l'obtention d'une meilleure visibilité quant à l'évolution de leur actionnariat.

Dans ce contexte, les mesures les plus plébiscitées par les sociétés du CAC 40 demeurent, depuis 2007, le recours aux déclarations de franchissements de seuils statutaires et la mise en place de la procédure dite de « titres aux porteurs identifiables ». Ces mesures ont en effet été adoptées par la quasi-totalité des sociétés concernées, tant en 2007 qu'en 2012.

Les « bons Breton » ou bons d'offres, autre mesure phare de la Directive OPA, constituent une arme de dissuasion destinée à atténuer le caractère hostile de l'offre par la négociation sur les prix. Les sociétés du CAC 40 ne manifestent toutefois qu'un intérêt limité pour ce dispositif dans la mesure où seules 10 % d'entre elles ont choisi de les adopter en 2012, contre 17,5% en 2007. Depuis leur création en 2006, seule la société Foncière Paris France a tenté de mettre en œuvre ces bons une fois confrontée à l'offre non sollicitée initiée par PHRV en 2011.

Plusieurs facteurs influent sur l'adoption par une société de mesures de défenses anti-OPA. Les politiques de vote à destination des actionnaires de sociétés cotées élaborées par les *proxy advisors* ont à ce titre une influence grandissante en France.

passivité, il est qualifié de « non vertueux ». Dans cette hypothèse, les dirigeants de la société visée peuvent adopter des mesures tendant à faire échouer l'offre publique mais à condition, et la nuance est importante, d'avoir été expressément autorisés par l'assemblée à prendre la mesure en cause dans un délai de 18 mois précédant l'offre. Ce dispositif implique notamment que l'assemblée doit avoir spécifiquement autorisé (et de manière précise pour que l'on puisse considérer que l'autorisation est « expresse ») les mesures à mettre en œuvre.

7 La prise de contrôle d'une société exerçant une activité réglementée peut être soumise à une déclaration ou à une autorisation préalable d'une autorité de régulation :

- secteurs réglementés *ratione materiae* : l'investissement dans certains secteurs (*e.g.* presse, assurance, banque...) est soumis à un régime d'autorisation préalable ;

- secteurs protégés *ratione materiae et personae* : les investissements étrangers dans une société française qui, même à titre occasionnel, participe à l'exercice de l'autorité publique ou relève de certains domaines (notamment les activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale ; les activités de recherche, de production ou de commercialisation d'armes, de munitions, de poudres et substances explosives) sont soumis à l'autorisation préalable du ministre de l'Économie et des Finances. Ce régime d'autorisation préalable est apprécié de manière moins stricte (seuil de notification plus élevé et activités visées moins nombreuses) pour les investisseurs étrangers membres de l'Union européenne.

8 Aux termes de l'article 9 de la Directive OPA (repris à l'article L. 233-32 du Code de commerce), il appartient aux actionnaires de statuer sur le mérite d'une offre et les dirigeants de la cible ne sauraient par leurs propres décisions, les priver du bénéfice de ladite offre. Aussi, en période d'offre publique, le conseil d'administration ou le directoire doit obtenir :

- l'autorisation préalable de l'assemblée pour prendre toute mesure de nature à faire échouer l'offre et toute délégation (*i.e.* augmentation de capital, programme de rachat d'actions, attribution d'actions gratuites aux salariés, octroi de *stock-options* ou attribution de bons Breton) accordée avant la période d'offre et susceptible de faire échouer l'offre est suspendue en période d'offre publique, et

- la confirmation par l'assemblée générale des mesures prises avant le dépôt de l'offre qui n'ont pas été totalement ou partiellement mises en œuvre et qui ne s'inscrivent pas dans le cours normal des activités et demeurent susceptibles de faire échouer l'offre.

9 Lorsqu'un initiateur n'est pas soumis à des « mesures équivalentes » à celles auxquelles est soumise la cible française, au regard de la règle de

Ces agences de conseil en vote se prononcent notamment sur l'adoption de mesures de défenses anti-OPA et sur leur opportunité. Il ressort de l'analyse des politiques de vote 2012 formulées par les principales agences de conseil en vote¹⁰ une relative opposition à l'adoption de ces mesures par les actionnaires d'une société cotée. Proxinvest ne s'inscrit toutefois pas dans cette tendance et accueille favorablement l'adoption de dividendes majorés, les seuils statutaires ou encore le recours à l'actionnariat salarié.

L'appréhension par les sociétés du CAC 40 des défenses anti-OPA devrait encore évoluer dans les années à venir. En effet, au-delà de l'influence croissante des *proxy advisors* sur les actionnaires des sociétés cotées françaises, l'AMF mène actuellement des discussions sur les problématiques liées aux prises de contrôle inamicales. Elle s'est ainsi prononcée, à travers des propositions formulées au Gouvernement en début d'année 2013, en faveur d'un *statu quo* des bons Breton. Elle envisage par ailleurs de modifier le dispositif des droits de vote double, utilisé par plus de 50 % des sociétés du CAC 40 depuis plusieurs années. Enfin, l'AMF pourrait souhaiter voir augmenter l'assiette du dividende majoré. ■

10 Sur la base des politiques de vote 2012 pour la France émises par Proxinvest, Glass Lewis & Co, ISS et les recommandations 2012 de l'AFG sur le gouvernement d'entreprise.

Calcul des franchissements de seuils : comment l'assimilation des participations indirectes peut augmenter l'addition

Nicolas Cuntz

Avocat à la Cour¹
Cabinet Brandford Griffith

RÉSUMÉ : La décision du 28 janvier 2013² de la Commission des sanctions de l'AMF apporte de nouveaux éclaircissements sur le régime des déclarations des franchissements de seuils, principalement fixé aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce et complété par les articles 223-11 et suivants du Règlement général de l'AMF (« RGAMF »). Dans cette décision, l'AMF a prononcé des condamnations pécuniaires remarquablement élevées à l'encontre d'une société de droit luxembourgeois et de son « unique bénéficiaire économique », pour les mêmes omissions et retards de déclarations, par le simple jeu de l'assimilation. Elles illustrent ainsi la volonté de l'AMF de réprimer plus durement les manquements mêmes formels à son règlement.

Au cas d'espèce, il était reproché à deux sociétés de droit luxembourgeois (Continental Euro³ et Gilaspi) et à leur principal actionnaire, M. Marc Eisenberg, la violation de leurs obligations en matière de déclarations des franchissements de seuils à l'occasion de plusieurs « allers-retours » sur les titres de la société Altran en 2008 et 2010. Précisément, l'AMF faisait grief à ces trois personnes d'avoir :

- tardé à informer l'AMF du franchissement à la hausse du seuil de 5 % du capital d'Altran intervenu le 11 janvier 2008, en ne procédant à la déclaration que le 26 juin 2008, soit bien au-delà du délai de cinq jours de négociation alors en vigueur⁴ ;
- omis, à trois reprises, d'informer l'AMF des franchissements à la baisse ou à la hausse du seuil de 5 % du capital de la société Altran, intervenus les 21 septembre et 28 octobre 2009 ainsi que le 20 janvier 2010.

La décision de l'AMF est intéressante en ce qu'elle éclaire les conditions d'application du régime d'assimilation prévu à l'article L. 233-9 I, 2° du Code de commerce (L). Ces précisions sont d'autant plus bienvenues que l'assimilation de l'article L. 233-9 I, 2° sert aussi, depuis la réforme intervenue en janvier 2011⁵, pour l'appréciation des seuils d'offre publique obligatoire (c'est-à-dire du seuil de 30 %⁶, de celui du tiers pour les sociétés bénéficiant de la clause de grand-père⁷

et du seuil « glissant » de 2 %⁸)⁹. Elles appellent une plus grande vigilance des investisseurs au regard de la sévérité de la sanction prononcée par l'AMF pour la violation de cette règle d'assimilation (II).

I. Éclairage sur l'assimilation légale des participations indirectes

1. Le dispositif initialement prévu par la loi

Le dispositif des déclarations des franchissements de seuils impose de prendre en compte, pour le calcul de la fraction de capital ou de droits de vote détenue par un déclarant, certaines actions dont ce dernier n'est pas le propriétaire. Plusieurs cas d'assimilation (neuf précisément) sont ainsi prévus à l'article L. 233-9 I du Code de commerce pour la détermination d'une participation en capital et en droits de vote. Dans sa décision du 28 janvier 2013, l'AMF a fait application du 2° de l'article L. 233-9 imposant d'agréger les actions ou les droits de vote possédés indirectement par l'intermédiaire des sociétés que cette personne contrôle. En outre, le déclarant doit indiquer dans sa déclaration « l'ensemble des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par l'intermédiaire desquelles les actions et les droits de vote sont détenus »¹⁰.

On rappellera que ce cas d'assimilation prévu à l'article L. 233-9 I, 2° du Code de commerce doit assurer la transparence sur l'exposition économique et le poids politique « consolidés » d'un actionnaire. Ce cas d'assimilation, introduit par la loi du 12 juillet 1985¹¹, reprenait en réalité les règles fixées par la décision générale de la Commission des opérations de bourse (« COB ») du 17 mars 1981¹². Il a été érigé, avec l'action de concert, comme un rempart contre la pratique du *parking*¹³. À défaut, le recours à des sociétés de *parking* aurait permis à tout assaillant d'évoluer librement sous le seuil de détection de 5 % en divisant ses acquisitions entre plusieurs structures.

8 Art. 234-5 du RGAMF.

9 Cette réforme a corrélativement introduit un nouveau cas de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique lorsque les titres de la société cotée ne constituent pas l'essentiel des actifs de la société intercalée (art. 234-9, 8° du RGAMF).

10 Art. 223-14 II 7° du RGAMF.

11 Loi n° 85-705 du 12 juillet 1985 relative aux participations détenues dans les sociétés par actions.

12 « Pour apprécier si un acquéreur est tenu de faire [sa] déclaration [...], il convient de prendre en compte tous les titres possédés, directement ou indirectement, par lui-même et par toutes les sociétés qu'il contrôle » Bull. mens. COB, avr. 1981, n° 136.

13 Pour un exemple, voir le *raid* de la SGIP sur la Société Générale en 1988 (Michel Fleuriet, in Les O.P.A en France, Paris, Dalloz gestion pratique, 1991, p. 28).

1 L'auteur tient à remercier Charlotte Miquel pour son aide précieuse.
2 Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Gilaspi et de M. Marc Eisenberg du 28 janvier 2013.
3 La société Continental Euro a été dissoute le 10 octobre 2008 et n'a donc fait l'objet d'aucune sanction.
4 Réduit ensuite à quatre jours de négociation (arrêté du 27 juil. 2009).
5 Arrêté du 31 janv. 2011 ayant modifié l'article 234-1 du RGAMF.
6 Art. 234-2 du RGAMF.
7 Art. 234-11 du RGAMF.

Contrairement à ce qui prévaut en matière d'action de concert¹⁴, l'obligation d'assimilation prévue à l'article L. 233-9 I, 2° n'est pas solidaire¹⁵, mais individuelle¹⁶, ce qui emporte certaines conséquences sur la responsabilité des personnes soumises à cette obligation. Premièrement, l'obligation de notification pèse sur chacune des personnes qui, au sein d'une chaîne de contrôle, vient à franchir un des seuils prévus à l'article L. 233-7 du Code de commerce. Deuxièmement, la déclaration effectuée par une personne n'exonère pas les autres de leurs propres obligations si ces dernières ont également franchi un seuil¹⁷. Si pour éviter un cumul inutile de déclarations¹⁸, la loi Breton du 25 juillet 2005 a introduit un cas de dérogation¹⁹ désormais codifié à l'article L. 233-7 V, 2° du Code de commerce²⁰, la société contrôlée reste toutefois responsable des éventuelles omissions ou erreurs contenues dans la déclaration effectuée pour son compte par la personne qui la contrôle²¹. Troisièmement, l'assimilation crée une responsabilité autonome qui ne dérive pas de l'exercice de fonctions de direction au sein de la société à l'origine du franchissement de seuil²², contrairement à ce qui peut être le cas, par exemple, en matière de manquements à la bonne information du marché, dont un émetteur comme ses dirigeants peuvent être tenus simultanément pour responsables²³.

Dans la plupart des cas, l'agrégation des participations indirectes et le cumul de déclarations qu'elle induit ne posent pas réellement de difficultés puisque le formulaire de déclaration de l'AMF auquel se réfère l'instruction n° 2008-02²⁴, a été adapté pour permettre une notification pour le compte de tous les déclarants, du simple fait de l'indication du nom de la

personne « contrôlant au plus haut niveau la personne ou les personnes ayant franchi les seuils légaux » ainsi que l'identité des sociétés contrôlées.

2. Les précisions apportées par la décision de l'AMF sur la notion de possession indirecte

2.1. L'appréciation du contrôle des sociétés intercalées

La déclaration des participations indirectes suppose la preuve d'un contrôle de la société intercalée par le chef de file. À cette fin, la loi se réfère à la notion de contrôle telle que définie à l'article L. 233-3 du Code de commerce, qui couvre plusieurs situations :

- le contrôle majoritaire ou dit « de droit » ;
- le contrôle présumé qui vise le cas d'une personne disposant d'une fraction des droits de vote de plus de 40 % dès lors qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient une fraction supérieure à la sienne ;
- le contrôle de fait qui s'applique lorsqu'une personne détermine « en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales »²⁵. Ce contrôle est difficile à démontrer puisqu'il repose essentiellement sur la méthode du faisceau d'indices²⁶ ;
- le contrôle de concert et le contrôle conjoint, visant les cas où deux ou plusieurs personnes, conjointement, déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale. Dans ces deux cas, il n'est pas toujours facile de déterminer sur qui pèsera finalement l'obligation déclarative²⁷ et si cette obligation devient solidaire par le jeu de l'article L. 233-10 III du Code de commerce.

À cet égard, il est intéressant de constater que la Commission des sanctions ne qualifie pas, dans sa décision, la nature du contrôle exercé sur les sociétés Gilaspi et Continental Euro. L'AMF relève que le mis en cause a reconnu « détenir la quasi-totalité du capital des sociétés Continental Euro et Gilaspi, dans lesquelles il avait placé des disponibilités personnelles ». Mais étrangement, l'AMF a accompagné sa démonstration d'autres éléments de fait, comme, entre autres, celui tenant à ce que M. Marc Eisenberg avait « revendiqué l'ensemble des décisions d'achat ou de vente des actions Altran avec ses propres disponibilités, comme s'il s'agissait de ses propres décisions ». On ne peut donc affirmer clairement si l'AMF a retenu en l'espèce un contrôle de droit ou de fait. Derrière cette motivation, il semble que l'AMF ait cherché à s'assurer que, même sous l'emprise d'un droit étranger, elle avait à faire au véritable commanditaire et bénéficiaire des opérations en cause.

Il était aussi permis de s'interroger sur l'application de ces dispositions au cas où, comme en l'espèce, la personne

14 L'article L. 233-10 III du Code de commerce prévoit que « les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements ».

15 Conformément à l'article 1202 du Code civil, la solidarité ne se présume pas.

16 Article 8.1 de la directive 2007/14/CE portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

17 Ainsi, lorsqu'un seuil est franchi par la filiale, elle est l'unique débitrice de l'obligation de déclaration dès lors que la modification de sa participation n'a pas eu pour effet de faire franchir, du fait de l'assimilation, un seuil à sa société mère. Néanmoins, la filiale, si elle effectue elle-même la déclaration, a l'obligation de mentionner les noms des sociétés se situant au-dessus d'elle dans la chaîne de contrôle.

18 Elle réduit aussi le coût des déclarations qui donnent lieu au paiement d'une contribution à l'AMF, fixée actuellement à 750 euros.

19 T. Bonneau, Bull. Joly. Bourse, nov. 2005, n° 6, p. 694 ; F. Bucher, Bull. Joly. Soc., déc. 2005, n° 12, p. 1307.

20 Aux termes de cet article, « lorsque la personne mentionnée au I est contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, par une entité soumise à l'obligation prévue aux I à III pour les actions détenues par cette personne ou que cette entité est elle-même contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, par une entité soumise à l'obligation prévue aux I à III pour ces mêmes actions ».

21 Article 8-3, al. 2, de la directive d'exécution du 8 mars 2007. Cf. également F. Grillier et H. Segain, RTDF n° 4, 2007, p. 29.

22 L'AMF l'a clairement confirmé dans la décision du 28 janvier 2013 lorsqu'elle indique que la responsabilité des irrégularités commises dans les déclarations étaient personnellement imputables à M. Marc Eisenberg, « peu important au regard des textes susvisés qu'il ait alors exercé ou non des fonctions de direction ou un mandat social au sein de ces sociétés ».

23 Sanct. AMF, 5 juil. 2007 *Marionnaud*. Remarquons à cet égard que la question d'une éventuelle sanction par l'AMF des dirigeants d'une société actionnaire pour les manquements de cette dernière à ses propres obligations en matière de déclaration des franchissements de seuils, reste posée.

24 Modifiée le 7 février 2013.

25 Art. L. 233-3 C. com.

26 L'article 1353 du Code civil dispose que les présomptions qui ne sont point établies par la loi, sont abandonnées aux lumières et à la prudence du magistrat, qui ne doit admettre que des présomptions graves, précises et concordantes, et dans les cas seulement où la loi admet les preuves testimoniales, à moins que l'acte ne soit attaqué pour cause de fraude ou de dol.

27 M. Dubertret, in RTDF n° 1/2-2009.

contrôlant au plus haut niveau est une personne physique. En effet, selon une interprétation littérale et par trop restrictive²⁸, l'article L. 233-3 ne viserait que les rapports entre sociétés commerciales²⁹, ce qui ferait échapper à l'obligation d'agrégation tous les autres groupements ainsi que les personnes physiques. Dans sa décision *Gilaspi*, l'AMF retient une lecture large de ce texte puisqu'elle considère que l'article L. 233-9 I, 2° peut aussi s'appliquer à une personne physique.

Par ailleurs, compte tenu du renvoi à l'article L. 233-3, l'assimilation à des véhicules d'acquisition relevant d'un droit étranger n'allait pas de soi. En effet, le champ d'application territorial de l'article L. 233-3 du Code de commerce est limité aux sociétés françaises conformément aux prescriptions de l'article L. 210-3 du Code de commerce³⁰. Dès lors, l'AMF pouvait-elle appliquer cette disposition à deux sociétés de droit luxembourgeois, comme c'était le cas en l'espèce des sociétés *Gilaspi* et *Continental Euro* ? Pour la Commission des sanctions, il semble que oui³¹. Il est vrai que la règle d'assimilation renvoyant spécifiquement à l'article L. 233-3, la maxime *lex specialis derogat legi generali* impliquait dès lors d'écarter celles plus générales de l'article L. 210-3 qui limitent les dispositions du titre II du Code de commerce aux seules sociétés françaises.

2.2. L'application du dispositif aux franchissements de seuils purement indirects

Dans sa décision *Gilaspi*, la Commission des sanctions a rappelé que l'obligation déclarative s'appliquait à une personne ne détenant directement aucune action. Cette solution ne devrait pas bouleverser fondamentalement les habitudes des déclarants. Par le passé, la COB s'était déjà prononcée en ce sens³² comme l'Association Nationale des Sociétés par Actions (« ANSA ») pour laquelle l'esprit de la loi était de révéler « les participations dans le sens le plus large avec leurs ramifications éventuelles »³³. Pour l'ANSA, une société n'ayant pas de participation directe ne peut dissimuler sa détention globale derrière l'écran de ses filiales. Mais, l'ANSA, comme certains auteurs³⁴, soulignait aussi que ce dispositif pouvait difficilement faire l'objet d'une sanction si seul le chef de file avait franchi un seuil sans détenir en direct aucune action : la sanction automatique de privation des droits de vote ne pouvait s'appliquer au chef de file, faute de détention directe dans la société cotée. Pour certains auteurs,

la logique voudrait aussi que l'on frappe d'interdiction la société directement à l'origine du franchissement³⁵. L'AMF considère au contraire, dans sa décision, qu'elle peut sanctionner, même sévèrement, une personne ne détenant directement aucun titre de la société cotée.

II. Le durcissement des sanctions applicables

1. Le renforcement du contrôle *a posteriori* de l'AMF en matière de déclarations des franchissements de seuils

Conformément à l'article L. 233-14 du Code de commerce, la violation de l'obligation d'agrégation peut entraîner une privation automatique des droits de vote pour les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, et ce, pendant un délai de deux ans³⁶ à partir de la régularisation de la notification. Cette sanction a été introduite en 1987, l'affaire *Bouygues/Spie Batignoies* ayant montré les limites d'une réglementation alors peu dissuasive³⁷. Cette sanction automatique doit être prononcée par la société dans laquelle les seuils sont franchis, c'est-à-dire par ses représentants légaux ou plus vraisemblablement par le bureau de l'assemblée générale. Or, à la lumière de l'affaire *Sacyr/Eiffage*, le bureau peut hésiter³⁸ à prononcer une telle sanction si l'assimilation n'est pas évidente³⁹. Certes, depuis la loi du 2 août 1989, le tribunal de commerce peut aussi décider la suspension de tout ou partie des droits de vote de la personne défaillante pour une durée n'excédant pas cinq années⁴⁰, mais sous réserve de pouvoir démontrer une fraude. De même, si les mandataires sociaux des sociétés tenues à déclaration encourent la peine d'amende de 18 000 euros prévue à l'article L. 247-2 I du Code de commerce, cette sanction est rarement appliquée⁴¹. D'ailleurs, selon l'ANSA, cette sanction pénale ne pourrait viser que l'actionnaire détenant des titres en direct, au nom du principe de l'application stricte des sanctions pénales⁴². Comme on le voit, l'arsenal des sanctions prévues par la loi s'avère peu efficace.

Consciente de cette situation, l'AMF n'a pas hésité à sanctionner, à plusieurs reprises, divers manquements aux règles en matière de déclaration des franchissements de seuils⁴³, comme elle l'a aussi décidé pour d'autres obligations déclaratives (déclarations des opérations réalisées par les dirigeants

28 P.-H. Conac, *in* Franchissement de seuil, Rép. Sociétés Dalloz, mars 2011, n° 87.

29 Cet article débute en effet de la manière suivante : « une société est considérée [...] comme en contrôlant une autre », ce qui semblerait restreindre les définitions qui suivent aux seules sociétés commerciales.

30 Selon ces dispositions « les sociétés dont le siège social est situé en territoire français sont soumises à la loi française ». La jurisprudence a « bilatéralisé » cette disposition et considère qu'une société qui n'a pas son siège social en France ne relève pas de la législation française (T. com. Paris, 19 oct. 1982), sauf texte spécial comme au cas d'espèce.

31 La doctrine (P.-H. Conac, précité, n° 85) admettait déjà que le dispositif en matière de déclaration des franchissements de seuils, comme la règle d'assimilation prévue à l'article L. 233-9, s'applique à tout actionnaire quelle que soit sa nationalité.

32 « Une société mère est tenue de faire une déclaration si des acquisitions de titres par sa filiale viennent à lui faire franchir indirectement un seuil, quand bien même elle ne serait détentrice d'aucun titre » *in* Bull. COB, sept. 1985, p. 7.

33 ANSA, juin-août 1990, n° 2509.

34 P.-H. Conac, précité, n° 150.

35 A. Couret, D. Martin et L. Faugérolas, Bull. Joly 1989, n° 11 bis, n° 211, p. 70.

36 Initialement de trois mois et porté à deux ans par la loi du 2 août 1989.

37 Les impétrants encourraient une amende fixée au plus à 120 000 francs.

38 En raison notamment du risque pénal (le fait d'empêcher un actionnaire de participer à une assemblée d'actionnaires est constitutif d'un délit sanctionné par l'article L. 242-9 C. com.) et du risque de nullité de l'assemblée générale (art. L. 235-1 C. com.).

39 Sur les pouvoirs limités du bureau, cf. notamment Cass. com., 15 mai 2012, n° 11-11.633 dans l'affaire *Sacyr/Eiffage*.

40 Art. L. 233-14 C. com.

41 Dans l'affaire *Fonderies Franco-Belges* (1993), la cour d'appel de Douai avait prononcé des amendes de 10 000 francs à l'encontre des prévenus, sauf pour l'instigateur de la dissimulation condamné plus sévèrement.

42 Bull. ANSA n° 08-038, C. J. 3 sept. 2008.

43 Sanct. AMF, 26 mai 2011, 25 fév. 2010, 1^{er} mars 2007 et 9 nov. 2006.

et les personnes liées⁴⁴, informations sur les opérations réalisées par les émetteurs sur leurs propres titres⁴⁵...). La Commission des sanctions peut en effet s'appuyer sur les dispositions de l'article L. 621-15 II c) du Code monétaire et financier pour punir, par renvoi à l'article L. 621-14 du même code, tout manquement aux lois et règlements « *de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* », même s'il ne constitue pas strictement des abus de marché. D'autres obligations spéciales d'information ont ainsi donné lieu à des sanctions exemplaires de l'AMF⁴⁶, dont le caractère pédagogique ne faisait pas de doute⁴⁷. Dans la plupart des cas, faute de volonté de dissimulation, d'effet sur le cours et de gravité des faits reprochés, la sanction était demeurée relativement limitée. Par comparaison, la décision du 28 janvier 2013 est singulière par le *quantum* des sanctions prononcées comme par leur imputation.

2. La sévérité de la sanction infligée par l'AMF à l'encontre du bénéficiaire ultime

D'emblée, on peut être frappé par la rigueur de la décision de la Commission des sanctions. Le montant total des condamnations, de 90 000 euros, étonne par rapport à la pratique de la Commission (30 000 euros et 15 000 euros respectivement dans les affaires *Jousse Morillon* et *Belvédère*)⁴⁸. Surtout, cette sanction pécuniaire paraît finalement peser sur une seule personne, c'est-à-dire M. Marc Eisenberg, car celui-ci, était selon l'AMF, le bénéficiaire exclusif des opérations et quasiment l'unique actionnaire de la société condamnée. Sur ce point, la décision de l'AMF appelle d'ailleurs d'autres commentaires.

Tout d'abord, une interprétation littérale des dispositions de l'article L. 233-7 V, 2° du Code de commerce aurait permis de mettre hors de cause la société *Gilaspi* et donc d'atténuer la sanction qui pèse sur son principal actionnaire. En effet, la dérogation prévue par cet article exonère de déclaration les personnes contrôlées, au sens de l'article L. 233-3, par une entité elle-même soumise à une telle obligation. Certes, par cette disposition issue de la directive dite « *Transparence* » du 15 décembre 2004⁴⁹, le législateur n'a pas souhaité exonérer automatiquement de toute obligation déclarative les sociétés contrôlées : il ressort clairement des travaux préparatoires de la loi du 26 juillet 2005 que cette dispense s'applique uniquement si la personne contrôlant au plus haut niveau a effectivement déclaré le franchissement des seuils pour l'ensemble du groupe, ce qui n'était pas le cas en l'espèce. Mais, un cumul de sanctions n'en demeure pas moins contraire à l'esprit de la directive comme de la loi, qui visait précisément à alléger le fardeau des responsabilités en matière de déclaration des

franchissements de seuils. Certes, l'article 8.3 de la directive d'application du 8 mars 2007 prévoyait clairement que les personnes incluses dans une chaîne de contrôle ne peuvent être réputées exonérées de leurs responsabilités par la simple faculté qui leur est offerte d'effectuer une notification unique. Mais ces dispositions n'ont pas été formellement transposées en droit français.

Ce cumul de sanctions pour des griefs identiques fait ainsi ressortir le caractère peu clément de la sanction infligée par l'AMF, et ce, d'autant plus que la décision ne fait état ni d'un quelconque profit que les mis en cause auraient tiré des faits reprochés, ni d'un impact sur le cours du titre. Cette décision, très rigoureuse, devrait donc conduire les investisseurs à une plus grande vigilance dans le suivi de leurs participations⁵⁰.

Sanct. AMF, 28 janvier 2013, Gilaspi et M. Marc Eisenberg

Extraits

« Motifs

[...]

A/ Sur les griefs tirés du non-respect de l'obligation de déclaration des franchissements de seuil

[...]

1/ Sur le franchissement de seuil intervenu le 11 janvier 2008 et déclaré le 26 juin 2008

Considérant qu'il n'est pas contesté que la société Continental Euro a franchi le seuil de 5 % du capital d'Altran à la hausse, le 11 janvier 2008 ; qu'elle a ensuite accru sa participation jusqu'à détenir 8,09% du capital le 19 juin suivant ;

Considérant que la déclaration de franchissement, à la hausse, du seuil de 5 % du capital d'Altran par la société Continental Euro n'a pas été effectuée dans le délai de cinq jours prévu à l'article 223-14 du règlement général cité plus haut mais le 26 juin 2008 ; [...] qu'il en résulte que le manquement tenant au non-respect de l'obligation de déclaration du franchissement de seuil intervenu le 11 janvier 2008 est objectivement caractérisé ;

2/ Sur les franchissements de seuil intervenus les 21 septembre 2009, 28 octobre 2009 et 20 janvier 2010

Considérant qu'il n'est pas davantage contesté que la société Gilaspi a franchi le seuil de 5 % du capital d'Altran à trois reprises : à la baisse, le 21 septembre 2009, à la hausse, le 28 octobre 2009 et de nouveau à la baisse, le 20 janvier 2010, sans qu'il soit procédé à aucune déclaration de franchissement de seuil ; Considérant qu'il en résulte que les manquements tenant au non-respect de l'obligation de déclaration des franchissements de seuil intervenus les 21 septembre 2009, 28 octobre 2009 et 20 janvier 2010 sont également caractérisés ;

B/ Sur l'imputabilité des manquements à la société Gilaspi et à M. Marc Eisenberg

50 Notamment, la décision *Gilaspi* semble imposer une déclaration même en cas de reclassement intragroupe, lorsque le groupe dans son ensemble ne franchit aucun seuil (comp. ANSA, C.J. n° 2509 juin-août 1990).

44 Sanct. AMF, 21 oct. 2010, 17 déc. 2009, 1^{er} oct. 2009 et 17 sept. 2009.

45 Sanct. AMF, 26 mai 2011 (s'agissant de la mise en œuvre d'un programme de rachat).

46 Sanct. AMF, 16 sept. 2010, affaire *Orgasynth*, in Bull. Joly B. 1^{er} jan. 2011, n° 1 (information sur une promesse de vente dans le cadre de l'article L. 233-11 C. com.) et Sanct. AMF, 13 jan. 2011, *M. René Bertin*, sociétés *Huis-Clos* et *Groupe René Bertin* (information prévue au dernier alinéa de l'article 234-5 du RGAMF).

47 J.-P. Pons-Henry, in Bull. Joly B. n° 1, p. 22.

48 À cet égard, il faut rappeler que l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier impose à l'AMF de prononcer des sanctions proportionnelles à la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements.

49 Art. 8 de la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004.

1/ Sur l'imputabilité des manquements à la société Gilaspi

Considérant que les obligations de déclaration de franchissement du seuil d'une société s'imposent à « toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième (...) du capital ou des droits de vote d'une société » ayant son siège sur le territoire de la République » et dont les actions « sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen » ; que cette obligation de déclaration s'impose à la même personne lorsque le seuil est franchi à la baisse ; que les manquements tirés du défaut de déclaration des franchissements du seuil de 5 % du capital d'Altran intervenus les 21 septembre 2009, 28 octobre 2009 et 20 janvier 2010 sont ainsi imputables à la société Gilaspi ;

2/ Sur l'imputabilité des manquements à M. Marc Eisenberg

Considérant que la notification de griefs vise M. Marc Eisenberg « en sa qualité d'unique et véritable décisionnaire de ces deux sociétés », soit les sociétés Continental Euro et Gilaspi, dans la mesure où il assumait leur « direction de fait » ; qu'elle fait en outre état de sa qualité d'« unique bénéficiaire économique » de ces sociétés et précise qu'« il s'avère que vous assumiez en réalité la direction de fait des sociétés Continental Euro et Gilaspi créées dans l'intérêt exclusif de votre patrimoine personnel » ;

[...]

Considérant qu'afin d'assurer la bonne information du marché sur l'identité du bénéficiaire économique d'une participation détenue au travers d'une ou de plusieurs entités, l'article L. 233-9 du même code assimile aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à l'information, notamment, « les actions ou les droits de vote possédés par les sociétés que contrôle cette personne au sens de l'article L. 233-3 » ; qu'en vertu de cette assimilation légale, celle-ci est astreinte à déclaration, quand bien même elle ne détiendrait personnellement aucune action, dès lors qu'elle contrôle une ou plusieurs sociétés qui possèdent les actions ou droits de vote donnant lieu à la déclaration de franchissement de seuil ; que, pour assurer le respect de cette obligation, l'article 223-14 du règlement général de l'AMF dispose que l'information fournie à l'AMF « comprend notamment : /(...) 7° Le cas échéant, l'ensemble des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par l'intermédiaire desquelles les actions et les droits de vote sont détenus » [...] Considérant que, s'agissant du manquement retenu par le premier grief, le formulaire reçu [...] fait apparaître dans cette rubrique M. Marc Eisenberg comme étant la personne contrôlant cette dernière société [cote R 330] ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que l'ensemble des manquements tenant au non-respect de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil par les sociétés Continental Euro et Gilaspi sont personnellement imputables à M. Marc Eisenberg, peu important au regard des textes susvisés qu'il ait alors exercé ou non des fonctions de direction ou un mandat social au sein de ces sociétés ;

C/ Sanction et publication

Considérant qu'en application de l'article L. 621-15 III c) du code monétaire et financier, [...] que, parmi les manquements retenus ci-dessus, seul celui relatif au non-respect de l'obliga-

tion de déclaration du franchissement de seuil intervenu le 11 janvier 2008 résulte de faits commis antérieurement au 6 août 2008 ; Considérant qu'il sera fait une juste appréciation des circonstances de l'espèce en prononçant à l'encontre de la société Gilaspi une sanction pécuniaire d'un montant de 30 000 euros et à l'encontre de M. Marc Eisenberg une sanction pécuniaire de 60 000 euros ;

décide de :

- prononcer à l'encontre de la société Gilaspi une sanction pécuniaire de 30 000 € (trente mille euros) ;
- prononcer à l'encontre de M. Marc Eisenberg une sanction pécuniaire de 60 000 € (soixante mille euros) ;
- publier la présente décision sur le site internet de l'Autorité des marchés financier. ■

Les opérations d'initiés en droit européen : état de la question et perspectives d'avenir*

Gaëtane Schaeken Willemaers**

Introduction

« La dernière vague de poursuites à l'encontre de tels faits pourrait laisser croire que le délit d'initié s'est développé récemment. Il n'en est rien », écrit Bernard Madoff dans une lettre récente écrite de sa prison en Caroline du Nord, aux États-Unis. « Cela a toujours existé, mais les poursuites étaient rares ».

Ces déclarations¹ ainsi que le projet de révision du régime européen de l'abus de marché, nous donnent l'occasion de faire le point sur cette matière de notre côté de l'Atlantique. Plus particulièrement, adoptant le cas échéant une perspective de droit comparé, nous souhaitons nous poser la question générale de l'efficacité des règles européennes concernant les opérations d'initiés.

L'analyse développée dans cette contribution critique les propositions de la Commission européenne, en mettant en évidence notamment certaines imprécisions ou incohérences, suggérant ainsi que le régime manquera d'efficacité formelle, s'il est adopté en l'état. Après un inventaire des objectifs possibles d'un tel régime, elle avance que le degré de réalisation des objectifs réalistes du régime nécessite une évaluation des coûts et bénéfices de la réglementation mise en place, qui passe par une étude de l'impact des mesures de répression. À cet égard, la présente contribution suggère de remettre en question le bien-fondé de la proposition de directive instaurant des sanctions pénales.

L'article trace d'abord les grands traits du régime européen actuel des opérations d'initiés. Dans ce cadre, les enseignements des arrêts « Spector » du 23 décembre 2009 et « Daimler » du 28 juin 2012 sont analysés.

Ensuite, après un état des lieux de la réforme du régime européen de l'abus de marché, les dispositions sur les opérations d'initiés contenues dans la proposition de règlement et le régime des sanctions pénales instauré par la proposition de directive de la Commission européenne du 20 octobre 2011 sont exposés. Ce second chapitre est conclu par une première évaluation critique des projets de révision.

Le troisième chapitre propose un rapide tour d'horizon du niveau de répression des opérations d'initiés dans quelques États membres.

Et le dernier chapitre interroge, sous forme de conclusions, l'efficacité du régime, partant du présupposé que l'impact du

nouveau régime sur les participants du marché sera réel. Sont ici développées certaines pistes de réflexion qui aboutissent à la suggestion de supprimer la proposition de directive instaurant des sanctions pénales pour ne retenir, comme mode de répression des opérations d'initiés, que le régime mis en place par la proposition de règlement.

Les grands traits du régime européen actuel des opérations d'initiés, à la lumière des arrêts de la CJUE²

De manière générale, en vertu de la directive 2003/6/CE sur les abus de marché (la directive abus de marché),³ il est interdit à tout *initié primaire*⁴ d'utiliser l'information privilégiée qu'il détient en agissant sur les marchés européens.⁵ Il est de même interdit à l'initié primaire de communiquer l'information privilégiée, si ce n'est dans le cadre normal professionnel, ou de recommander à une autre personne d'agir sur les marchés sur la base de cette information.⁶

Ces interdictions s'appliquent également aux *initiés secondaires*, c'est-à-dire aux personnes autres que les initiés primaires qui détiennent une information privilégiée et qui savent ou auraient dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.⁷

Toute infraction aux dispositions de la directive doit être sanctionnée dans l'ordre juridique national par des mesures ou sanctions administratives effectives, proportionnées et dissuasives, sans préjudice de sanctions pénales éventuelles.⁸

L'information privilégiée est définie comme une information à caractère précis (c'est-à-dire qu'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

2 À noter que le régime européen de l'abus de marché connaît des limites importantes. Il n'est notamment pas applicable aux opérations portant sur des instruments financiers non cotés sur des marchés réglementés européens. La présente contribution n'a pas pour objet de présenter le régime en détail.

3 Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), JO L 96, p. 16 (directive abus de marché). Cette directive a remplacé la première directive en la matière qui datait de 1989. Comme son titre l'indique, la directive abus de marché couvre non seulement la matière des délits d'initiés et de la publicité *ad hoc* de l'information privilégiée, mais également celle des manipulations de cours.

4 L'initié primaire étant toute personne qui détient une information privilégiée a) en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, ou b) en raison de sa participation dans le capital de l'émetteur, ou c) en raison de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou d) en raison de ses activités criminelles (article 2.1, alinéa 2 de la directive abus de marché).

5 Article 2.1, alinéa 1 de la directive abus de marché.

6 Article 3 de la directive abus de marché.

7 Article 4 de la directive abus de marché.

8 Article 14 de la directive abus de marché.

* Les recherches pour le présent article se sont achevées le 4 janvier 2013.

** Gaëtane Schaeken Willemaers est chargée de cours invitée à l'Université Catholique de Louvain, membre du Centre de Recherche Interdisciplinaire de Droit Économique et Social et avocat au barreau de Bruxelles.

1 Qui ne sont en fait que l'écho d'articles de presse, notamment, J. Strassburg, M. Rothfeld et S. Pulliam, FBI Sweep Targets Big Funds, Wall St. J. A1, 19 janvier 2012.

produira, si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours de bourse)⁹ qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, une ou plusieurs sociétés cotées, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de bourse (c'est-à-dire une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement).¹⁰ Selon l'autorité européenne des marchés financiers, l'investisseur raisonnable est une personne qui pense et agit de manière rationnelle.

La Cour de justice de l'Union européenne (la Cour) a rendu quelques arrêts intéressants pour la pratique.¹¹

L'arrêt Spector et la présomption réfragable d'utilisation de l'information privilégiée¹²

Il convient de se rappeler que certains droits nationaux ont interprété la directive initiale de 1989 comme requérant un élément de fraude, d'intention, puisque l'initié devait avoir exploité l'information privilégiée « en connaissance de cause ». ¹³ La directive abus de marché a voulu supprimer tout élément subjectif afin de faciliter les poursuites et accroître ainsi l'efficacité de la répression du délit d'initié. La Cour, dans l'arrêt Spector, apporte quelques éclaircissements en établissant que dès lors qu'un initié opère une transaction portant sur un instrument financier concerné, il est présumé avoir utilisé l'information privilégiée.¹⁴ Afin de respecter les droits de la défense, la Cour précise que cette présomption peut être renversée.¹⁵ Mais elle n'apporte pas de précisions

sur la manière de la renverser si ce n'est que la personne poursuivie doit démontrer que son comportement ne constitue pas un usage illégitime de l'information qui compromet les objectifs de la directive abus de marché (intégrité des marchés financiers et confiance des investisseurs qui doivent être placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation induite d'information privilégiée). Il appartient au juge national de déterminer quels éléments doivent être apportés pour infirmer la présomption : absence de lien de causalité ou absence de l'élément subjectif, intentionnel ou moral.¹⁶

Par ailleurs, la Cour a indiqué dans ce même arrêt Spector que l'appréciation de l'aptitude de la divulgation d'une information d'influencer le cours de bourse doit se faire *a priori* à la lumière du contenu de l'information et du contexte dans lequel elle s'inscrit. Il n'est donc pas nécessaire, afin de déterminer si une information est privilégiée, d'examiner si sa divulgation a effectivement et de manière significative influé sur le cours de bourse.¹⁷ En revanche, cet impact effectif sur le cours de bourse pourra servir d'indice de la sensibilité et du potentiel de l'information et lors de l'appréciation du niveau de la sanction pour voir si elle est proportionnelle.¹⁸

De plus, la Cour a considéré que les bénéfices qui ont pu être réalisés grâce à la transaction peuvent être une référence pertinente pour la détermination de la sanction, tout en laissant au juge national le soin de déterminer la méthode de calcul de cet avantage économique, et en particulier la date ou la période à prendre en considération.

En outre, lorsque la législation nationale prévoit des sanctions pécuniaires administratives et pénales, la possibilité et/ou le niveau d'une sanction pénale pécuniaire postérieure ne doivent pas être pris en compte dans la détermination de la sanction pécuniaire administrative.¹⁹

Enfin, des sanctions nationales peuvent être qualifiées de sanctions pénales aux fins de l'application de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales.

9 Article 1.1 de la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, JO, 24 décembre 2003, L 339, p. 70 (directive 2003/124/CE).

10 Article 1.2 de la directive 2003/124/CE et article 1.1 de la directive abus de marché.

11 Voir notamment IMC Securities BV contre AFM, 7 juillet 2011, affaire C-445/09, non encore publiée (définition de la manipulation de marché ; recours au principe de l'interprétation téléologique du droit communautaire) ; affaire C-384/02, procédure pénale contre Grøngaard et Bang, 22 novembre 2005 ; affaire C-391/04, ministre des finances contre Georgakis, 10 mai 2007 ; affaire C-28/99 Verdonck, 3 mai 2001 ; affaire C-403/02 contre Silvio Berlusconi, Sergio Adelchi, Marcello Dell'Utri et autres, 2005, ECR I-3565. Il convient également de mentionner quelques décisions de la Cour européenne des droits de l'homme, notamment Soros contre France, n° 50425/06, 6 octobre 2011 (sur la légalité pénale et le manque de précision de l'article 10-1 de l'ordonnance numéro 67-835 du 28 septembre 2007 ; concluant que la loi applicable à l'époque des faits était suffisamment prévisible et à l'absence d'infraction à l'article 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales).

12 CJUE, Spector Photo Group et Van Raemdonck contre CBFA, affaire C-45/08, 23 décembre 2009, ECR, I-12073.

13 Article 2.1, Directive 89/592/CEE, JO, 18 novembre 1989, L 334, p. 30. Voir M.G. Warren, European securities regulation, The Hague, Kluwer, 2003, p. 143-150 (pour l'histoire de cette directive).

14 Voir notamment K. Langenbucher, The « use or possession » debate revisited – Spector Photo Group and insider trading in Europe, CMLJ, Vol. 5, No. 4, p. 452 ; L. Klöhn, The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group-Decision, 7 ECFLR 2 (2010), p. 347.

15 Par application du principe de primauté du droit communautaire (voir CJUE, Von Colson et Kamann, aff. 14/83, Rec., p. 1909, point 26), certains États membres devront adapter la lecture de leur propre législation à la

suite de cet arrêt ; il en va notamment du droit anglais en ce qu'il prévoit la preuve d'une transaction « sur la base » d'une information privilégiée (Section 118(2) Financial Services and Markets Act 2000) et du droit belge qui ne contient pas de référence à une quelconque « utilisation » de l'information dans les éléments constitutifs de l'infraction administrative (article 25 de la loi du 2 août 2002). Ce qui renvoie à la question du degré d'harmonisation opéré par la directive abus de marché.

16 P.-H. Conac, Arrêt « Spector » : la Cour de justice facilite la répression des opérations d'initiés en établissant une présomption réfragable d'utilisation induite de l'information privilégiée, Journal de droit européen, 2010, p. 216 ; M. Tison et E. Vandendriessche, Het Spector-arrest van het Hof van de Europese Unie en het vermoeden van gebruik van voorkennis, Forum financier/Droit bancaire et financier, 2010/VI, p. 367.

17 Même si la Cour ne le dit pas explicitement, nous pensons avec d'autres auteurs que si la diffusion d'une information n'a aucune influence sur le cours de bourse, l'impact de cette information *a priori* ne devrait avoir aucune incidence puisque les investisseurs raisonnables n'auront pas été affectés. Voir également X. Dieux et D. Willermain, Questions relatives aux opérations préparatoires et au lancement d'une OPA volontaire, in Liber Amicorum Guy Horsmans, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 9.

18 Voir conclusions de l'avocat général M^{me} Juliane Kokott, présentées à la Cour le 10 septembre 2009, point 97.

19 L'impact de procédures pénales ou administratives multiples concomitantes ou de procédures pénale et administrative concomitantes dans plusieurs juridictions européennes demeure un point épineux. Voir la discussion ci-dessous sur le respect du principe *ne bis in idem*.

L'arrêt Daimler et l'importance du caractère précis de l'information quelle que soit sa position dans un processus de décision²⁰

La Cour, à la suite d'une demande de décision préjudicielle introduite par le Bundesgerichtshof allemand, clarifie l'interprétation à donner au caractère « précis » de l'information privilégiée en vertu de la directive abus de marché et de l'article 1.1 de sa directive d'exécution 2003/124/CE.

Les demandes préjudicielles ont été présentées dans le cadre d'un litige opposant un investisseur à Daimler AG (Daimler) au sujet du préjudice qu'il soutient avoir subi du fait de la publication prétendument tardive par la société d'informations relatives au départ anticipé du président de son directoire. Le point est de savoir si des étapes individuelles dans un processus prolongé aboutissant à une circonstance ou un événement en plusieurs étapes sont constitutives d'une information privilégiée qui doit être publiée dès que possible, en plus de cette circonstance ou de cet événement.

Puisqu'il s'agit d'une décision récente, nous en rappelons ici les faits.

À la suite d'une assemblée générale tenue le 6 avril 2005, M. Schrempp, le président (CEO) de Daimler, envisage de remettre sa démission avant l'expiration de son mandat qui ne vient normalement à échéance qu'en 2008.

Le 17 mai 2005, il en discute avec le président du comité de surveillance de Daimler.

Entre le 1^{er} juin et le 27 juillet, d'autres membres du comité de surveillance et du comité exécutif sont mis au courant de ces intentions.

À partir du 10 juillet 2005, Daimler prépare un communiqué de presse, une déclaration externe ainsi qu'une lettre aux employés.

Le 18 juillet, M. Schrempp et le président du comité de surveillance s'accordent pour annoncer la démission de M. Schrempp et la nomination de son successeur lors de la réunion du comité de supervision du 28 juillet 2005.

Le 27 juillet 2005, la commission présidentielle (un organe constitué au sein du conseil de surveillance) décide de suggérer que le comité de surveillance approuve la démission et la nomination envisagées lors de cette réunion du 28 juillet 2005.

Le 28 juillet 2005, le conseil de surveillance décide effectivement que le président quittera son poste à la fin de l'année 2005 et qu'il sera remplacé par un nouveau président.

L'autorité de contrôle des marchés financiers allemands (BaFin) est notifiée de cette décision et une annonce au marché est publiée dans les 15 minutes qui ont suivi la fin de la réunion.

Le cours de l'action Daimler bondit d'environ 17,6% à la suite de cette publication.²¹

Le plaignant ainsi que d'autres actionnaires qui avaient vendu leurs actions avant ladite publication intentèrent une action en justice en Allemagne contre Daimler pour demander des dommages et intérêts invoquant le caractère tardif de la publication. Les tribunaux allemands devaient se prononcer sur les questions de savoir quand la décision de décharger le président était devenue suffisamment précise pour être considérée comme une information privilégiée et si les étapes du processus précédant la décision du conseil de surveillance du 28 juillet 2005, prises individuellement, pouvaient être considérées comme des informations privilégiées devant être divulguées dès que possible.

La Cour a considéré qu'une information relative à des étapes intermédiaires (qui existent déjà ou se sont déjà produites ou dont on peut raisonnablement penser qu'elles existeront ou se produiront) dans un processus de décision étalé dans le temps peut revêtir un caractère précis et être constitutive d'information privilégiée si les autres éléments nécessaires à l'existence d'une information privilégiée sont également présents, et notamment si elle est capable d'influencer de façon sensible le cours de bourse en cas de divulgation. Elle ajoute qu'il n'est pas nécessaire que ces étapes intermédiaires aient déjà eu lieu et qu'il suffit que l'on puisse raisonnablement supposer que ces étapes auront lieu. La Cour justifie sa position en évoquant le respect des objectifs de la directive abus de marché. Disposer du contraire aurait porté atteinte à l'égalité des investisseurs.

Motivée par le même souci de sauvegarder les objectifs de la directive et afin d'assurer la sécurité juridique pour les participants au marché, et en particulier pour les émetteurs, la Cour précise deux éléments : 1) que la notion « *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* »²² dans la définition d'information « précise » de la directive d'exécution vise les circonstances ou les événements futurs dont il apparaît, sur le fondement d'une appréciation globale des éléments déjà disponibles, qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront, sans référence à un degré élevé de probabilité ; 2) que l'ampleur de l'effet de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours de bourse ne doit pas être prise en considération, seule compte la perspective réelle de leur avènement.²³

Ainsi, lorsqu'une décision est prise en plusieurs étapes étalées dans le temps, même si certaines étapes sont encore soumises à l'approbation d'un organe de la société, il se peut que l'information relative à chacune de ces étapes soit une information privilégiée soumise à publication. On pense notamment aux négociations contractuelles et aux acquisitions qui s'inscrivent dans un processus long. Il faut pour cela que deux

21 €42,95 comparé à un cours d'ouverture avant annonce de €36,50.

22 Voir Article 1.1 de la directive 2003/124/CE. C'est nous qui mettons en italique.

23 À noter que fort heureusement la Cour n'a pas suivi en cela les conclusions de son avocat général Mengozzi rendues le 21 mars 2012, notamment point 109. L'avocat général a suggéré qu'il existe un lien étroit entre les deux conditions de l'article 1.1 de la directive abus de marché (le caractère précis et l'impact sur le cours de bourse) de telle sorte que si l'impact potentiel sur le cours de bourse est significatif, il suffit que la réalisation de circonstances ou d'un événement, même incertains (probabilité de réalisation basse), ne soit pas impossible ou improbable.

20 CJUE, Markus Gelrt contre Daimler AG, C-19/11, 28 juin 2012.

conditions soient remplies : l'étape intermédiaire doit être susceptible d'avoir un impact sensible sur le cours de bourse et la survenance de la décision finale doit être une perspective réaliste. Un degré élevé de probabilité n'est pas requis. En revanche, s'il n'est pas réaliste de penser que l'événement futur se produira, toute information à ce sujet relative à une étape intermédiaire ne sera pas de l'information privilégiée, à défaut de caractère précis, même si cette information pourrait influencer de manière significative le cours de bourse.

Il appartiendra au juge allemand de déterminer quand exactement l'information concernant le départ du président de Daimler est devenue une information privilégiée à publier, à savoir quel est le moment à partir duquel il était réaliste de supposer que la démission anticipée du président allait être approuvée. Et ceci indépendamment de l'impact potentiel sur le cours de l'action Daimler.

La révision du régime européen des opérations d'initiés : grands traits et première évaluation

La réforme du régime européen de l'abus de marché reflète un certain nombre d'événements et de discussions qui ont eu lieu récemment de part et d'autre de l'Atlantique, comme l'indique l'analyse d'impact des propositions.²⁴ Nous ne nous attardons ici que sur les modifications de fond. Nous laissons de côté notamment les amendements relatifs à l'adaptation du régime pour tenir compte des évolutions des marchés/instruments financiers qui se calquent d'ailleurs sur le projet de réforme de la directive sur les marchés d'instruments financiers.²⁵

La réforme du régime européen de l'abus de marché se compose de deux textes. D'une part, une proposition de règlement remplace la directive abus de marché, en y apportant quelques modifications (la proposition de Règlement).²⁶ D'autre part, une proposition de directive prévoit les sanctions pénales applicables aux violations de l'interdiction d'opérations d'initiés et de manipulation de cours (la proposition de Directive).²⁷ Ces textes ont fait l'objet d'amendements proposés par les présidences successives du Conseil de l'Union européenne (*Presidency Compromises*) pour aboutir chacun à une orientation générale du Conseil.²⁸ La proposition de Règlement et la proposition de Directive ont par ailleurs chacune fait l'objet d'un rapport du Parlement euro-

péen, dans lequel le Parlement a proposé des amendements aux textes proposés.²⁹ Les négociations en dialogue ont débuté en janvier 2013. Au moment de finaliser cet article, la séance plénière du Parlement européen pour la première et seule lecture du texte est prévue pour le 2 juillet 2013. Les textes seront ensuite réexaminés par la Commission et enfin approuvés par le Conseil. On table pour une adoption finale pour le 1^{er} janvier 2014, avant les élections européennes de la même année. Par ailleurs, les directives d'exécution existantes devront également être revues et des mesures techniques et des actes délégués devront être pris (après consultation publique), en application des propositions. Les textes des propositions prévoient qu'elles entreront en vigueur deux ans après leur publication dans le journal officiel de l'Union européenne. On prévoit, à l'heure de la finalisation de cet article, que ce sera en 2016 au plus tôt.

La proposition de Règlement

Le projet de réforme pourrait renforcer l'harmonisation européenne de la matière. En effet, même si contrairement à la directive de 1989 qui l'a précédée,³⁰ la directive abus de marché est pour certains une directive dite d'harmonisation maximale,³¹ on observe une divergence entre les législations nationales des États membres. Désormais, les dispositions de la directive abus de marché seront contenues dans un règlement directement applicable dans les États membres.³² De plus, certains articles figurant aujourd'hui dans les directives d'exécution seront repris dans le Règlement, notamment la définition du caractère précis de l'information privilégiée.³³

En outre, le projet de réforme apporte davantage de précisions sur certains concepts, notamment sur la notion d'information privilégiée.³⁴ La question de la définition de l'information privilégiée est un point central du régime, sur lequel les États membres ont des difficultés à s'accorder étant donné la différence de leurs pratiques en la matière.³⁵

Dans le régime actuel d'abus de marché, l'obligation de publication repose sur la même définition de l'information privilégiée que l'interdiction d'opérations d'initiés. Consciente qu'une information privilégiée peut être utilisée abusivement dans le cadre d'opérations d'initiés, sans qu'elle ne soit suffisamment précise pour que l'émetteur soit en mesure de la

24 Commission Staff Working Paper Impact Assessment, COM (2011) 651 final, p. 190-192 (description du régime d'abus de marché aux États-Unis).

25 On pense ici notamment à l'adaptation du champ d'application du régime d'abus de marché aux nouveaux marchés (MTF ou OTF) ou à certains instruments non encore couverts (comme les contrats financiers pour différence ou les *credit default swaps* ; aux enchères de quotas d'émission). Voir les propositions de directive et de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, 20 octobre 2011.

26 Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), COM (2011) 654 final, 20 octobre 2011.

27 Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché, COM (2011) 654 final, 20 octobre 2011.

28 Conseil de l'Union européenne, Orientation générale, 16820/12, 3 décembre 2012 (l'orientation générale du Conseil sur la proposition de Directive) et Conseil de l'Union européenne, Orientation générale, 17380/12, 5 décembre 2012 (l'orientation générale du Conseil sur la proposition de Règlement).

29 Parlement européen, Rapport sur la proposition de Règlement, A7-0347/2012, 22 octobre 2012 (le projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement) et Parlement européen, Rapport sur la proposition de Directive, A7-0344/2012, 19 octobre 2012 (le projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Directive).

30 Article 6 de la directive 89/592/CEE.

31 Voir les conclusions de l'avocat général J. Kokott présentées le 10 septembre 2009 dans l'affaire Spector, points 75 à 92.

32 Les dispositions de la directive abus de marché qui laissent des possibilités de divergence entre les États membres dans leur mise en œuvre ont été répertoriées par CESR, Review Panel Report, MAD – Options, Discretions and Gold Plating, 2009, CESR/09-1120, janvier 2010.

33 Comparer Article 1.1 de la directive abus de marché et l'Article 6.2 de la proposition de Règlement.

34 Nous n'abordons pas ici les nouvelles définitions d'information privilégiée en rapport avec les instruments dérivés sur matières premières et pour les quotas d'émission ou les produits mis aux enchères qui en découlent. Voir Articles 6.1 (b) et (c) de la proposition de Règlement.

35 Voir Conseil de l'Union européenne, Progress Report, 11535/12, 21 juin 2012, p. 2, point 4. a).

publier,³⁶ la Commission propose deux définitions de l'information privilégiée, une pour l'obligation de publication et l'autre aux fins de l'interdiction d'opérations d'initiés.³⁷ Elle cite l'exemple de l'état d'avancement des négociations d'un contrat, les modalités temporairement acceptées dans le cadre de celles-ci, la possibilité de placement des instruments financiers, les futures conditions de commercialisation ou les modalités temporaires relatives au placement d'instruments financiers comme informations qui peuvent s'avérer utiles pour les investisseurs et donc constituer des informations privilégiées sans toutefois être nécessairement suffisamment précises pour que l'émetteur soit dans l'obligation de les publier. En pareil cas, l'interdiction des opérations d'initiés devra s'appliquer, sans que l'émetteur ne soit tenu par l'obligation de publier ces informations.³⁸

Dans la proposition de Règlement, la Commission ne précise pas les cas dans lesquels la publication de l'information privilégiée est obligatoire et les cas où elle pourrait être reportée. Elle élargit plutôt la notion d'information privilégiée dans le cadre de l'interdiction des opérations d'initiés.³⁹ La proposition de Règlement reprend la formulation de l'obligation de publication de l'information privilégiée de la directive abus de marché. En revanche, l'interdiction d'opérations d'initiés est plus stricte, puisque elle a un seuil plus bas : dans ce cadre est une information privilégiée toute information non publique qui, si elle était accessible à un investisseur raisonnable qui opère régulièrement sur le marché et sur l'instrument financier ou un contrat lié sur matières premières au comptant concernés, serait considérée par cette personne comme pertinente pour décider des conditions auxquelles devraient être réalisées les transactions.⁴⁰

Cet élargissement de la définition d'information privilégiée aux fins des opérations d'initiés appelle plusieurs commentaires.⁴¹

L'introduction d'une double définition n'a fait l'objet d'aucune mention dans les travaux préparatoires de la proposition de Règlement – et n'a notamment pas été soumise à consultation. Pourtant, l'élargissement de la notion aux fins de l'interdiction des opérations d'initiés pourrait avoir un impact sur le champ d'application de l'interdiction des recommandations (*tipping*).⁴² Par ailleurs, puisque les notions de

caractère précis et d'impact sensible sur le cours de bourse ont disparu de cette nouvelle définition, il est plus difficile pour les personnes concernées de savoir quels comportements seront interdits (et sanctionnés pénalement). Il semble qu'une telle approche instrumentale soit inspirée du droit anglais. Toutefois, les limites nécessaires n'y ont pas été apportées.⁴³ Ce qui peut poser des problèmes notamment quant à la légalité des sanctions pénales applicables en cas d'infraction.⁴⁴

D'ailleurs, de nombreuses critiques se sont fait entendre lors de l'audition publique sur la directive abus de marché du 24 janvier 2012.⁴⁵

Il est dès lors probable que cette dernière disposition ne figurera pas dans la version finale de la proposition de Règlement.⁴⁶

Le texte finalisé devra également tenir compte de l'arrêt Daimler ci-dessus commenté afin de préciser que l'information privilégiée qui concerne des étapes successives d'un processus pourrait être suffisamment précise pour déclencher l'obligation de publication et l'interdiction d'opérations d'initiés.⁴⁷

La notion d'opérations d'initiés est également étendue, clarifiée et précisée. À titre d'exemple, est une opération d'initié, la tentative d'opération d'initié. À ce sujet, il est remarquable de constater l'absence d'exigence d'utilisation de l'information privilégiée.⁴⁸ Ou encore l'utilisation d'informations privilégiées pour annuler ou pour modifier un ordre. À cet égard, il est surprenant d'avoir prévu que tel est également le cas lorsque l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information privilégiée.⁴⁹ Il convient de noter que les exceptions notamment pour les *market makers* ne figurent pas dans la proposition de Règlement. Peut-être

36 Voir aussi J.L. Hansen et D. Moalem, *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information : the available solution*, 4 CMLJ (2009), p. 323.

37 La Commission a suivi à ce sujet l'avis du groupe d'experts, exprimé dans ESME Report, *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States : a first evaluation*, 6 juillet 2007, p. 5-9.

38 Proposition de Règlement, p. 10 (3.4.2.1. Informations privilégiées) et considérant 14.

39 Article 6.1 (e) de la proposition de Règlement.

40 Article 6.1 (e) de la proposition de Règlement.

41 Pour l'application de l'interdiction d'opérations d'initiés dans le contexte d'une OPA, voir notamment M. Nelemans et M. Schouten, *Takeover Bids and Insider Trading*, Research Handbook on Insider Trading, Stephan Bainbridge, ed., Edward Elgar Publishing Ltd., 2013, à paraître. Voir également, à cet égard, la proposition d'amendement du Parlement européen du considérant 14 de la proposition de Règlement par l'ajout d'un considérant 14 septies (« *Le présent règlement ne vise pas à interdire des discussions raisonnables entre les actionnaires et les autres acteurs du marché et les dirigeants au sujet d'une entreprise et de ses perspectives. Cette participation des actionnaires au gouvernement d'une entreprise devrait être considérée comme primordiale pour le bon fonctionnement des relations entre l'entreprise et ses actionnaires.* »).

42 Articles 7.3 et 7.4 de la proposition de Règlement.

43 Voir le concept anglais de RINGA (*Relevant Information Not Generally Available*), dont il est fait mention explicite dans le rapport du Conseil de l'Union européenne, Progress Report, 11535/12, 21 juin 2012, p. 2, point 4. a). En droit anglais, il est prévu que l'information est considérée pertinente si elle est susceptible de faire l'objet d'une annonce requise par la loi ou par le contrat (1.5, FCA Code of Market Conduct).

44 Voir ci-dessous.

45 Voir le site internet du Parlement européen, et notamment la contribution de Carmine Di Noia, Deputy Director General, Rapporteur sur l'abus de marché auprès d'ESME (European Securities Market Expert Group, European Commission).

46 Voir d'ailleurs en ce sens, l'orientation générale du Conseil sur la proposition de Règlement (l'article 6.1 (e) a été supprimé). Comparer cependant avec les propositions d'amendements de l'article 6.1(e) dans le projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement (« [...] *bien que n'étant généralement pas accessible au public, relève d'une catégorie dont il y a tout lieu de considérer qu'elle sera ultérieurement soumise à divulgation, et qui, [...], serait considérée par cette personne comme pertinente pour décider [...] et toute situation où un comportement donné à l'égard d'une telle information est susceptible d'être perçu par un investisseur raisonnable qui opère régulièrement sur le marché comme un manquement de la part de la personne concernée à observer la norme de comportement pouvant être raisonnablement escomptée de la part de toute personne occupant une telle position vis-à-vis de ce marché.* ») et le nouvel article 6.3ter proposé dans ce même projet (« *Aux fins d'une application cohérente du paragraphe 1, point e), à diverses activités de marché, l'AEMF établit des lignes directrices permettant de déterminer des normes de comportement appropriées en relation avec les marchés concernés.* »).

47 Voir en ce sens, le projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement, considérant 14octies.

48 Article 7.2 de la proposition de Règlement.

49 Article 7.1, second paragraphe de la proposition de Règlement.

s'agit-il d'un simple oubli.⁵⁰ Par ailleurs, la définition d'opération d'initiés⁵¹ ne semble pas tenir compte de l'arrêt Spector ci-dessus commenté et ne fait aucune référence à la présomption réfragable d'utilisation de l'information privilégiée lorsque la personne est en sa possession. Enfin, la disposition instaurant une obligation de « *mettre en place des mesures efficaces assurant qu'aucune personne disposant d'informations privilégiées* » concernant une certaine transaction n'ait « *aucun contact avec les personnes participant à la décision, dans la mesure où cela aurait permis la communication des informations ou l'indication de leur existence* »⁵² (autrement dit une obligation très stricte de mettre en place des *Chinese walls*) semble aller trop loin dans la mesure où elle imposerait par exemple à la société en question de prévoir des ascenseurs séparés pour les personnes disposant d'information privilégiée.

Le projet de réforme pourrait également contribuer à l'efficacité de la répression des comportements interdits.

En matière de prévention et de détection des abus de marché, il est prévu que les participants du marché concernés mettent en place des procédures ou systèmes pour prévenir, détecter ou déclarer de tels abus.⁵³ À titre d'exemple, il est désormais prévu que l'obligation des *brokers* de notifier les autorités compétentes (au Royaume-Uni, il s'agit de la FCA, en Belgique de la FSMA, en France de l'AMF, aux Pays-Bas de l'AFM, en Italie de la Consob, en Allemagne de la BaFin) existe dès qu'il y a soupçon d'abus de marché.⁵⁴

Une grande divergence entre les États membres en ce qui concerne les sanctions administratives et pénales en la matière a été constatée dans un rapport du prédécesseur de l'autorité de supervision des marchés financiers européens (ESMA en anglais ou AEMF en français), CESR.⁵⁵ Si la proposition de Règlement reprend à cet égard ce qui existe dans le régime actuel, à savoir que les États membres doivent prévoir des mesures et sanctions administratives effectives, proportionnées et dissuasives, elle y apporte de nombreuses précisions en prévoyant :

– que les États membres ont deux ans pour établir dans leur ordre juridique national les mesures et sanctions administratives (Article 24.1) ;

– une liste minimale de 22 exemples de mesures et sanctions administratives,⁵⁶ notamment une déclaration publique indiquant la personne responsable et la nature de l'infraction, publiée sur le site web des autorités compétentes ; la suspen-

sion de la négociation des instruments financiers concernés ; gel ou mise sous séquestre d'actifs ; des sanctions pécuniaires administratives d'un montant maximal de deux fois⁵⁷ l'avantage retiré de l'infraction ou des pertes qu'elle a permis d'éviter, s'ils peuvent être déterminés ; s'il s'agit d'une personne physique, des sanctions pécuniaires administratives d'un montant maximal de [5.000.000€] ;⁵⁸ s'il s'agit d'une personne morale, des sanctions pécuniaires administratives d'un montant maximal de 10 % de son chiffre d'affaires annuel total réalisé au cours de l'exercice précédent⁵⁹ (Article 26.1) ;

– que chaque mesure et sanction administrative infligées sont publiées sans délai excessif, ce qui comprend au moins des informations sur le type et la nature de l'infraction et sur l'identité des personnes qui en sont responsables, à moins que cette publication ne soit de nature à compromettre sérieusement la stabilité des marchés financiers. Si cette publication est de nature à causer un préjudice disproportionné aux parties en cause, les autorités compétentes publient les mesures et sanctions de manière anonyme⁶⁰ (Article 26.3) ;

– que, pour déterminer le type de mesures et de sanctions administratives, les autorités compétentes tiennent compte de l'ensemble des circonstances pertinentes,⁶¹ et notamment :

(a) de la gravité et de la durée de l'infraction ;

(b) du degré de responsabilité de la personne en cause ;

(c) de l'assise financière de la personne en cause, telle qu'elle ressort du chiffre d'affaires total de la personne morale en cause ou des revenus annuels de la personne physique en cause ;

(d) de l'importance des gains obtenus ou des pertes évitées par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ;

(e) du degré de coopération de la personne en cause avec l'autorité compétente, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution des gains obtenus ou des pertes évitées par cette personne ;

(f) des infractions commises précédemment par la personne en cause ;

50 Voir à cet égard la proposition d'amendement du Parlement européen par l'insertion d'un article 7.9bis (Parlement européen, projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement).

51 Article 7.1 de la proposition de Règlement.

52 Article 7.7 de la proposition de Règlement.

53 Article 11 de la proposition de Règlement.

54 Article 11.2 de la proposition de Règlement.

55 Report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD), CESR/07-693 et CESR/08-099.

56 À noter les débats autour des notions de « sanction » et de « mesure » pour délimiter l'une par rapport à l'autre. Voir le constat fait par la Commission européenne selon lequel une distinction entre les deux notions ne fait pas l'objet d'une unanimité entre les États membres (Commission européenne, Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector, 8 décembre 2010). Voir à cet égard la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme sur l'article 6 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales.

57 Dix (10) fois, en tenant compte cependant des sanctions pécuniaires par ailleurs infligées, selon la proposition d'amendement du Parlement européen (Parlement européen, projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement, Article 26.1 (k)).

58 Un montant illimité selon la proposition d'amendement du Parlement européen (Parlement européen, projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement, Article 26.1 (l)).

59 20 % selon la proposition d'amendement du Parlement européen (Parlement européen, projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement, Article 26.1 (m)).

60 La possibilité de publication anonyme est limitée aux personnes physiques selon la proposition d'amendement du Parlement européen (Parlement européen, projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement, Article 26.3).

61 Voir à ce sujet, le paragraphe 76 de l'arrêt Spector, ci-dessus commenté, selon lequel lorsque la législation nationale prévoit des sanctions pécuniaires administratives et pénales, la possibilité et/ou le niveau d'une sanction pénale pécuniaire postérieure ne doivent pas être pris en compte dans la détermination de la sanction pécuniaire administrative. Voir également les débats que suscite le respect du principe *ne bis in idem* (ci-dessous).

– qu'ESMA émettra à l'intention des autorités compétentes des orientations relatives aux types de mesures et de sanctions administratives ainsi qu'au montant des amendes (Article 27.2) ;

– que les décisions prises par l'autorité compétente peuvent faire l'objet d'un recours (Article 28) ;

– que les États membres mettent en place des mécanismes efficaces visant à encourager le signalement des infractions au règlement aux autorités compétentes, ce qui comprend au moins : (Article 29.1)

(a) des procédures spécifiques pour la réception des signalements d'infractions et leur suivi ;

(b) une protection adéquate pour les personnes qui signalent des infractions potentielles ou réelles ;

(c) la protection des données à caractère personnel concernant à la fois la personne qui signale des infractions potentielles ou réelles et la personne accusée ;

(d) des procédures adéquates garantissant les droits de la défense de la personne accusée et son droit d'être entendue avant l'adoption d'une décision la concernant, ainsi que le droit d'exercer une voie de recours juridictionnelle effective contre toute décision ou mesure la concernant ;

– que des incitations financières peuvent être accordées, conformément à la législation nationale, aux personnes qui fournissent des informations importantes au sujet d'infractions potentielles, lorsque ces personnes ne sont pas soumises à une obligation légale ou contractuelle préexistante de communiquer de telles informations, que celles-ci sont nouvelles et qu'elles peuvent donner lieu à l'infliction d'une sanction ou d'une mesure administrative ou d'une sanction pénale pour cause d'infraction (Article 29.2) ;

– que la Commission adoptera, par voie d'actes d'exécution, des mesures précisant les procédures visées, notamment les modalités de signalement et de suivi des signalements, ainsi que les mesures de protection des personnes dans le cadre du signalement des violations (Article 29.3) ;

– que les autorités compétentes et les autorités judiciaires fourniront chaque année à ESMA des informations globales sur l'ensemble des mesures, sanctions et amendes administratives infligées. Et qu'ESMA publiera ces informations dans un rapport annuel (Article 30.1) ;

– que lorsque l'autorité compétente rend publiques des mesures, sanctions et amendes administratives, elle notifiera en même temps ces mesures, sanctions et amendes administratives à ESMA (Article 30.2) ;

– que lorsqu'une mesure, sanction ou amende administrative publiée concerne une entreprise d'investissement agréée conformément à la [nouvelle] directive [MiFID], ESMA ajoute une référence à ladite sanction dans le registre des entreprises d'investissement établi en vertu de la [nouvelle] directive [MiFID] (Article 30.3).

Il est très probable que ces textes seront âprement discutés et feront l'objet d'amendements avant leur adoption défini-

tive.⁶² Espérons que ces débats en corrigent à tout le moins les incohérences et les imprécisions.

Trois mesures particulières méritent quelques commentaires succincts.

La sanction de *name and shame*. Il convient de noter à cet égard la réticence de certains États membres à l'égard de la publication d'une déclaration indiquant la personne responsable et la nature de l'infraction. Il ne faut pas, à notre avis, sous-estimer l'effet dissuasif de la publication nominative de la sanction. Un compromis qui permettrait de publier de manière anonyme la décision de sanction ou de ne pas publier du tout manquerait l'objectif de la sanction. Encore faut-il bien évidemment respecter les droits fondamentaux, comme le droit au respect de la vie privée et la présomption d'innocence.⁶³

La mention des montants des amendes ou mesures administratives. Il va de soi que les profits réalisés et les pertes évitées doivent être remboursés, s'ils peuvent être déterminés. Au-delà de cela, il n'est pas judicieux de prévoir des montants maximaux de l'amende ou de la mesure administrative dans la proposition de Règlement ; ces montants ne devraient être que des montants minimaux laissant aux États membres la possibilité de prévoir des montants plus élevés.

Le *whistle blowing*. Une telle mesure est ici instaurée. Les protections nécessaires sont prévues pour que les informateurs ne craignent pas les représailles, et les incitations adéquates sont mises en place pour encourager les informateurs à alerter les autorités compétentes.⁶⁴

La proposition de Règlement étend également les pouvoirs des autorités compétentes. Les autorités compétentes doivent être dotées au moins des pouvoirs de surveillance et d'enquête énumérés dans la proposition, et notamment, la possibilité de procéder à des inspections dans des locaux privés et la possibilité de se faire remettre les enregistrements des échanges téléphoniques et e-mails détenus par un opérateur de télécommunications ou une entreprise d'investissement, sous certaines conditions.⁶⁵

ESMA se voit attribuer un rôle plus fort et plus actif de coordination. La proposition de Règlement prévoit que les autorités compétentes doivent coopérer et échanger des informations avec les autres autorités compétentes et ESMA. Si une autorité compétente est convaincue qu'il y a eu abus de marché dans un autre État membre, elle doit le notifier à l'autorité compétente concernée et à ESMA. Et si

62 À noter que l'Autriche a fait remarquer que son droit constitutionnel ne permet pas aujourd'hui des sanctions administratives pécuniaires de l'ordre de celles envisagées par la proposition de Règlement et qu'il est dès lors incertain que l'Autriche pourra adhérer à une telle proposition qui dépend de la révision de sa constitution.

63 Voir notamment, S. Loosveld et J. Verbist, *Name and Shame : Legal Limits to the Publication of Regulatory Decisions in the Financial Sector*, Financieel Forum/Bank- en financieel recht, 2012/III-IV, p. 158.

64 Article 29 de la proposition de Règlement.

65 Articles 17.2 (e) et (f) de la proposition de Règlement. À noter que l'accès à ces locaux privés et à ces enregistrements est souligné comme primordial par la Commission européenne dans *European Commission, Commission Staff Working Paper Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation*, SEC(2011) 1217 final, 20 octobre 2011, p. 24-25.

un abus de marché a une dimension transfrontalière, ESMA doit coordonner l'enquête à la demande d'une autorité compétente.⁶⁶

Il ne fait aucun doute que la proposition de Directive est un complément à la proposition de Règlement.⁶⁷ Tournons-nous donc vers cette proposition.

La proposition de Directive

Le régime actuel de l'abus de marché prévoit que les États membres doivent veiller à ce que, conformément à leur législation nationale, des mesures ou sanctions administratives appropriées puissent être prises à l'encontre des personnes responsables d'une violation. Cette obligation est sans préjudice du droit qu'ont les États membres d'infliger des sanctions pénales.

Ceci étant, les sanctions pénales ne sont pas harmonisées entre les États membres, voire elles n'existent pas du tout dans certains ordres juridiques nationaux.⁶⁸ Cet état de fait est, selon la Commission européenne, la porte ouverte à l'arbitrage réglementaire, et complique la coopération transfrontalière entre les autorités compétentes pour des actes qui impliquent plusieurs États membres. Par ailleurs, cela sous-estimerait le pouvoir de prévention des sanctions pénales par rapport aux sanctions administratives.

Partant de l'opinion que des « *condamnations pénales pour des infractions d'abus de marché, qui font souvent l'objet d'une large couverture dans les médias, contribuent à accroître la dissuasion en montrant aux auteurs potentiels que les autorités prennent des mesures importantes pouvant donner lieu à des peines d'emprisonnement ou à d'autres sanctions pénales, ainsi qu'à la constitution d'un casier judiciaire* », ⁶⁹ la proposition de Directive⁷⁰ prévoit l'obligation pour les États membres d'instaurer des règles minimales relatives à la définition des formes les plus graves d'abus de marché et aux niveaux minimaux des sanctions pénales qui y sont liées.

Selon la proposition de Directive, les opérations d'initiés (utiliser ou divulguer des informations privilégiées) en particulier sont considérées comme des infractions pénales si elles sont commises intentionnellement. L'incitation à commettre des opérations d'initiés et le fait de s'en rendre complice sont également passibles de sanctions pénales. Le fait de tenter d'utiliser une information privilégiée est également passible de sanctions en tant qu'infraction pénale. Les personnes morales doivent aussi être susceptibles d'être considérées

responsables. Les sanctions doivent être effectives, proportionnées et dissuasives, sans donner plus de précisions.⁷¹

Pour la première fois, la Commission européenne utilise ses pouvoirs pour essayer d'assurer l'application d'une politique européenne au moyen de sanctions pénales. Tout naturellement, la proposition de Directive donne lieu à de nombreuses discussions. Pour preuve, les nombreuses modifications proposées à ce jour par le Conseil de l'Union européenne et par le Parlement européen sur la proposition de Directive. Les discussions portent notamment sur le champ d'application exact des sanctions pénales envisagées. La distinction entre les sanctions administratives et les sanctions pénales ne peut pas se résumer à l'ajout pour les dernières d'un élément d'intention. Aussi, par exemple, le Conseil de l'Union européenne propose de définir le seuil minimal au-delà duquel une infraction sera considérée comme suffisamment sérieuse pour faire l'objet de sanctions pénales.⁷² Le Parlement européen a en outre notamment proposé de fixer des niveaux minimums pour le terme maximum d'emprisonnement ; ⁷³ de souligner l'importance de ressources suffisantes à mettre à la disposition des autorités compétentes pour la poursuite des comportements prohibés et des formations appropriées de leur personnel ; ⁷⁴ de publier les condamnations.⁷⁵

Quelques réflexions préliminaires sur les projets de texte de la réforme

La révision du régime européen de l'abus de marché vise notamment à assurer une *mise en œuvre* du système qui soit davantage effective et plus harmonisée.⁷⁶ On le constate notamment par l'harmonisation prévue des sanctions pénales et par les détails apportés aux sanctions et mesures administratives à mettre en place.

Ceci étant, plusieurs remarques peuvent être faites à cet égard.

Le *level playing field* recherché ne verra pas nécessairement le jour en pratique, puisque les autorités compétentes nationales conservent une importante marge d'appréciation. Dans le même ordre d'idées, il convient de souligner que certaines dispositions de la proposition de Règlement exigent une véritable transposition par les États membres, comme s'il s'agissait de dispositions de directives. Le droit des États membres demeure ainsi une source importante dans le cadre du régime de l'abus de marché. À titre d'exemple, nous pouvons citer les articles concernant les pouvoirs des autorités compétentes et les mesures et sanctions administratives.⁷⁷ Les discussions qui

66 Articles 18 et 19 de la proposition de Règlement.

67 Voir Parlement européen, projet de résolution du Parlement européen sur la proposition de Règlement, considérant 35bis et Conseil de l'Union européenne, Orientation générale, 16820/12, 3 décembre 2012, considérant (15ter).

68 Executive summary to the CESR report on administrative measures and sanctions as well as criminal sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD), CESR/08-099, février 2008.

69 Commission européenne, exposé des motifs précédant la proposition de Directive, p. 3.

70 Il convient de noter que les sanctions pénales ne pouvaient pas figurer dans la proposition de Règlement. Comparer en effet l'article 83.2 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée), 2008 OJ C 115/47 (base de la proposition de Directive) et l'article 114 de ce même traité (base de la proposition de Règlement).

71 Il pourrait être suggéré que la proposition de Règlement serve d'inspiration à cet égard.

72 Conseil de l'Union européenne, *Outstanding issues*, 12089/12, 3 juillet 2012, p. 3.

73 Proposition d'amendement par l'insertion d'articles 6.1bis et 6.1ter dans la proposition de Directive (terme maximum d'au moins deux ou cinq ans selon le cas).

74 Proposition d'amendement par l'insertion d'un article 8quater dans la proposition de Directive.

75 Proposition d'amendement par l'insertion d'un second paragraphe à l'article 6.1 de la proposition de Directive.

76 Voir également Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector, COM (2010) 716, 8 décembre 2010.

77 Chapitres 4 et 5 de la proposition de Règlement.

devront avoir lieu à leur égard renvoient à la répartition des pouvoirs au sein de chaque ordre juridique national entre le ministère public et les autorités compétentes ou à la distinction en droit national entre sanctions administratives et pénales.⁷⁸

Quant à l'objectif d'accroître la sécurité juridique, force est de constater que la proposition de Règlement, si elle apporte davantage de précisions sur la notion d'information privilégiée et d'opération d'initiés, elle ne définit pas certains concepts, en particulier la notion de tentative d'opération d'initiés.⁷⁹

Soulignons que les textes dont nous disposons à l'heure d'écrire cette contribution ne sont que des projets. D'inévitables compromis devront être trouvés sur certains points encore soumis à débat. Il s'agit notamment de la publication des décisions des autorités compétentes.

Enfin, la juste compatibilité de la proposition de Directive avec la proposition de Règlement fait encore l'objet de discussions. Celles-ci posent notamment la question du respect du principe *ne bis in idem*,⁸⁰ en raison du cumul possible des sanctions administratives et pénales qui pourrait être contraire à l'interdiction en principe de la poursuite d'un individu pour une infraction pour laquelle il a déjà été jugé.⁸¹

Mais cela concerne aussi l'adage selon lequel personne ne devrait être contraint à s'auto-incriminer.⁸²

Répression des opérations d'initiés en Europe – Rapide état de la question

Pour certains, dont nous partageons l'avis, la mise en œuvre du système pour promouvoir le respect du régime, en ce compris l'application effective des sanctions prévues, est un élément décisif pour atteindre les objectifs du régime mis en place.⁸³

S'il ne fait aucun doute, comme nous l'avons souligné, que les appareils de détection et de répression se voient renforcés par les projets de texte de la réforme européenne de l'abus de marché, il reste encore à déterminer s'il est réaliste de penser que, dans le contexte actuel des ordres juridiques nationaux des États membres, ces réformes porteront leurs fruits. Nous aborderons plus longuement cette question dans les conclusions de la présente contribution, nous concentrant ici sur un rapide tour d'horizon du niveau de répression dans quelques États membres.

On entend généralement dire que les opérations d'initiés ne sont pas (suffisamment) poursuivies en Europe ou du moins qu'elles ne sont pas (suffisamment) sanctionnées,⁸⁴ pour diverses raisons, parmi lesquelles notamment la difficulté de prouver de telles violations du régime des abus de marché. Cependant, l'actualité jurisprudentielle laisse à penser que certaines juridictions européennes adoptent une attitude plus répressive en la matière.⁸⁵

78 Comparer par exemple les propositions de Règlement et de Directive avec le droit des Pays-Bas où l'élément d'intention n'est pas requis pour qu'il y ait infraction pénale au sens de la loi néerlandaise applicable. Par ailleurs, selon ce même droit, les infractions pénales font l'objet soit d'amendes et mesures administratives par l'AFM soit de poursuites pénales, sans avoir égard à l'intention de l'informé. Voir également la jurisprudence de la cour européenne des droits de l'homme au sujet de la qualification en sanctions pénales de certaines sanctions pécuniaires administratives (notamment, Lutz contre Allemagne, 25 août 1987, Série A, n° 123, paragraphe 54).

79 Qui pourrait couvrir des erreurs, des négligences. Voir European Banking Federation, ref D0657A-2012, 13 avril 2012.

80 Voir considérant 39 de la proposition de Règlement. Article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, intégré au chapitre III du traité de Lisbonne établissant une Constitution pour l'Europe, entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009 (« *Droit à ne pas être jugé ou puni pénalement deux fois pour une même infraction. Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la loi* »). Article 4 du protocole additionnel numéro 7 à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (« *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même État en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet État* »). Voir la jurisprudence constante de la Cour européenne des droits de l'homme (recensement dans B. Garrigues, E. Dezeuze et N. Rontchevsky, Actualités de la répression des abus de marché, RTD Fin., numéro 4, 2011, p. 258). Voir à cet égard la proposition d'amendement par l'ajout d'un considérant (15ter) dans l'Orientation générale du Conseil sur la proposition de Directive (« [...] *Lors de l'application de la loi transposant la présente directive, les États membres veillent à ce que l'application de sanctions pénales pour des infractions prévues par la présente directive et de sanctions administratives conformément au MAR n'entraîne pas une violation du principe non bis in idem.* »).

81 Voir de manière générale, notamment, RTD Fin., numéro 3, 2010, p. 152, comm. E. Dezeuze. Voir l'orientation générale du Conseil sur la proposition de Directive, considérant 35aa (« *Even though nothing prevents Member States from laying down rules for administrative sanctions as well as criminal sanctions on the same infringements, Member States should not be required to lay down rules for administrative sanctions on the infringements of this Regulation which are already subject to national criminal law by [24 months after entry into force of this Regulation]. In conformity with national law, Member States are not obliged to impose both administrative and criminal sanctions for the same offence, but they can do so if their national law permits them* ») et article 26.1 (« *Member States may decide not to lay down rules for administrative sanctions according to subparagraph 1 where those breaches are already subject to criminal sanctions in their national law* »).

by [24 months after entry into force of this Regulation]. In this case, Member States shall communicate to the Commission the relevant criminal law rules.») : un ordre juridique interne pourrait ne prévoir que des sanctions pénales, et aucune sanction administrative ; et chaque État membre a le soin de ne pas contrevenir au principe *ne bis in idem*. Nous pensons que cette dernière approche doit être privilégiée. Les États membres devront respecter la jurisprudence des cours européennes (voir Cour européenne des droits de l'homme, notamment Öztürk contre Allemagne, 21 février 1984, Série A, N° 73, paragraphe 53 (qui n'accorde pas d'importance à la qualification légale (civile, pénale ou administrative) d'une sanction, amende ou procédure, mais qui ne s'intéresse qu'aux critères de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales) ; voir également CJCE, notamment affaire C-150/05 28 septembre 2006 et affaire C-17/10, 14 février 2012.

82 Article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme. Voir discussion dans Conseil de l'Union européenne, *Outstanding issues*, 12089/12, 3 juillet 2012, p. 5.

83 J.C. Coffee, *Law and the Market : The Impact of Enforcement*, University of Pennsylvania Law Review, vol. 156, p. 229.

84 Voir notamment, M.I. Steinberg, *Insider Regulation – A Comparative Analysis* (2003) 37 *International Lawyer* 153. À titre d'exemple, la commission des sanctions de l'autorité belge de surveillance des marchés (la FSMA) a eu à connaître de cinq dossiers en 2009 tous soldés par un non-lieu ; et en 2010 de six affaires d'abus de marché, quatre soldées par un non-lieu et deux soldées par une amende administrative contestée en appel.

85 Voir notamment, pour le Royaume-Uni, les décisions récentes de la FSA (ancienne FCA) (Einhorn/Greenlight/Osborne ; Hannam) et celles des juridictions pénales (Ammann).

Il en va ainsi notamment de l'Italie⁸⁶ ou du Royaume-Uni.⁸⁷

Même un plus petit marché comme la Belgique aura à entendre prochainement d'une affaire de délit d'initié portée devant les juridictions pénales.⁸⁸ Peut-être celle-ci aboutira-t-elle à la première condamnation pénale prononcée et non réformée en appel en Belgique ?⁸⁹ Pour l'heure, la Belgique n'a eu à connaître que de quatre affaires d'opérations d'initié dans lesquelles la FSMA a pu imposer des amendes administratives qui n'ont pas fait l'objet de recours, mais qui étaient relativement modestes compte tenu de l'avantage économique faible tiré par les initiés de leur détention d'information privilégiée.

À noter par ailleurs que la France a révisé son code monétaire et financier pour relever le plafond des sanctions administratives pouvant être prononcées par l'AMF, porté à €100.000.000 pour les abus de marché de droit commun.⁹⁰

Conclusions

Il ressort des travaux préparatoires que le projet de réforme vise à renforcer le régime de l'abus de marché et à en prolonger son uniformisation pour accroître l'intégrité/transparence des marchés financiers et la protection des investisseurs.⁹¹ Plus particulièrement, dans le but d'augmenter l'efficacité du régime, de réduire les opportunités d'arbitrage réglementaire et de permettre une répression plus efficace des comportements interdits transfrontaliers, la Commission européenne prévoit de nouvelles dispositions en matière de détection, surveillance et sanctions et clarifie certaines notions.

Puisqu'une partie de la réforme consiste à adapter le régime actuel aux évolutions des marchés financiers, les textes des

propositions ne seront finalisés que conjointement à la révision de la directive sur les marchés financiers (MiFID).⁹² Par ailleurs, leur mise en œuvre pratique devra encore attendre l'adoption d'actes délégués et de normes techniques d'exécution. Dès lors, sur base des textes actuellement disponibles, il n'est pas possible de déterminer avec précision l'impact pour les participants du marché de la réforme européenne de l'abus de marché. Néanmoins, nous pouvons d'ores et déjà estimer que cet impact sera réel.

Se pose alors la question de l'efficacité du régime européen de l'abus de marché.

D'une part, une loi ne serait pas efficace en raison des imprécisions et incohérences qu'elle contient. Nous en avons relevé certains dans les projets de texte, et nous espérons qu'ils seront corrigés dans les mesures d'exécution que devront prendre la Commission européenne et ESMA. Nous ajoutons à cet égard qu'avoir remplacé la directive abus de marché par un règlement dans le but d'accroître l'harmonisation du régime ne convainc pas nécessairement. En effet, un règlement européen comme celui proposé laisse encore un large champ de manœuvre au régulateur national, ce qui signifie que le praticien et les participants du marché devront simultanément tenir compte des dispositions du règlement et des dispositions du droit des États membres concernés. Tandis qu'une directive offre l'avantage que seules les mesures de transposition en droit national doivent être consultées.⁹³

D'autre part, même si une loi est bien faite sur le plan formel, elle pourrait ne pas être efficace si elle n'atteint pas les objectifs qu'elle s'assigne. Ce qui renvoie à la question des objectifs du régime européen de l'abus de marché.

Il ne fait aucun doute que si l'objectif du régime européen de l'abus de marché est de débarrasser les marchés financiers européens de toute opération d'initié, l'objectif n'a pas été atteint, et ne le sera sans doute jamais, sur les plans théorique et concret, notamment en raison de la nature même de l'information.⁹⁴ Nous rejoignons donc la déclaration de Bernard Madoff citée en début de contribution. Nombreuses études empiriques suggèrent que cet état de fait est inévitable. Et une partie importante de la doctrine s'en réjouit même, mettant en évidence les avantages que présentent les opérations d'initiés.⁹⁵ Les aspects positifs avancés par les auteurs qui précé-

86 Rapport annuel de la CONSOB 2011 (en 2010, 29 enquêtes pour abus de marché dont 10 ont donné lieu à des affaires administrative ou pénales ; ce chiffre est semblable à l'année 2009 mais les amendes imposées ont augmenté de 70 %).

87 Voir la philosophie « *credible deterrence* » de l'ancienne FSA (maintenant FCA) qui a abouti à 21 condamnations pour opérations d'initiés selon le site Internet de l'autorité, qui nomme les condamnés et cite également le nom des personnes (cinq au 5 janvier 2013) qui font l'objet d'une enquête pour opération d'initié. Le Business Plan 2011/12 observe par ailleurs une augmentation du niveau des amendes ainsi qu'un usage plus fréquent de mesures de prévention.

88 Affaire Bois Sauvage, du nom de la *holding* de droit belge dont certains administrateurs (entre autres) sont inculpés d'opération d'initié à la suite de la vente par la *holding* ou en leur nom personnel d'actions de la banque Fortis le jour-même, soit le 3 octobre 2008, de l'annonce du démantèlement de cette banque. Le procès ne devrait pas avoir lieu devant le tribunal correctionnel de Bruxelles avant septembre 2014.

89 À noter que la FSMA belge ne cite pas par leur nom dans son dernier rapport annuel 2011 les personnes qui font l'objet d'une enquête. Et qu'elle ne cite pas le nom de la personne ayant fait l'objet d'une condamnation à une amende administrative, confirmée par la cour d'appel, respectant ainsi le prononcé de ladite cour d'appel sur la question de la légalité de la publication nominative de la décision.

90 Article L. 621-15 du code monétaire et financier.

91 European Commission, Commission Staff Working Paper Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation, SEC(2011) 1217 final, 20 October 2011, p. 5. Voir également notamment les considérants (2) et (7) de la proposition de Règlement (qui mentionne que les « *abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public [...]* » ; « *Ces comportements empêchent une transparence intégrale adéquate du marché, qui est un préalable indispensable aux opérations pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés financiers intégrés.* »).

92 Voir les propositions de directive et de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, 20 octobre 2011. Il est prévu que le Parlement européen siègera en session plénière le 8 octobre 2013 pour la première lecture de ces textes.

93 Comparer à ce sujet avec European Commission, Commission Staff Working Paper Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation, SEC(2011) 1217 final, 20 October 2011, p. 70 (« *Using the instrument of a regulation would reduce regulatory complexity and may reduce compliance costs, for example by diminishing the need for buying-in expensive legal advice for investors and issuers operating on a cross-border basis.* » ou « *[A single Regulation] [...] will also contribute to avoid any risk of regulatory arbitrage [...]* »).

94 Pour une discussion sur l'(im)possibilité de la loi interdisant les opérations d'initiés d'être effective, voir notamment A. Padilla, *Can Regulation of Insider Trading Be Effective*, 2005, et les nombreuses références qui y sont citées.

95 Voir les articles de H. Manne, D.R. Fischel, F.H. Easterbrook ou S.M. Bainbridge (mettant en évidence les avantages des opérations d'initiés pour l'efficacité des marchés). Voir pour un résumé succinct des avantages et inconvénients généralement avancés, T. Lambert, *Decision*

nisent une dérégulation des opérations d'initiés sont en partie convaincants. À tout le moins, ils sèment le doute quant au pouvoir des nouvelles dispositions du régime européen de l'abus de marché de contribuer à la croissance économique et à la prospérité attribué par la Commission européenne.⁹⁶

En revanche, si l'objectif est d'accroître la confiance des investisseurs et la liquidité des marchés, ou de réduire les coûts du capital,⁹⁷ le régime européen de l'abus de marché pourrait être efficace. Comme dans n'importe quel autre domaine, une analyse coûts-bénéfices de la réglementation mise en place doit être faite. Dans ce cadre, devra être posée la question de l'efficacité du système de répression mis en place en cas de violation. Une sanction existe pour punir ou pour prévenir la commission de l'acte interdit. Comme il a été souligné dans le cadre d'une autre contribution,⁹⁸ il ne faut pas sous-estimer le pouvoir de dissuasion du régime de sanctions.⁹⁹ Qu'en est-il de la crédibilité d'un ordre juridique national qui ne dispose pas de sanctions administratives contre les opérations d'initiés, comme cela a été constaté dans quatre États membres ?¹⁰⁰

Plusieurs points peuvent être relevés ici au sujet du projet de réforme.

Comme il a déjà été souligné plus haut, il n'est pas possible d'avoir une harmonisation européenne maximale au niveau des sanctions en raison de la différence subsistant entre les systèmes judiciaires des États membres.

De plus, le respect du principe *ne bis in idem* est une question encore très ouverte. Nous renvoyons à ce sujet à nos commentaires ci-dessus.

Fort de ce constat, une autre question mérite d'être posée : celle de la légitimité de la proposition de Directive qui semble donner une place toute particulière à la sanction pénale dans le système de répression des opérations d'initiés.¹⁰¹

Nous ferons deux commentaires.

Premièrement, une criminalisation des opérations d'initiés, telle que suggérée par la proposition de Directive, s'inscrit en

.....
Theory and the Case for a Disclosure-Based Insider Trading Regime, 2012 ; S.M. Bainbridge, An Overview of Insider Trading Law and Policy : An Introduction to the Insider Trading Research Handbook, Research Handbook on Insider Trading, Stephan Bainbridge, ed., Edward Elgar Publishing Ltd., 2013, à paraître.

96 Voir considérants (2) de la proposition de Règlement et considérant (3) de la proposition de Directive.

97 Voir L.N. Beny, Insider Trading Laws and Stock Markets, 31 Journal of Corporation Law 237 (2007) (étude empirique démontrant un lien entre les lois anti opérations d'initiés et l'efficacité des marchés).

98 G. Schaeken Willemaers, *The EU Issuer-Disclosure Regime : Analysis of its Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International, 2011.

99 Voir les rapports annuels de l'ancienne FCA, la FSA, et ses Market Cleanliness Surveys qui analysent l'ampleur des mouvements de prix dans les deux jours précédents les communications réglementaires, comme en matière d'OPA. L'ancienne FCA, la FSA, observe une réduction des mouvements anormaux de prix précédant les annonces depuis la mise en place de sa stratégie de « *credible deterrence* » sans toutefois oser tirer des conclusions définitives quant au lien de causalité.

100 Executive summary to the CESR report on administrative measures and sanctions as well as criminal sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD), CESR/099, p. 2.

101 Voir à l'appui de cette proposition, note infrapaginale 82 ; il serait donc possible qu'un ordre juridique interne ne prévoit que des sanctions pénales, et pas de sanctions administratives.

faux contre le mouvement vers la dépenalisation d'un tel comportement soutenu par une certaine doctrine à laquelle nous souscrivons.¹⁰² Une des raisons de dépenaliser les opérations d'initiés est statistique, comme nous l'avons déjà évoqué : il y a bien plus de condamnations administratives que pénales en cette matière.

Deuxièmement, le système de répression mis en place par la proposition de Règlement contient d'intéressantes pistes pour privilégier la détection et empêcher les opérations d'initiés de se produire et, le cas échéant, pour réprimer de tels comportements par des sanctions et mesures administratives infligées par l'autorité compétente en charge de la surveillance des marchés financiers.¹⁰³

Si l'idée de remettre en question le bien-fondé même de la proposition de Directive rencontre des partisans, il faudra veiller à deux choses pour améliorer l'efficacité du système de détection, surveillance et répression mis en place par la proposition de Règlement.¹⁰⁴ D'une part, il faudra pourvoir les autorités de surveillance compétentes de moyens suffisants pour faire face à l'évolution des marchés financiers vers davantage d'instruments financiers et de marchés différents à superviser. D'autre part, il faudra veiller à assurer un *level playing field* entre ces mêmes autorités, partant de la constatation que les marchés financiers européens sont à des niveaux divers de développement, que les autorités de supervision et les cours et tribunaux n'ont pas tous le même degré de compétence en matière financière. ■

.....
102 Voir notamment, le rapport de J.-M. Coulon, La dépenalisation de la vie des affaires, janvier 2008 ; B. Quentin et J.-P. Pons-Henry, Débat...Délits d'initiés : la crise de la quarantaine, La lettre du contentieux, n° 23, 2010.

103 La plus intéressante étant, nous semble-t-il, la possibilité de rendre publiques les décisions de l'autorité de contrôle et le nom des contrevenants. Encore faut-il alors respecter le droit à la protection de la vie privée (notamment l'article 8 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales) et le principe de proportionnalité.

104 Comparer Communication de la Commission européenne, Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers, COM(2010) 716 du 8 décembre 2010 (de l'avis de la Commission européenne, les sanctions pénales, et notamment les peines d'emprisonnement, sont généralement considérées comme un message de désapprobation sans équivoque de nature à rendre les sanctions plus dissuasives, à condition d'être appliquées de manière appropriée par les juridictions pénales (c'est nous qui mettons en italique)).

Recent Trends in the U.S. Capital Markets for European private issuers

Jacopo Crivellaro¹

In the last fifteen years, the American capital markets have become significantly less appealing for both domestic and foreign issuers contemplating an initial public offering (“IPO”). Changing market practices coupled with the introduction of new securities regulations have rendered listing on an American exchange substantially more expensive and burdensome than before. Contemporaneously, the emergence of new capital markets in Asia and the development of alternative forms of financing, such as debt financing through the corporate bond market, has shifted the attention of foreign issuers from a public listing in the U.S. to alternative investment opportunities. Conscious of the disadvantages of the current regime, Congress enacted the Jumpstart Our Business Startups Act (“JOBS Act”) in April 2012 with the intention of encouraging domestic and foreign investment in the American capital markets.

Historical Decline of the U.S. Capital Markets

While no single piece of legislation carries the blame for having single-handedly extinguished the appeal of the U.S. capital markets, there have been turning points in the past fifteen years which gradually but unrelentingly hindered the attractiveness of American stock exchanges. In particular, the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999² and the Sarbanes-Oxley Act of 2002³ pursued the common objective of strengthening investor protection but at the price of harsher listing and compliance requirements. Similarly, changing market practices such as the advent of electronic trading, the decimalization introduced for exchange traded shares and the Global Analyst Research Settlements of 2003⁴ have all exacerbated the limitations of the U.S. capital markets primarily by incentivizing trading over investing.

When taken collectively, these changes have caused many foreign issuers to delist and have shifted the focus of small and mid-cap companies away from a public listing and closer to expansion through mergers and acquisitions. This has been judged negatively under the perception that “M&A events

don’t produce the same job growth as IPOs”⁵ and because the waves of delisting have erased American primacy as a leader in the global capital markets. According to the statistics relied upon for the redaction of the Bill by the Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, the number of IPOs has fallen so substantially in the past decade that it has led to a “Great Depression in Listings.”⁶

Federal legislation has been instrumental in reducing the appeal of the U.S. capital markets. The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 overturned the historical separation between commercial and investment banks which had been introduced by the Banking Act of 1933.⁷ As a consequence, a period of bank consolidation followed which enabled the larger institutions to gain the dominant share of the IPO market. This meant that investment banking syndicates no longer offered a diversified composition but were made up of the largest investment banks interested in placing IPO shares with their strongest trading counterparts rather than actively seeking long-term growth investors – as would have been the case with the former boutique growth-stock investment banks.⁸ The Sarbanes-Oxley Act of 2002 was introduced to counteract the accounting scandals of Enron, Tyco International and WorldCom but significantly increased the accounting obligations required from both prospective and listed firms. Senior executives were made individually responsible for the accuracy and validity of the reported financial statements.⁹ Auditing obligations were enhanced to strengthen auditor independence through mandatory audit partner rotations.¹⁰ These requirements were perceived as extremely onerous and made U.S. listings prohibitively expensive for certain foreign private issuers.¹¹ Insofar as a single piece of legislation could have caused an *immediate* flight of foreign firms –

1 Postgraduate law student (B.C.L. Candidate), St. Catherine’s College, University of Oxford ; J.D. Columbia Law School ; LL.B. King’s College, University of London.

2 Pub.L. 106-102, 113 Stat. 1338.

3 Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745.

4 The settlement was reached by federal and state regulators and 10 leading investment banks. Settlement of 28/04/2003 reported at *SEC Fact Sheet on Global Analyst Research Settlements*, <http://www.sec.gov/news/speech/factsheet.htm>; and *Ten of Nation’s Top Investment Firms Settle Enforcement Actions Involving Conflicts of Interest Between Research and Investment Banking* <http://www.sec.gov/news/press/2003-54.htm>.

5 United States House Of Representatives Committee on Financial Services, Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, *H.R. 3606, the Reopening of American Capital Markets to Emerging Growth Companies Act of 2011*, Statement of Ms. Kate Mitchell at 24: “In fact, M&A events result in job losses in the short term as the acquiring company looks to eliminate redundant positions between the two enterprises.”

6 David Weild & Edward Kim, *A Wake up call for America*, Grant Thornton, Capital Markets Series (November 2009) ; David Weild & Edward Kim, *Market Structure is causing the IPO Crisis – and more*, Grant Thornton, Capital Markets Series (June 2010) ; David Weild & Edward Kim, *Why are IPOs in the ICU*, Grant Thornton (2008).

7 Also known as the Glass-Steagall Act, Pub. L. No. 33-66, 48 Stat. 162 (1933).

8 IPO Task Force – Presented to the US Treasury, *Rebuilding the IPO On-Ramp, Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, (October 20, 2011) at p. 14.

9 Sarbanes-Oxley Act, Title III, s.302.

10 Sarbanes-Oxley Act, Title II, s.203.

11 Christopher Woo, *The Effects of the Sarbanes-Oxley Act on Foreign Private Issuers* (Harvard Law School, International Finance Seminar, 2003) on file with author ; Kenji Taneda, *Sarbanes-Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation*, 2003 Columbia Business Law Review 715.

market practitioners seem to criticize the Sarbanes-Oxley Act for just such an effect.¹²

Changing practices in the capital markets built upon this negative spiral. The rise of electronic trading from the end of the 1990s significantly lowered the cost of trading and encouraged “short-term trading driven by volatility and changes in market price.”¹³ Similarly, the adoption of decimal pricing in 2001 (which allowed stocks to be priced in pennies rather than in fractions of a dollar) favored trading at the expense of long-term investment. The Global Analyst Research Settlements of 2003 reduced commissions for sell-side analysts so that research departments were restructured to focus on the main revenue earners (high frequency trading) rather than institution-based research. This had the consequence of making the market for small to mid-cap companies less transparent and ultimately led to a less efficient market for these shares.¹⁴

Recent data relied upon by the Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises priced the compliance cost for U.S. listed firms at \$2.5 million for the initial IPO registration and an annual ongoing compliance cost of \$1.5 million.¹⁵ Given that the current economic crisis has rendered even the more promising IPO uncertain in its outcome¹⁶ all these factors, when taken together, induced many issuers to forego listing in the U.S. and convinced many others to delist.

Changes in Market Conditions

It is surprising to note that it was the changing regulatory and financial environment in Europe which first helped restore the appeal of the U.S. capital markets for European issuers. On the one hand, European financial regulation increased over the past decade neutralizing the regulatory gap which existed at the time the Sarbanes-Oxley Act was enacted. Thus, in Germany the balance sheet oath “Bilanzzeit” imposes managerial duties on the Board of Directors to an extent comparable to Sarbanes-Oxley.¹⁷ Similarly, the prolonged European debt crisis and the uncertainty over the future of the single currency have both served to discourage listings on

a Euro-linked exchange.¹⁸ Even the London Stock Exchange has suffered a deep setback from the criticism voiced by BlackRock International highlighting structural flaws in its IPO process.¹⁹

The JOBS Act

Discontent over the economic consequences of the stifled U.S. capital markets encouraged Congress to pass one of the more significant pieces of securities legislation in the past decades. While the JOBS Act does not subvert the traditional framework of ensuring investor protection through an extensive system of disclosure, it provides substantial incentives for “emerging growth companies” to list on the capital markets. In fact, the Act introduces a “scaled, regulatory compliance pathway”²⁰ permitting firms to grow and phase into compliance rather than face all regulatory burdens at once. Foreign private issuers may qualify as emerging growth companies and benefit from almost all the liberalizations of the Act.²¹

Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies

The JOBS Act is centered on the notion of improving access to capital markets for emerging growth companies (“EGC”). These are defined as issuers that post total annual gross revenue of less than \$1 billion in the most recently completed fiscal year and which complete their first registered sale of securities after December 2011.²² While “smaller reporting companies” (companies with market capitalizations inferior to \$75 million) were already the subject of a preferential disclosure regime, Congress decided to introduce a new category of issuer in the belief that the “smaller reporting companies” distinction was drawn too narrowly and only favored micro-cap (rather than small cap) companies.²³

12 Statements by Peter Y. Solmssen, *Foreign issuers – the view from Germany*, 43rd Annual Institute on Securities Regulation – Practising Law Institute, New York City, 2011 (982 PLI).

13 IPO Task Force – Presented to the US Treasury, *Rebuilding the IPO On-Ramp, Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, (October 20, 2011) at p. 13: “In the new, low-cost, frictionless environment promulgated by electronic trading and decimalization, investment banks now generate revenue primarily by executing a high volume of low-priced trades meant to capitalize on short-term changes in the price of highly liquid, very large-cap stocks.”

14 IPO Task Force – Presented to the US Treasury, *Rebuilding the IPO On-Ramp, Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, (October 20, 2011) at p. 14.

15 IPO Task Force – Presented to the US Treasury, *Rebuilding the IPO On-Ramp, Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, (October 20, 2011) at p. 9.

16 See for example, the Facebook’s IPO on the NASDAQ exchange in May 2012.

17 Handelsgesetzbuch (HGB), § 331 s.3a ; Cordula Heldt & Sascha Ziemann, *Sarbanes-Oxley in Deutschland?* 2006 Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 652. See more generally, Thomas M. J. Möllers, *Creating Standards in a Global Financial Market – The Sarbanes-Oxley Act and other Activities : What Europeans and Americans could and should learn from each other* (2007) European Company and Financial Law Review 173.

18 PWC, IPO Watch Europe Q3 (2012).

19 Letter of Luke Chappell and James Macpherson of BlackRock International. Reported in Sharlene Goff and Anousha Sakoui, *BlackRock anger at banks’ IPO fees*, Financial Times, May 29, 2011 ; Iain Dey, *US fund lambasts bankers*, The Times, May 29, 2011.

20 United States House Of Representatives Committee On Financial Services, Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, *H.R. 3606, the Reopening of American Capital Markets to Emerging Growth Companies Act of 2011*, Statement of Ms. Kate Mitchell at 8.

21 There is only an exception for the crowdfunding provisions. Title III, JOBS Act, s.301-305.

22 JOBS Act, s.101(a), amending Securities Act of 1933, s.2(a)(19) [15 U.S.C. 77b(a)], and Securities Exchange Act of 1934, s.3(a) [15 USC 78c(a)]. An issuer will be treated as an emerging growth company until the earliest of the following scenarios : 1) the last day of the fiscal year in which the firm posts a gross revenue of at least \$1 billion ; 2) five years from the date of the IPO ; 3) the date on which it has, during the previous three-year period, issued more than \$1 billion in non-convertible debt ; 4) or the date on which it is deemed a large accelerated filer under the Exchange Act (as defined in Section 240.12b-2 of Title 17, Code of Federal Regulations). The fact that an EGC does not benefit from a grace period once it loses its status may be a concern for companies which unexpectedly surpass the jurisdictional thresholds during the final quarter insofar as this would trigger obligations relating to the entire fiscal year. John W. White, Kris F. Heintzelman, et al., *The JOBS Act : Reforms to the Capital Raising Process (Updated)*, (May 8, 2012) at p. 2.

23 IPO Task Force – Presented to the US Treasury, *Rebuilding the IPO On-Ramp, Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, (October 20, 2011) at p. 9.

The principal liberalizations introduced by the JOBS Act which affect foreign issuers are the following :

Reduced Disclosure

An EGC needs only to provide two years of audited financial statements rather than the usual three year record.²⁴ The actual value of this derogation is questionable insofar as financial statements may already be publicly accessible if the foreign issuer is listed on a foreign exchange.²⁵ Moreover, the EGC is only required to comply with new financial accounting standards when private companies would be required to so comply.²⁶

Auditing Provisions

Section 404(b) of the Sarbanes-Oxley Act (which requires that the external auditors attest the adequacy of the issuer's internal control over financial reporting) is not applied to an EGC.²⁷ Similarly, the mandatory audit firm rotation and the supplement to the auditor's report are not required from EGC listed companies.²⁸ These provisions were perceived as particularly onerous for small issuers and their temporary suspension is likely to be a decisive factor for foreign issuers uncertain whether to choose a JOBS IPO or to follow the traditional IPO route.

Executive Compensation Disclosure

An EGC is exempt from the provisions introduced by the Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 requiring disclosure of the ratio of CEO compensation to median employee compensation, as well as those provisions which require firms to hold a "say-on-pay" advisory vote on the compensation of executive officers and those relating to "pay versus performance".²⁹

Stimulating Flow of Information relating to EGC

Brokers and dealers may publish and distribute research reports which contain opinions or recommendations concern-

ing the securities of an EGC which is planning an IPO.³⁰ Publication of the reports will not be considered an offer to sell the security even if the investment bank participates in the public offering.³¹

It is unclear whether investment banks will take advantage of this new flexibility. While the publication of pre-IPO research is common in filings outside of the U.S., the threat of litigation remains a concern for U.S. underwriters whose research would still be potentially subject to the anti-fraud provisions.³² Moreover, concerns are raised that the interaction of the JOBS Act with pre-existing rules governing conflicts of interest and the duties of research analysts have not been adequately addressed in the legislation.³³

Testing the Waters

The JOBS Act permits an EGC to accurately judge market interest in a potential public offering by expanding the range of permissible pre-filing communications the issuer can make to include communications with accredited institutional investors and qualified institutional buyers.³⁴ Allowing an EGC to *test the waters* through these pre-filing communications is an important way for the issuer to determine the IPO's probability of success. Thus, it is particularly helpful to avoid the embarrassment of a failed IPO and may help structure a private placement of securities in its stead.³⁵

Confidential Submissions to the SEC

Prior to the IPO date, an EGC may submit a draft registration statement to the regulators for confidential review provided that all initially confidential statements are publicly filed with the SEC no later than 21 days before the date on which the issuer conducts a road show.³⁶ Foreign private issuers had previously benefitted from an analogous confidential treatment, but this policy was reversed in December 2011 when the SEC limited confidential registration to foreign governments registering their debt securities, foreign private issuers that are listed on a non-US exchange, foreign private issuers that are being privatized by a foreign government and foreign

24 15 U.S.C. 77(g)(a)(2)(A). In any report made by the EGC pursuant to the continuing reporting obligations of the 1934 Act, the EGC is not expected to supply financial data prior to the earlier period for which audited financial statements were presented in the IPO registration statement (the 2 year period).

25 Anna T. Pinedo & James R. Tanenbaum. *Accessing the US markets, A warmer climate for foreign issuers*, Practical Law Company, June 2012, at p. 1.

26 15 U.S.C. 77(g)(a)(2)(B).

27 S.103 JOBS Act, amending 15 U.S.C. 7262(b). Compliance with s.404 was estimated as high as \$2 million for certain companies, United States House Of Representatives Committee On Financial Services, Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, *H.R. 3606, the Reopening of American Capital Markets to Emerging Growth Companies Act of 2011*, Statement of Ms. Kate Mitchell at 8; Securities and Exchange Commission, Study of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Section 404 Internal Control over Financial Reporting Requirements, September 2009.

28 S.104 JOBS Act, amending 15 U.S.C. 7213(a)(3).

29 15 U.S.C. 78-1(e)(2) ; s.953(b)(1) of the Dodd Frank Act. Abigail Arms, John J. Cannon III *et al.*, *New Law Reduces Executive Compensation Disclosure Obligations and Eliminates Say-on-Pay Votes for Emerging Growth Companies*, (April 2, 2012) at p. 2.

30 15 U.S.C. 77b(a)(3) defines a research report.

31 15 U.S.C. 77b(a)(3).

32 Glen R. Pollner, *The JOBS Act : What it means for Capital Markets Practices and Capital Raising Strategies*, (2012) Recent Developments in Securities Laws, at p. 3.

33 In particular, the JOBS Act has not addressed the interaction with the provisions of the Global Analyst Research Settlements of 2003, NYSE Rule 472, or the SEC's Regulation AC. Glen R. Pollner, *The JOBS Act : What it means for Capital Markets Practices and Capital Raising Strategies*, (2012) Recent Developments in Securities Laws, at p. 3-4.

34 15 U.S.C. s.77^c(d). The term qualified institutional buyer is defined in section 230.144A of title 17 Code of Federal Regulations, while the term institutional accredited investor is defined in section 230.501(a) of title 17 Code of Federal Regulations.

35 Philip J. Kardis II, Robert K. Smith & Barry J. Spatzer, *Capital Markets Relief : Jobs (Jumpstart Our Business Startups) Act eases Regulatory Barriers to IPOs and other Capital Raising Alternatives*, (2012) American Law Institute - American Bar Association, Fundamentals of Securities Law, 571.

36 15 U.S.C. 77f(e)(1). Information received by the SEC according to this subsection is considered confidential, and the SEC cannot be compelled to disclose it. 15 USC 77f(e)(2).

private issuers that can demonstrate that the public filing would conflict with the laws of its home jurisdiction.³⁷

Opt-In

Given that the Wall Street investor community prices issuers according to the quality of the disclosures made, an EGC may choose to forego the JOBS Act liberalizations and resort to the traditional IPO listing rules in the belief that this may help market the shares more successfully.³⁸

Facilitating Private Placements

Besides from facilitating IPOs, the JOBS Act also relaxes restrictions on private placements of securities. In particular, the Act requires the SEC to promulgate rules to revise the prohibition against general solicitation or advertising under Rule 506 of Regulation D³⁹ insofar as the issuer takes reasonable steps to verify that the ultimate purchaser is an accredited investor.⁴⁰ The SEC is also required to amend Rule 144A⁴¹ to provide that securities may be offered to persons other than qualified institutional buyers so long as the ultimate purchaser is reasonably believed to be a qualified institutional buyer.⁴²

Analysis

The Congressional intent in reducing auditing and disclosure obligations for EGCs was to ensure that budding companies could allocate “*more of the capital they raise from the IPO process towards hiring new employees, developing new products, expanding into new markets and implementing other elements of their growth strategies – as opposed to funding the type of complex compliance apparatus designed for larger, more mature companies.*”⁴³ This desire to improve the attractiveness of the U.S. capital markets for emerging companies also pursued the objective of rendering American markets more competitive on a global scale. In this sense, the response to the JOBS Act has been decidedly positive.

Several European companies have listed in the U.S. in the past year including rising European tech firms AVG Technologies (NYSE : AVG), Edwards Group (NASDAQ : EVAC)

and Fleetmatics (NYSE : FLTX).⁴⁴ More concern has been raised by the high profile listing of Manchester United (NYSE : MANU) in August 2012. Despite qualifying as an EGC, the football club poorly corresponds with the type of beneficiary envisaged by Congress when introducing the liberalizations of the JOBS Act. Not only is Manchester United a firm which can boast a one hundred and thirty four year old history (thus clearly not embodying the emerging recently-founded tech company paradigm) but the club is also significantly over-leveraged thereby suggesting that the capital raised will be used primarily to repay debts. Moreover, the firm’s tenuous links with the U.S. suggest that the public listing will create only minimal domestic job openings. In fact, the apparent incongruity of a European football club listing in the U.S.⁴⁵ suggests that probably only regulatory arbitrage inspired the choice to list on the New York Stock Exchange.⁴⁶ The downside of a generous definition of what qualifies as an EGC is that it may permit shell companies and firms which are decidedly non-EGC to benefit from a backdoor registration to the U.S. capital markets without providing the benefits intended by the legislation.⁴⁷

While the number of U.S. inbound IPOs attests to the success of the JOBS Act on an international plane, on a domestic level concerns have been raised that those aspects of the Act which sought to encourage domestic investment in the capital markets have not been adequately prioritized.⁴⁸ As such, the rules concerning crowd funding – provisions which would have allowed small aggregate amounts of securities to be sold to non-accredited investors through online funding portals – have still not been promulgated by the SEC.

Conclusion

Following the enactment of the JOBS Act in 2012 the U.S. capital markets have regained an appeal for European issuers. While American markets always presented a potential source of financing for emerging firms given the depth of the capital market, the recent Act has effectively neutralized some of the more hostile aspects of U.S. securities regulation. Despite concerns that the ways in which the JOBS Act is being utilized by some foreign issuers may not correspond with the policy objectives intended by Congress, the Act is certainly a fundamental step in restoring American markets to a truly competitive, global role. ■

37 Securities and Exchange Commission, *Non-Public Submissions from Foreign Private Issuers*, December 8, 2011. <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/internat/nonpublicsubmissions.htm>.

38 As is permitted by the opt-in right of Sec 107, JOBS Act. Philip J. Kardis II, Robert K. Smith & Barry J. Spatzer, *Capital Markets Relief: Jobs (Jumpstart Our Business Startups) Act eases Regulatory Barriers to IPOs and other Capital Raising Alternatives*, (2012) American Law Institute - American Bar Association, *Fundamentals of Securities Laws*, 571. Conference of the Law Society/American Bar Association : Capital markets in the 21st century, Panel on “European Companies Listing on the New York Stock Exchange or the Nasdaq Stock Market”, London, November 29, 2012.

39 Section 230.506 of Title 17, code of Federal Regulations.

40 JOBS Act, s.201(a)(1).

41 Section 230.144A of title 17, Code of Federal Regulation.

42 JOBS Act, s.201(a)(2).

43 United States House Of Representatives Committee On Financial Services, Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, *H.R. 3606, the Reopening of American Capital Markets to Emerging Growth Companies Act of 2011*, Statement of Ms. Kate Mitchell at p. 10.

44 Jessica Hodgson, *Europe’s IPO Market Looks to U.S. for Inspiration*, Wall Street Journal, August 14, 2012.

45 Analogized as “listing a ski resort on a stock exchange in the Caribbean” Paul Hodgson, *Manchester United to list on NYSE and register in the Cayman Islands*, GMI Ratings, July 5, 2012.

46 Steven M. Davidoff, *In Manchester United’s I.P.O., a preference for American Rules*, New York Times Dealbook, July 10, 2012 ; Ryan Bolger, *How the US JOBS Act helped Man U offering*, International Financial Law Review, August 16, 2012.

47 Emily Chasan, *Meet the JOBS Act’s Jobs-Free Companies*, Wall Street Journal, 4 June 2012.

48 Dina El Boghdady, *Jobs Act falls short of grand promises*, Washington Post, 28 March 2013 ; Jessica Holzer, *JOBS Act Sputters on IPOs*, Wall Street Journal, 27 March 2013. It should be noted that the crowd funding provisions are not available for foreign issuers.

Complémentarité et concurrence des formes de sociétés commerciales en France : une approche statistique

Pierre-Louis Périn

Docteur en droit
Avocat associé, cabinet SJ Berwin
Chargé de cours à Sciences Po Paris

ABSTRACT : *This study of the corporate legal form of enterprises in France is based on the statistics published by the Institut national de la statistique et des études économiques (Insee). These statistics show that the prevailing legal form is the société à responsabilité limitée (SARL), with 1.3 million entities on 1st January 2011, representing 85% of the total number of commercial companies. The société par actions simplifiée (SAS) is the second most common form with 10%; this represents a significant progression for this type of company which represented 0% in 2000, while the number of sociétés anonymes (SA) decreased from 16% to 3% of the total number of commercial companies during the same period. The SAS is still increasing its relative share, representing 19% of the newly constituted companies in 2012.*

The study also shows that the legal form of companies is closely related to their size: while each SARL has in average 1.1 establishment, this index rises to 2 for a SAS and to 3 for a SA; of the companies having 50 employees or more, 58% are SAS and 23% are SA. However, the study indicates that there is a less significant correlation between the legal form and the business activity or the localization of the enterprise.

L'objet de cette étude consiste à examiner les différentes formes juridiques de sociétés commerciales (SARL, SA, SAS, etc.), d'abord en masses globales, puis en les comparant en termes d'activité, de taille et de localisation.

Donner une image statistique du monde des sociétés commerciales complète l'approche empirique habituelle. L'importance d'une forme juridique ne se mesure certes pas que dans les chiffres. Être de l'ordre de l'infiniment petit, statistiquement parlant, n'empêche pas les sociétés en commandites par actions (SCA) d'habiller des sociétés aussi importantes que Michelin, Lagardère ou Hermès ; et s'il s'agit de mesurer l'importance de la forme de société anonyme (SA), chacun conviendra qu'elle demeure centrale dans la construction du droit des sociétés et dans la gouvernance des groupes, dont elle est souvent la société de tête. Pour autant, cette étude confirme et mesure la baisse importante, en valeurs absolue et relative, du nombre de SA, mais aussi le fait qu'elle reste la forme sociale des plus grandes entreprises.

L'étude des stocks et des flux montre le succès de la SARL et de la SAS, la première restant dominante en masse et la seconde marquant des progrès continus. Le croisement des données de forme juridique avec celles dont on dispose sur l'activité, la taille et la localisation des entreprises permet d'affiner la typologie des sociétés commerciales. On peut ainsi dégager les grands traits de la spécialisation des formes juridiques et mesurer les termes de leur complémentarité et de leur concurrence.

Il ne faut toutefois pas trop attendre de la présente étude. On aimerait approcher par cette voie chiffrée les problématiques de financement ou de gouvernance, mais on manque pour cela de données.

Cette étude se fonde exclusivement sur les données statistiques publiées par l'Insee¹. Les tableaux et chiffres présentés ont été construits ou extraits à partir de ces données. La principale justification de cette publication est ainsi de diffuser des séries fiables qui ne sont pas toujours aisément accessibles.

I. Une décennie de statistiques (2000-2011) : des évolutions profondes

Au 1^{er} janvier 2011, on comptait en France un nombre total de 4.231.005 entreprises, dont 1.631.374 sociétés commerciales

Au 1^{er} janvier 2000, il existait 956.435 sociétés commerciales. Leur population a donc connu une augmentation nette de 70 % en 11 ans.

Comme on le verra, ces gros bataillons sont surtout formés de petites entreprises. Et c'est encore plus vrai si l'on s'intéresse aux entreprises qui n'ont pas la forme de sociétés : le succès des différents statuts d'auto-entreprises, depuis 2009, a conduit à ce qu'il existe au 1^{er} janvier 2011, 2.191.823 entrepreneurs individuels, soit la moitié du nombre total d'entreprises.

Répartition par formes de sociétés commerciales

L'Insee répertorie six formes de sociétés commerciales dans la classification simplifiée dite CJ2, qui ne recoupe pas exactement les catégories des juristes (voir sous le tableau principal). Ce niveau ne distingue pas, par exemple, entre les sociétés en commandite simples et par actions.

Le succès des formes proposées par la loi est pour le moins contrasté : au 1^{er} janvier 2011, il existait 10 sociétés européennes et 1,3 million de SARL !

1 Institut national de la statistique et des études économiques. Les séries complètes disponibles sur toutes les catégories d'entreprises vont du 1^{er} janvier 2006 au 1^{er} janvier 2011. Des chiffres moins complets mais portant sur les années antérieures à 2006, d'une part, ou sur les années 2011 et 2012, d'autre part, ont permis de compléter cette étude. Sauf indication contraire, les données sont issues des fichiers de dénombremens d'entreprise, tous secteurs confondus, au 1^{er} janvier 2011. Il s'agit du décompte des entreprises, c'est-à-dire des personnes juridiques. Les décomptes par nombre d'établissements s'intéressent aux unités économiques et donnent des nombres plus importants, car il peut y avoir plusieurs établissements par entreprise. Nous renvoyons aux définitions données par l'Insee pour les catégories statistiques suivies.

Tableau général – Sociétés commerciales 2000-2011

Statistiques de nombre de sociétés commerciales 2000 - 2011																	
Forme	SAS		SARL		Total SA		SA CA	SA Directoire	SC		SNC		SE		Coopératives commerciales		TOTAL Sociétés commerciales
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%			Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	(100%)
Date																	
Série Denent																	
01.01.2011	162 102	9,94%	1 389 469	85,17%	48 716	2,99%	44 491	4 225	1 132	0,07%	29 375	1,80%	10	0,00%	570	0,03%	1 631 374
01.01.2010	137 136	8,78%	1 339 723	85,80%	53 696	3,44%	49 277	4 419	1 159	0,07%	29 112	1,86%	12	0,00%	563	0,04%	1 561 401
01.01.2009	120 190	7,98%	1 296 114	86,01%	59 680	3,96%	55 028	4 652	1 183	0,08%	29 205	1,94%	9	0,00%	562	0,04%	1 506 943
01.01.2008	113 087	7,89%	1 224 349	85,41%	65 385	4,56%	60 544	4 841	1 185	0,08%	28 945	2,02%	7	0,00%	562	0,04%	1 433 520
01.01.2007	104 276	7,70%	1 141 013	84,25%	72 036	5,32%	66 997	5 039	1 186	0,09%	35 235	2,60%	0	0,00%	565	0,04%	1 354 311
01.01.2006	95 615	7,58%	1 052 984	83,45%	79 291	6,28%	73 966	5 325	1 199	0,10%	32 150	2,55%	0	0,00%	556	0,04%	1 261 795
Série Stent																	
01.01.2006	91 916	7,54%	1 023 761	83,96%	75 550	6,20%	70 531	5 019	1 106	0,09%	26 458	2,17%			554	0,05%	1 219 345
01.01.2005	80 918	6,93%	971 822	83,19%	86 923	7,44%	81 748	5 175	1 142	0,10%	26 863	2,30%			514	0,04%	1 168 182
01.01.2004	65 484	5,85%	921 054	82,25%	103 913	9,28%	98 489	5 424	1 228	0,11%	27 661	2,47%			498	0,04%	1 119 838
01.01.2003	49 637	4,63%	873 336	81,46%	119 530	11,15%	113 974	5 556	1 251	0,12%	27 916	2,60%			499	0,05%	1 072 169
01.01.2000	4 250	0,44%	764 006	79,88%	157 927	16,51%	152 914	5 013	1 393	0,15%	28 367	2,97%			492	0,05%	956 435

Source Insee

Série Denent - Fichiers de dénombrement d'entreprises, France entière, toutes activités, en activité au 01.01

Série Stent - Fichiers de stock d'entreprises, France entière, champ marchand non agricole, en activité au 01.01

SAS : société par actions simplifiée

SARL : société à responsabilité limitée

SA : société anonyme

SA CA : société anonyme à conseil d'administration

SA Dir : société anonyme à directoire et conseil de surveillance

SC : société en commandite (simple ou par actions)

SNC : société en nom collectif

SE : société européenne

SCC : sociétés coopératives commerciales (crédit mutuel, assurances mutuelles)

La population des SARL a beaucoup augmenté de 2000 à 2011, en passant de 764.006 à 1.389.469, mais sa part dans le total était déjà si prééminente qu'elle n'a crû que de 80 % à 85 % du total. En fait, la SARL a atteint un pic de 86 % en 2009, mais décroît légèrement depuis, pour les raisons exposées plus bas.

Pour élargir les comparaisons à d'autres formes de groupements, au 1^{er} janvier 2011, il existait 216.288 sociétés civiles, 117.057 associations et 8.705 GIE. On relève aussi la présence de 9.427 personnes morales de droit étranger immatriculées au Registre du commerce et des sociétés, ce qui rappelle que les structures juridiques de droit français ne sont pas les seuls opérateurs d'entreprises sur le territoire national.

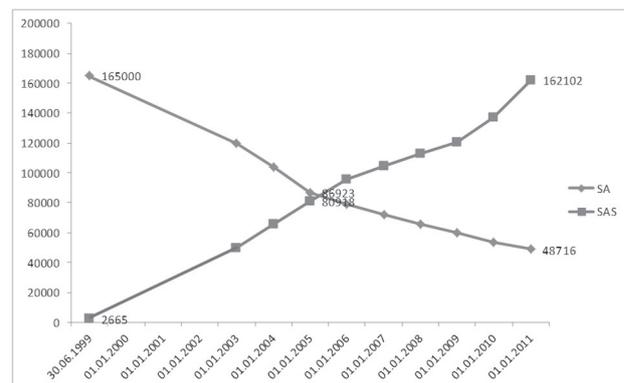
Les vases communicants entre SA et SAS

Le phénomène le plus remarquable de la période est le formidable effet de vases communicants intervenu entre la SA et la SAS.

Le point de départ de ce phénomène a été la loi du 12 juillet 1999 qui a libéralisé la SAS et permis sa constitution par tous². À cette date, soit cinq ans après la création de la SAS en 1994, il n'existait que 2.600 SAS, alors que la SA était la forme choisie par 165.000 sociétés.

Les proportions se sont inversées et les courbes se sont croisées en 2005. Le phénomène n'a guère ralenti depuis.

Nombre de SA et de SAS – 1999 à 2011



II. Typologie des entreprises selon leur forme juridique : spécialisation et complémentarité

Cette partie se fonde sur les chiffres au 1^{er} janvier 2011³. On y découvre que le choix d'une forme juridique dépend, dans une certaine mesure, du secteur d'activité, mais beaucoup moins de la région d'implantation, le critère le plus discriminant étant la taille de l'entreprise.

Répartition par activités

La SARL serait-elle la société préférée des maçons et la SAS celle des *golden boys* ?

Il faut se garder des raccourcis rapides, car même dans le domaine de la finance, où l'on trouve relativement moins de SARL, celle-ci reste, et de loin, la forme la plus représentée.

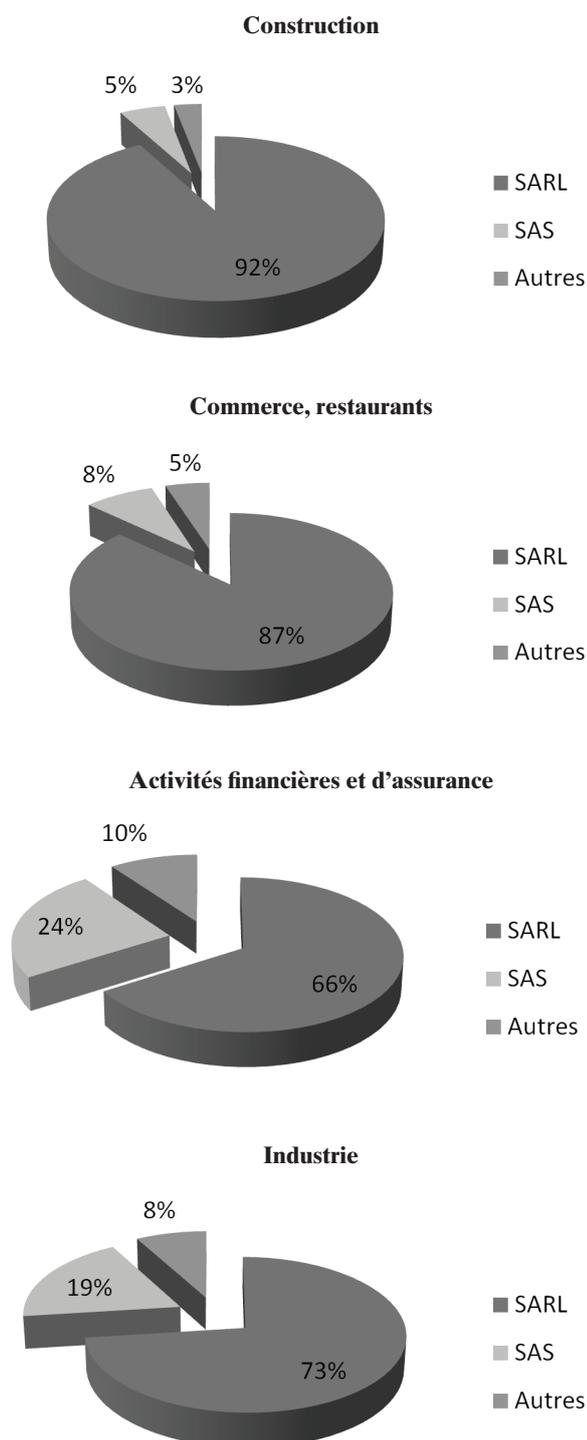
2 M. Germain et P.-L. Périn, « SAS La société par actions simplifiée – Études – Formules », Joly éditions – Lextenso éditions, Coll. Pratique des affaires, 5^e éd. 2013, n° 4 et s.

3 Série Insee *Denent*, variables économiques (A10, A64, APE, Taille) et géographiques (régions, agglomérations).

On constate que si la SARL représente 85 % en moyenne des sociétés toutes activités confondues, ce pourcentage monte à 92 % dans le secteur de la construction et à 95 % dans les « autres activités de service » (sports, arts, divers). Elle est en revanche relativement sous-représentée dans les secteurs financiers (66 %) et de l'industrie (73 %).

La SAS passe, quant à elle, d'une moyenne générale de 10 % à 24 % dans les activités financières et d'assurance, 19 % dans l'industrie et 13 % dans l'information et la communication. Elle tombe à 5 % dans le domaine de la construction, 7 % dans l'administration publique (enseignement, santé) et les activités immobilières et 3 % pour les autres services.

Formes de sociétés par types d'activités (01.01.2011)



Il n'y a guère que dans les activités financières et d'assurance que la SA garde une part significative avec 8 % de ce secteur, contre 3 % de moyenne générale. Il est vrai que certaines activités sont encore réservées à cette forme de société, comme les sociétés d'assurance.

Le secteur financier est aussi celui où l'on voit la plus forte concentration de commandites (1 % de toutes les sociétés de ce secteur, mais 77 % du total des commandites).

La société en nom collectif a pour domaine de prédilection l'immobilier, où elle représente 6 % des sociétés contre 1,8 % de moyenne générale, et surtout quelques activités de commerce où elle a traditionnellement une part quasi-exclusive, comme pour les débits de tabac (96 % des sociétés de ce secteur⁴), ou significative comme pour les pharmacies (30 %⁵) et les marchands de journaux (22 %).

On le voit, certains écarts par rapport à la moyenne résultent de la loi elle-même, lorsqu'elle impose une ou plusieurs formes juridiques pour des activités données. Mais entre les SAS et les SARL, dont les différences ne sont pas si marquées⁶, on serait enclin à penser que leur réception différente selon les secteurs où le choix de la forme d'exploitation est libre, tient surtout à des facteurs culturels, ou autrement dit, à des habitudes qui peuvent évoluer (v. plus bas).

Répartition géographique

Il n'y a pas de grande disparité selon les régions d'implantation. On note une légère surreprésentation des SA et des SAS dans les régions fortement urbanisées (Île-de-France, Rhône-Alpes, Nord-Pas-de-Calais), et en sens inverse une plus grande proportion de SARL dans les zones rurales. Mais la différence avec la moyenne nationale dépasse rarement deux points de pourcentage.

La région Île-de-France regroupe 29 % de toutes les sociétés commerciales. Mais elle concentre 34 % des SAS, 38 % des SA et 40 % des SCA, contre 27 % des SARL seulement, ce qui montre tout de même un appétit plus fort pour les actions que pour les parts sociales dans la région parisienne.

Répartition par taille

Nous n'avons pas eu accès à des données comptables et financières sur la taille relative des entreprises selon leur forme juridique.

Mais deux critères permettent de vérifier que la taille de l'entreprise est un facteur discriminant de la forme juridique.

4 L'article 568 du code général des impôts prévoit qu'un débitant de tabac ne peut gérer son activité que sous la forme juridique de l'exploitation individuelle ou de la société en nom collectif.

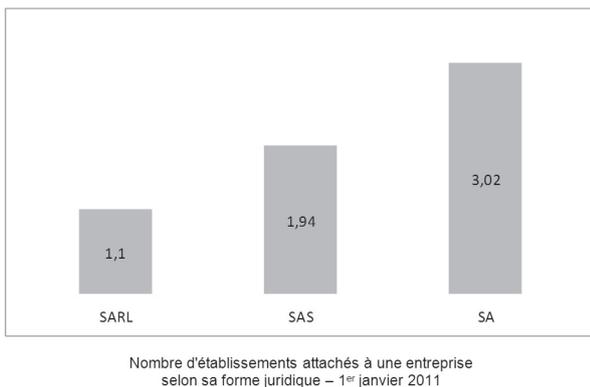
5 L'article L. 5125-17 du code de la santé publique réserve l'exploitation des pharmacies sous forme de société aux SARL, SNC et sociétés d'exercice libéral (SEL) sous leurs diverses formes. L'usage des SEL progresse rapidement, de sorte que cette forme devance maintenant celle de SNC : v. G. Roulier, « Critères de choix de la forme juridique d'exploitation d'une officine de pharmacie et opportunités offertes par les SPFPL », thèse (pharmacie), faculté Joseph Fourier de Grenoble, 2011.

6 M. Germain, P.-L. Périn et P.-Y. Lagarde, « Avantages financiers comparés de la SAS et de la SARL », Actes pratiques & ingénierie sociétaire, mai-juin 2013.

Nombre d'établissements par société

On peut considérer que le démembrement d'une entreprise en de multiples établissements⁷ est un signe de son importance. En rapportant le nombre d'établissements au nombre d'entreprises auxquels ils sont rattachés, selon leur forme, on trouve un indice assez parlant. La base étant de 1 (pour une entreprise exploitant un établissement unique), l'indice s'élève à 1,11 pour les SARL, 1,94 pour les SAS et 3,02 pour les SA. Ce qui montre que la SA reste la forme des plus grandes entreprises.

Nombre d'établissements par entreprise, selon la forme juridique (01.01.2011)



Effectifs salariés

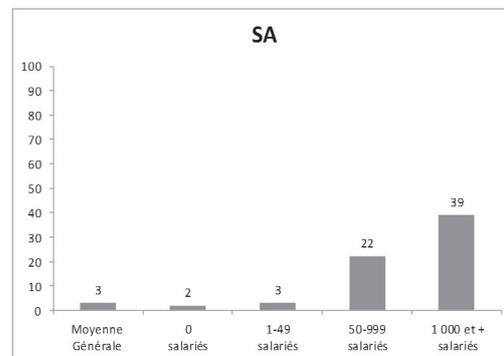
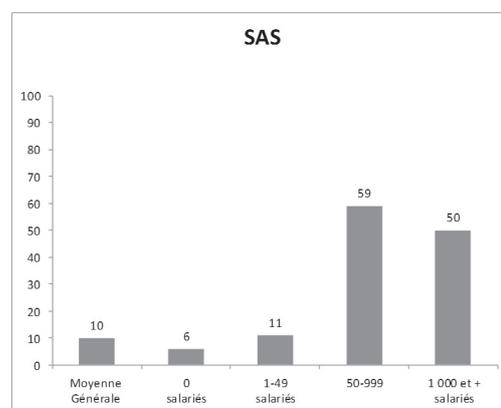
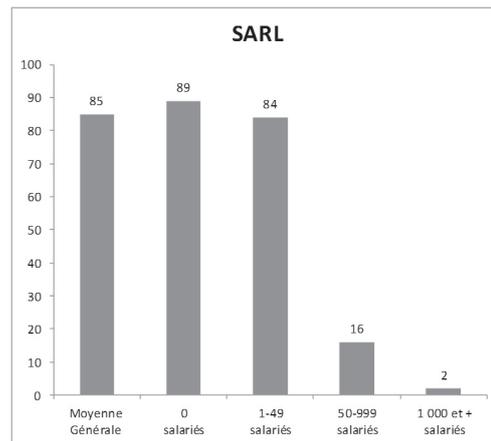
Dans le domaine des effectifs employés par société, les différences sont marquées. Jusqu'à 49 salariés, la répartition selon la forme juridique reste à peu près en ligne avec les pourcentages globalement constatés. Mais au-delà, la part des SARL chute et celle des sociétés par actions dépasse les 80 %.

Ainsi, si l'on trouve une moyenne de 85 % de SARL sur la totalité des sociétés commerciales, cette part de SARL est de 89 % dans les sociétés sans salariés et de 83 % dans les sociétés entre 1 et 49 salariés. Ce pourcentage tombe à 16 % de SARL dans les sociétés ayant entre 50 et 999 salariés, et à 2 % au-delà.

Pour les SAS, la moyenne générale de 10 % s'élève à 59 % pour les sociétés entre 50 et 999 salariés et à 50 % des sociétés de 1.000 salariés et plus.

Pour les SA, la part moyenne de 3 % s'élève à 22 % pour les sociétés entre 50 et 999 salariés et à 39 % des sociétés de 1.000 salariés et plus.

Formes de sociétés et nombre de salariés (01.01.2011)



% de SARL, SAS et SA sur le nombre total de sociétés commerciales, par tranche d'effectifs salariés. Le solde (non représenté) est réparti entre les autres formes de sociétés commerciales

Commissariat aux comptes

On peut faire ici une brève incidente sur la question des seuils légaux rendant obligatoire la nomination de commissaires aux comptes dans les SARL et les SAS⁸. L'un de ces seuils s'exprime par le nombre de salariés. Il est de 50 salariés pour les SARL et de 20 salariés pour les SAS.

Seules 0,36 % des SARL dépassent le seuil de 50 salariés, tandis que 26 % des SAS dépassent le seuil de 20 salariés qui

⁷ Selon la définition de l'Insee, l'établissement est une unité de production géographiquement individualisée, mais juridiquement dépendante de l'entreprise.

⁸ Pour les SARL, il faut dépasser deux des trois seuils suivants : 1.550.000€ de taille de bilan, 3.100.000€ de chiffre d'affaires hors taxes, et 50 employés (C. com., art. R. 221-5 et R. 123-200 sur renvoi des art. R. 223-27 et L. 223-35). Pour les SAS, il faut dépasser deux des trois seuils suivants : 1.000.000€ de taille de bilan, 2.000.000€ de chiffre d'affaires hors taxes, et 20 employés (C. com., art. R. 227-1 et R. 123-200 sur renvoi de l'article L. 227-9-1).

leur sont respectivement applicables. Il faudrait croiser ces chiffres avec les données de chiffre d'affaires et de bilan pour donner la proportion de ces sociétés qui doivent nommer un commissaire aux comptes. Mais l'on voit bien que la proportion des SARL concernées par cette obligation est très ténue.

III. Créations de sociétés de 2008 à 2012 : la concurrence entre SARL et SAS

Une étude de l'Insee⁹ indique qu'en 2012 il s'est créé 4 % de sociétés de moins que l'année précédente, qui était déjà en retrait par rapport au sommet atteint en 2010.

Entreprises individuelles et sociétés unipersonnelles

Dans le champ plus large de la création d'entreprises, le fait majeur entre 2009 et 2012 est la création d'un nombre très important d'auto-entreprises. Ce succès de l'entreprise d'un seul se prolonge au sein même du groupe des sociétés, avec la progression de la forme unipersonnelle de la SARL (l'EURL) et de la SAS (la SASU).

De manière générale, la forme unipersonnelle, EURL et SASU confondues, progresse et passe de 22 % du nombre total des sociétés créées en 2008 à 37 % en 2012. La part des EURL passe de 21 % à 29 % et celle des SASU de 1 % à 8 %.

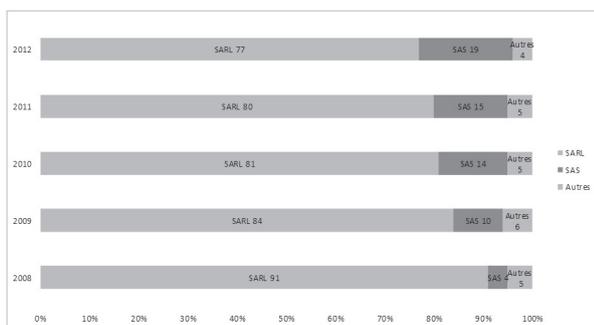
Nette progression de la SAS

Cette étude de l'Insee révèle que la SAS représentait, en 2008 et pour les années précédentes, 4 % des créations de sociétés. Ce pourcentage a fortement augmenté depuis, de manière continue et progressive : 10 % en 2009, 14 % en 2010, 15 % en 2011 et 19 % en 2012.

La part des créations d'autres formes de sociétés, toutes confondues, restant stable à 4 ou 5 %, c'est donc la part de SARL dans le total des sociétés créées qui s'est amenuisée pendant cette période. Elle est passée de 91 % en 2008 à 77 % en 2012.

Cela n'empêche pas la SARL de représenter encore – et de loin – les plus gros bataillons des sociétés qui se créent chaque année.

Créations de sociétés commerciales – 2008-2012



% de SARL, SAS et d'autres sociétés sur le nombre total de sociétés commerciales créées, par années (Tableau Insee Première, n° 1433)

La concurrence entre SAS et SARL

Fin 2008, la SARL a atteint son apogée, avec 86 % du nombre de sociétés existantes. En 2009, la baisse de la part des SARL dans le nombre de créations s'est amorcée.

L'inflexion de 2008 est sans doute due à la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie qui a allégé le régime des SAS en supprimant l'exigence d'un capital minimal et en rendant facultatif le commissariat aux comptes pour les plus petites SAS. Ce faisant, la loi a adapté la SAS aux besoins des petites et moyennes entreprises, voire des très petites entreprises, et l'a rapprochée de la SARL. Il n'est pas étonnant que ces deux formes soient alors entrées plus directement en concurrence.

Ce qui peut surprendre est l'accélération du phénomène depuis 2008. Il n'y a pas eu depuis d'autres réformes qui auraient rendu plus attractive la SAS. Peut-on poser l'hypothèse qu'il s'agit d'une prise de conscience progressive, par les entrepreneurs et leurs conseils, des avantages comparatifs de la SAS par rapport à la SARL ? Le caractère élitiste et la méfiance perceptible aux débuts de la SAS se sont sans doute estompés, sans quoi l'on ne pourrait constater la progression de sa part des créations annuelles de sociétés, passée de 0 à 19 % entre 1999 et 2012.

On ne peut pour autant faire un parallèle avec l'inversion des courbes qui s'est produite après 1999 entre les SA et les SAS (voir ci-dessus). Dans la concurrence entre SAS et SARL, le nombre de créations de SARL reste devant celui des SAS. On assiste certes à une décrue relative, mais pas à un effet de transfert ni même encore de rattrapage en nombres absolus.

Autrement dit, au plan statistique, la SAS a pour elle le dynamisme, mais la SARL conserve la masse.

Toutefois ce qui est remarquable avec la SAS, c'est qu'on la retrouve utilisée aux deux extrémités de l'échelle de taille des entreprises : elle représente 58 % des sociétés ayant plus de 49 salariés, mais aussi 22 % des sociétés unipersonnelles. Alors que la SA est maintenant réservée aux plus grandes entreprises et que la SARL est clairement la forme des PME, la SAS est la seule forme qui réponde à tous les besoins. C'est pourquoi elle semble plus concurrente que complémentaire avec les formes traditionnelles de sociétés.

On peut retirer de cette étude plusieurs idées :

- si ce sont bien les changements législatifs qui commandent l'évolution du nombre des sociétés des différentes formes, les mouvements d'ampleur prennent du temps et dépendent également de la perception des avantages comparatifs de chaque type de sociétés par les décideurs économiques ;

- certaines formes sociales sont vouées à rester très marginales, tandis que d'autres ont su attirer une grande quantité d'entreprises. Pour celles-ci, qui sont avant tout la SARL et la SAS, l'on peut souhaiter que tout changement de la loi soit empreint de circonspection, par respect pour la masse des entrepreneurs et des salariés concernés ;

⁹ INSEE Première, n° 1433, janvier 2013.

- la matière statistique appliquée au droit des sociétés est loin d'avoir été pleinement exploitée. La ressource de l'Insee est à la fois formidable et peu accessible. Les enseignements de cette étude, qui reste modeste, font souhaiter que cette branche de recherche soit approfondie, car elle peut contribuer à donner une base scientifique mieux établie à l'approche économique du droit des sociétés. ■

La malheureuse consécration du gage de stocks de l'article L. 527-1 du Code de commerce

David Teyssier

Docteur en droit

Legal Counsel

BNP Paribas – CIB Legal – Corporate Banking Europe¹

Jusqu'à aujourd'hui, la plus grande partie des praticiens, appuyée en cela par une doctrine quasi-unanime², considérait que les stocks de marchandises, les stocks de matières premières et les biens intermédiaires pouvaient indifféremment faire l'objet d'un gage civil soumis aux dispositions des articles 2333 et suivants du Code civil ou d'un gage commercial dont le régime est précisé aux articles L. 527-1 et suivants du Code de commerce lorsqu'ils avaient vocation à garantir un prêt consenti par un établissement de crédit à une personne morale ou à une personne physique dans l'exercice de son activité professionnelle. Cette opinion vient d'être battue en brèche par un arrêt de principe rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 19 février 2013 dont les conséquences, qui n'avaient peut-être pas toutes été envisagées par la Haute juridiction, promettent d'ores et déjà d'être très importantes³.

En l'espèce, la Bank of London and the Middle East avait consenti en 2007 à la société Recovco Affimet un prêt garanti par un gage sans dépossession sur un stock de marchandises. La convention de gage avait été soumise aux articles 2333 et suivants du Code civil et comportait, comme la loi le permet⁴, un pacte comissoire. En janvier 2009, la banque a, en raison du non-paiement par la société des échéances de prêt, décidé de résilier le contrat de crédit et a, le 16 janvier 2009, notifié la réalisation du gage de stocks. La société était placée en redressement judiciaire quelques jours après. Le 21 avril 2009, la banque revendiquait le stock de marchandises. En octobre de la même année, le juge-commissaire, constatant que la banque était, du fait du jeu du pacte comissoire, devenu propriétaire des marchandises, a fait droit à la demande de cette dernière et ordonné la restitution des stocks existants ou de leur contre-valeur financière. L'ordonnance du juge-commissaire a été confirmée par le tribunal de commerce puis par la cour d'appel de Paris dans un arrêt du

3 mai 2011⁵. À cette occasion, cette dernière a précisé qu'il était possible de déduire sans ambiguïté de la formulation de l'article L. 527-1 du Code de commerce et, en particulier, de l'utilisation par le législateur du verbe « pouvoir » que le prêteur et l'emprunteur qui entendent constituer un gage sur un stock de marchandises disposent d'une option entre le gage civil et le gage commercial. La chambre commerciale de la Cour de cassation, dans un attendu lapidaire, censure ce raisonnement et énonce que lorsque l'assiette du gage est constituée par l'un des éléments visés à l'article L. 527-3 du Code de commerce, c'est-à-dire les stocks de matières premières, les stocks de marchandises et les produits intermédiaires, résiduels et finis et que le créancier est un établissement de crédit, alors le contrat de gage conclu entre le prêteur et l'emprunteur ne peut être soumis qu'aux dispositions du Code de commerce.

I. Une solution critiquable en droit et en opportunité

La solution ainsi consacrée par la jurisprudence est sans aucun doute critiquable pour plusieurs raisons. Tout d'abord, elle fait fi de la volonté de la Commission Grimaldi⁶, dont les travaux ont constitué le socle de l'ordonnance du 23 mars 2006 réformant le droit des sûretés⁷, de faire du gage sans dépossession une sûreté « polyvalente », ouverte à tous créanciers, facilement réalisable et dont l'assiette serait la plus large possible et pourrait en particulier être constituée de biens fongibles⁸. Ensuite, la rédaction de l'article L. 527-1 du Code de commerce semblait laisser aux établissements de crédit une option entre le gage du Code de commerce et celui du Code civil. En effet, cet article énonce que « [t]out crédit consenti par un établissement de crédit [...] peut⁹ être garanti par un gage sans dépossession des stocks détenus par cette personne ». L'utilisation du verbe « pouvoir » laissait penser, *a contrario*, que la banque pouvait également choisir de ne pas utiliser le gage de l'article L. 527-1 du Code de commerce. Enfin, il est possible de s'interroger sur la pertinence d'une telle décision qui revient à défavoriser un créancier du seul fait de sa qualité d'établissement de crédit agissant dans son activité d'octroi de crédit. Il faut à cet égard noter qu'à s'en tenir à la rédaction de l'article L. 527-1 du Code de commerce, un obligataire pourrait tout à fait bénéficier d'un gage sans dépossession soumis aux articles 2333 et suivants du Code civil. L'on pourrait donc aboutir à la situation para-

1 Les propos de cet article n'engagent que leur auteur. Ils ne sauraient constituer une opinion de BNP Paribas.

2 V., par ex., L. Aynès, Le nouveau droit du gage, *Dr. et patrimoine*, juill. 2007, p. 48 ; P. Crocq, *Rép. Dr. civ. Dalloz*, v° *Gage*, spéc. n° 48 ; D. Houtcieff, *Rép. Dr. com. Dalloz*, v° *Gage commercial*, spéc. n° 19 et s. ; Ph. Stoffel-Munck, Premier bilan de la réforme du droit des sûretés en droit français, *Dr. et patrimoine*, avr. 2012, p. 56 ; *contra*, R. Dammann, La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée, *D.* 2006, p. 1298.

3 Cass. com., 19 févr. 2013, FS P+B+R+I, n° 11-21.763, *Banque*, mars 2013, p. 58 et s., note G. Ansaloni ; *JCP G* 2013, 299, note A. Cerles ; *D.* 2013, p. 493, note R. Dammann et G. Pondeur ; *JCP E* 2013, 1173, note D. Legeais ; *Gaz. Pal.* 28 mars 2013, p. 9, note M. Mignot ; *Dalloz Actualité*, 22 févr. 2013, note T. de Ravel d'Esclapon ; *Gaz. Pal.*, 28 mars 2013, n° 87, p. 9, note M. Mignot ; J. Clavel-thoraval, Gage des stocks et gage de droit commun : concurrence ou exclusivité ?, *Rev. Lamy dr. aff.* mars 2013, p. 61.

4 C. civ., art. 2348.

5 CA Paris, 3 mai 2011, *RD bancaire et financier* 2011, comm. 166, note A. Cerles ; *RTD civ.* 2001, p. 785, note P. Crocq ; *Gaz. Pal.* 22 déc. 2011, p. 21 et s., obs. M.-P. Dumont-Lefrand ; *JCP G* 2011, I, 626, spéc. n° 23, note Ph. Delebecque.

6 Rapport du groupe de travail relatif à la réforme du droit des sûretés dit « Rapport Grimaldi ».

7 Ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés, *JORF* 24 mars 2006.

8 La Commission faisait même remarquer que cet élargissement de l'assiette était de nature à « [...] grandement facilit[er] la constitution du gage sur stocks ». Rapport Grimaldi, *préc.*, spéc. p. 11.

9 Souligné par l'auteur.

doxale dans laquelle un établissement de crédit habilité à faire du crédit en France ne pourrait pas utiliser le gage du Code civil pour garantir sa créance de remboursement de prêt alors qu'un établissement de crédit non habilité pourrait financer le même emprunteur par le biais de la souscription à une émission obligataire tout en bénéficiant d'une telle garantie. Il y aurait donc deux traitements différents pour deux situations économiquement identiques. De même, il faut noter que si l'emprunteur ne détient pas directement les stocks mais que ceux-ci sont la propriété de certaines de ses filiales, il est possible que les établissements de crédit puissent bénéficier indirectement d'un gage sur les stocks soumis aux dispositions du Code civil. En effet, il est fréquent que l'emprunteur utilise une partie des sommes mises à sa disposition par les établissements de crédit pour financer ses filiales en utilisant des prêts intra-groupes. Afin de pouvoir proposer une sûreté supplémentaire aux établissements de crédit avec qui il a contracté, il peut alors demander à ses filiales de lui consentir des gages de choses fongibles portant sur des stocks prévus aux articles 2333 et suivants du Code civil afin de garantir le remboursement de ces prêts intra-groupes, puis céder ces créances aux établissements de crédit, à titre de garantie, grâce à un bordereau Dailly. En application de l'alinéa 3 de l'article L. 313-27 du Code monétaire et financier¹⁰, le gage soumis aux dispositions du Code civil est alors transmis aux établissements de crédit en même temps que la créance de remboursement des prêts intra-groupes. Là encore, la situation est pour le moins incongrue puisque, selon que le prêt est fait directement à une société ou indirectement à l'une de ses filiales, les banques pourront ou non bénéficier d'un gage sans dépossession du Code civil.

II. Une solution lourde de conséquences pratiques

Quelles que soient les critiques qui peuvent être formulées à l'égard de cet arrêt, il n'en demeure pas moins que la solution retenue par la chambre commerciale est claire et qu'il convient de bien en mesurer les conséquences. Or celles-ci sont importantes car, d'une part, l'article L. 527-1 du Code de commerce impose un formalisme plus contraignant pour la constitution du gage de stocks¹¹ ainsi que pour son opposabilité¹² et, d'autre part, l'article L. 527-2 du Code de commerce vient limiter la marge de manœuvre des créanciers en interdisant expressément d'inclure dans le contrat de gage un pacte commissaire. La mise en place d'un gage de stocks tel que prévu dans le Code de commerce va donc s'avérer plus complexe et la banque qui entend réaliser son nantissement n'aura d'autres choix que de demander l'attribution judiciaire

du bien ou sa vente en justice alors que le gage civil permet, quant à lui, au créancier, dès lors qu'il l'a contractuellement prévu, de devenir propriétaire des biens constituant l'assiette de la sûreté en vertu d'un pacte commissaire. Pour toutes ces raisons, il est possible que les établissements de crédit préfèrent se retourner vers d'autres types de sûretés, telles que la fiducie, plutôt que d'utiliser le gage de stocks de l'article L. 527-1 du Code de commerce.

Cela vaut pour l'avenir mais qu'en est-il des gages de stocks soumis aux dispositions du Code civil qui sont actuellement en place ? Plus précisément, quelles solutions peuvent être trouvées pour pallier à la probable nullité de ces gages ? La solution la plus évidente semble être de se rapprocher de l'emprunteur afin de convenir avec lui de la mise en place d'une autre sûreté portant sur les stocks car lui aussi a beaucoup à perdre du fait de la nullité des gages de stocks actuellement en place. En effet, il est d'usage de prévoir dans les contrats de crédit que le défaut de validité d'une sûreté constitue un cas d'exigibilité anticipée du prêt. Il est donc probable qu'un certain nombre d'emprunteurs ayant consenti des gages soumis aux articles 2333 et suivants du Code civil soient aujourd'hui potentiellement en défaut au regard du contrat de crédit qu'ils ont conclu. Cependant, la solution du remplacement de la sûreté se heurte à deux difficultés, l'une pratique, l'autre juridique, qui peuvent la rendre malaisée. Une difficulté pratique tout d'abord, car l'établissement de crédit qui a consenti un prêt à la société n'est pas nécessairement le seul bénéficiaire du gage de stocks soumis au Code civil. Des obligataires, des banques de couverture¹³, notamment, peuvent avoir souhaité que leurs créances soient garanties par ce gage. Or, si ce dernier est nul à l'égard de l'établissement de crédit, il est loin d'être certain qu'il le soit à l'égard de ces autres créanciers. Dès lors, ces derniers pourraient légitimement rechigner à donner une mainlevée de cette sûreté ou à l'amender ce qui sera, le plus souvent, le préalable nécessaire à la mise en place d'un gage de stocks au sens du Code de commerce¹⁴. Par ailleurs, le nouveau gage qui pourra être mis en place le sera afin de garantir les obligations du débiteur au titre d'un contrat de crédit qui aura été conclu jusqu'à plusieurs années avant et pourrait donc, à ce titre, tomber dans le champ d'application de l'article L. 632-1, I, 6° du Code de commerce qui prévoit, lorsque le débiteur fait l'objet d'une procédure de redressement judiciaire, la nullité des nantissements ou gages constitués en période suspecte sur les biens de ce dernier pour des dettes antérieurement contractées. Il est vrai que ce risque de nullité peut paraître limité car la Cour de cassation a déjà admis qu'une sûreté venant se substituer à une autre n'est pas nulle, alors même qu'elle garantit une dette antérieurement contractée, lorsqu'elle n'est supérieure, ni dans sa nature, ni dans son étendue, à la sûreté remplacée¹⁵. Il est en effet difficilement imaginable que les juridictions

10 C. mon. fin., art. L. 313-27, al. 3 : « [l]a remise du bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés, des garanties et des accessoires attachés à chaque créance, y compris les sûretés hypothécaires, et son opposabilité aux tiers sans qu'il soit besoin d'autre formalité ».

11 L'article L. 527-1 du Code de commerce énonce qu'à peine de nullité, « l'acte constitutif du gage doit comporter les mentions suivantes : la dénomination « acte de gage des stocks », la désignation des parties, la mention que l'acte est soumis aux dispositions des articles L. 527-1 à L. 527-11, le nom de l'assureur qui garantit contre l'incendie et la destruction, la désignation de la créance garantie, une description permettant d'identifier les biens présents ou futurs engagés, en nature, qualité, quantité et valeur ainsi que l'indication du lieu de leur conservation et la durée de l'engagement ».

12 L'article L. 527-4 du Code de commerce prévoit que « le gage de stocks ne produit ses effets que s'il a fait l'objet d'une inscription sur un registre public tenu au greffe du tribunal de commerce dans le ressort duquel le débiteur a son siège ou son domicile. Cette inscription doit être prise dans les quinze jours de la conclusion du gage à peine de nullité ».

13 Il est d'usage que les emprunteurs aient l'obligation, au titre de la convention de crédit de conclure des *swaps* de taux d'intérêt. Les contreparties de ces *swaps* sont appelées « banque de couverture » et n'ont pas nécessairement la qualité de prêteurs au titre de ladite convention. Sur les banques de couverture, v. notamment G. de Barmon, Les banques de couverture dans les financements LBO, *Banque et droit* juill.-août 2011, p. 3 et s.

14 Les documents de sûreté prévoient le plus souvent un engagement du constituant de ne pas accorder de droits à des tiers sur les biens qui constituent l'assiette de la sûreté. Il sera donc nécessaire de recueillir l'accord des autres bénéficiaires de la sûreté afin de modifier cette stipulation contractuelle.

15 Cass. com., 20 janv. 1998, n° 95-16.402, *Bull. civ.* 1998, IV, n° 28 ; *RD bancaire et bourse* mars-avr. 1998, p. 73, obs. M.-J. Campana et J.-M. Calendini ; *RTD civ.* 1998, p. 707, obs. P. Crocq ; *RTD com.* 1999, p. 194, obs. A. Martin-Serf ; *D.* 1998, somm. 380, obs. S. Piedelièvre.

puissent décider que ces conditions ne sont pas réunies dès lors que l'assiette du gage de stocks de l'article L. 527-1 du Code de commerce qui sera mis en place devrait être la même que celle du gage de l'article 2333 et suivants existant. Pour autant, cela ne signifie pas que des litiges ne verront pas le jour, les débiteurs dont les biens font l'objet de cette sûreté ayant beau jeu d'essayer de contester la validité de cette dernière.

Si l'on peut comprendre certains des arguments qui semblent avoir sous-tendu la solution de la Cour de cassation¹⁶ et s'il n'appartient pas à cette dernière de se substituer à une défaillance des travaux législatifs, il faut bien constater que l'opportunité de l'arrêt du 19 février 2013 est extrêmement discutable. En effet, d'une part, il ne contribuera pas à une meilleure protection des débiteurs, voire, il peut, comme il a été dit, mettre certains d'entre eux dans une position délicate puisque l'exigibilité anticipée de certains financements est susceptible d'être prononcée du fait de l'invalidité des sûretés. D'autre part, il ne fait qu'accroître la défiance que certains opérateurs étrangers entretiennent, de manière, il est vrai, souvent exagérée, à l'égard du droit et des juridictions françaises¹⁷, ce qui ne peut qu'aboutir à un affaiblissement regrettable de ces derniers. ■

16 Il est probable que l'adage *specialia generalibus derogant* ait eu sa part dans le raisonnement de la Cour de cassation. Il faut reconnaître que du fait de la rédaction de l'ordonnance du 23 mars 2006, il est tentant de voir dans le gage du Code de commerce un gage spécial qui dérogerait au gage général du Code civil. En ce sens, v. R. Dammann, La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée, *préc.* V., toutefois, pour une critique de l'application de ce principe au gage de stocks de l'article L. 527-1 du Code de commerce, P. Crocq, note sous CA Paris 3 mai 2011, *préc.*

17 Défiance qui s'est encore manifestée récemment suite à l'arrêt de la Cour de cassation du 26 septembre 2012 sur les clauses asymétriques de juridiction. Sur cet arrêt, v. notamment, *JDI* 2013-1, p. 175, note C. Brière ; L. Degos et D. Akchoti, L'art délicat de la clause attributive de juridiction, *JCP G* 2013, I, p. 183 ; *JCP E* 2013, p. 50, note Ph. Grignon ; D. Martel, A la découverte de la clause attributive de juridiction potestative, *D.* 2012, p. 2876 ; M.-E. Ancel, L. Marion, et L. Wynaendts, Réflexions sur les clauses asymétriques de juridiction, A propos de Cass. 1^{re} Civ, 26 septembre 2012, *Banque et droit*, mars-avril 2013, p. 3.

Arnaud Reygrobellet

Professeur à l'université de Paris Ouest Nanterre La Défense

I. Comètes de transposition

1.- Les textes de transposition des directives 2010/73/UE (« *modifiant la dir. 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la dir. 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé* ») et 2010/78/UE du 24 novembre 2010 étaient attendus avec impatience, bien que les marges de manœuvres laissées aux autorités nationales de transposition étaient, heureusement !, relativement étroites.

Ces textes accèdent progressivement à l'ordre juridique français ; certes avec plus de six mois de retard, la date limite de transposition ayant été fixée au 1^{er} juillet 2012, mais il faut aussi relever que les normes communautaires de rang secondaire ne sont parues que courant 2012¹. Après le train de normes législatives et réglementaires de novembre dernier (Ord. n° 2012-1240, 8 nov. 2012, dont la ratification interviendra finalement à la faveur de la future loi de « *séparation et de régulation des activités bancaires* »² ; Décr. n° 2012-1242 et n° 2012-1243, 8 nov. 2012), voici le temps d'une nouvelle³ modification du livre II du règlement général⁴, suivi dans son sillage par la publication de deux autres textes, l'un émanant de l'AMF (Position AMF n° 2013-03), l'autre élaboré par Euronext Paris sous couvert d'une modification de ses règles locales de marché (Décision AMF, 27 nov. 2012 portant approbation de ces modifications de ces règles locales).

Notons avant d'aborder certaines des modifications apportées par ces textes, que la construction est devenue, au fil des

- 1 V. Règl. délégué n° 486/2012 de la Commission du 30 mars 2012 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne le format et le contenu du prospectus, du prospectus de base, du résumé et des conditions définitives, et en ce qui concerne les obligations d'information ; Règl. délégué n° 862/2012 de la Commission du 4 juin 2012 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne les informations sur le consentement à l'utilisation du prospectus, les informations sur les indices sous-jacents et l'exigence d'un rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants.
- 2 La ratification est prévue à l'article 27 du texte adopté en première lecture et déposé sur le bureau de l'Assemblée nationale pour une deuxième lecture le 25 mars 2013.
- 3 De fait, dès juin 2012, l'AMF avait procédé à une première transposition des règles communautaires sur les aspects ne nécessitant pas un ajustement législatif ou réglementaire : v. Arr. 14 juin 2012 modifiant notamment les articles 211-2 2° ; 212-2, 3° ; 212-4, 4°, 5° et 6°, 212-7, 212-7-1, 212-8, 212-11 du RGAMF. Pour une synthèse par l'AMF elle-même, v. « Présentation des principales dispositions issues de la révision de la directive Prospectus et de leurs dates d'entrée en vigueur », 29 juin 2012.
- 4 Arr. 21 févr. 2013, modifiant les articles 211-1, II, 211-2, 1°, 212-8, II et III, 4°, 212-24, II, 212-25, 222-13 (JO 2 mars 2013) ; Arr. 11 mars 2013 (JO 15 mars 2013) modifiant l'article 212-12, I, 1°.

réformes, passablement complexe. En effet, il convient de distinguer, à côté du régime qu'on peut dire de référence de l'offre au public, quatre situations juridiques différentes : les opérations placées hors champ (visées à l'article L. 411-3 du Code monétaire et financier), qui échappent donc totalement au dispositif ; celles qui, ouvertes au public, ne constituent pas une offre au public, mais seront soumises à certaines contraintes d'information en direction des investisseurs potentiels (en particulier, celles visées à l'article 211-3 du RGAMF) ; celles qui sont constitutives d'un placement privé ; celles qui sont constitutives d'une offre au public, mais vont se trouver dispensées de prospectus (RGMAF, art. 212-4).

Le train de réformes en cours de déploiement ne modifie pas ces équilibres, mais opère quelques ajustements importants.

2.- **Le seuil symbolique des 100 000 euros.** Dans le dispositif remanié par les différentes normes mentionnées plus haut, un des traits marquants est sans doute la promotion du seuil de 100 000 euros comme critère central dans la construction du dispositif de transparence précédant ou suivant les émissions de titres financiers.

Qu'il s'agisse :

- du seuil en-deçà ou au-delà duquel une opération qui, quoiqu'ouverte au public, ne s'analyse pas comme une offre publique au sens de l'article L. 411-2, I, du Code monétaire et financier (RGAMF, art. 211-2) ;
- du seuil (visant la valeur nominale) au-delà duquel la demande d'admission de titres de créances aux négociations d'un marché réglementé est dispensée non de prospectus, mais d'un résumé accompagnant ce prospectus (RGAMF, art. 212-8)⁵ ;
- du seuil (visant la valeur nominale) au-delà duquel le prospectus d'admission de titres autres que de capital aux négociations sur un marché réglementé (RGAMF, art. 212-12, II, al. 2)⁶ ou « *l'information réglementée exigible* »⁷ (RGAMF, art. 221-2, III, al. 2) peuvent être rédigés dans une « *langue usuelle en matière financière* » ;

- 5 La possibilité de déroger à la règle – donc d'exiger un résumé – admise par la directive n'a donc pas été utilisée (Dir. 2003/71/CE, révisée, art. 5, 2).
- 6 En revanche, s'agissant des opérations par offre au public de titres de créance dont l'échéance est inférieure à douze mois (hors titres de créances négociables), il est désormais permis aux émetteurs d'élaborer leur prospectus en anglais même si la valeur nominale des titres est inférieure à 1 000 €, lorsque ces offres sont réalisées en France ou dans plusieurs États membres de l'Union européenne dont la France (RGMAF, art. 212-12, I, 1°, qui vise, à la suite de l'arrêté du 11 mars 2013, les « *titres de créance mentionnés aux I et II de l'article L. 621-8* » du Code monétaire et financier, là où seul le II était jusqu'alors visé).
- 7 Sachant que sont dispensées des obligations d'information périodique mentionnées à l'article L. 451-1-2 du Code monétaire et financier « *les entités qui émettent uniquement des titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé, dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 100 000 €* » (C. mon. fin., art. L. 451-1-4, 5°). Est donc visée, au texte de l'article 221-2 du RGAMF, essentiellement l'information dite permanente explicitée aux articles 223-1 A et suivants du même RGAMF.

- du seuil (visant la valeur nominale des titres) au-delà duquel l'assemblée générale obligataire peut être réunie, non plus seulement au siège de la société débitrice (ou en tout autre lieu du même département) mais dans tout autre État membre de l'Union européenne (C. com., art. R. 228-72, al. 2) ;
- du seuil (visant la capitalisation boursière moyenne) à partir duquel est définie la notion de société à faible capitalisation boursière autorisant à alléger le contenu du prospectus (RGAMF, art. 212-7 et art. 212-7-1).

Seule entorse notable⁸ mais aisément compréhensible, le choix (exactement conforme, cela va sans dire, à la directive : Dir. 2003/71/CE, révisée, art. 5, 2, j) de retenir le chiffre de 75 000 000 d'euros pour le nouveau cas d'opération placée « hors champ » de l'offre au public. Sont concernées l'offre ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers, autres que des titres de capital, émis par un établissement de crédit ; l'opération est placée hors champ lorsque son montant total dans l'Union est inférieur à ce plafond (C. mon. fin., art. L. 411-3, 6° ; RGAMF, art. 211-1, al. 2). La disposition existait déjà dans la version originelle de la directive 2003/71/CE (art. 1, 2, j), la directive 2010/73/UE du 24 novembre 2010 ayant seulement ajusté le montant du seuil et les modalités de son calcul. Toutefois, le législateur français avait décidé, dans le premier texte de transposition de la directive prospectus (L. n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, art. 26), de ne pas placer l'opération hors champ de ce qui relevait alors de l'appel public à l'épargne. Et ce choix, sans doute contestable, avait été maintenu jusqu'alors. À ce titre, l'ordonnance n° 2012-1240 du 8 novembre 2012 en décidant d'inscrire l'opération parmi celles qui sont « hors champ » opère une (toute petite) révolution. Il faut néanmoins relever que ne bénéficie toujours pas de ce même traitement une autre dérogation, envisagée par la directive, non sans parenté avec cette hypothèse, qui a trait aux « *aux valeurs mobilières autres que des titres de capital émises d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit, pour autant que ces valeurs mobilières i) ne soient pas subordonnées, convertibles ou échangeables ; ii) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liées à un instrument dérivé ; iii) matérialisent la réception de dépôts remboursables ; iv) soient couvertes par un système de garantie des dépôts conformément à la directive 94/19/CE du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 1994 relative aux systèmes de garantie des dépôts* ». On ne sait trop ce qui explique la réticence du législateur français, celle-ci étant d'autant plus inexplicable désormais.

3.- La nouvelle barre symbolique (et à ce titre artificielle) des 100 000 euros, qui vient en plusieurs occurrences effacer celle des 50 000, a pour effet principal de restreindre le champ de l'offre au public ou, plus exactement, les hypothèses dans lesquelles un prospectus doit être publié. Est ici à l'œuvre l'objectif bien connu d'ouvrir l'accès aux financements désintermédiés aux grosses PME. Ceci, sans que l'exigence impérative de protection des investisseurs ne soit méconnue ; c'est pourquoi, à rebours du mouvement général qui vient d'être

signalé, le passage de 50 000 à 100 000 euros emporte élargissement des opérations exigeant l'établissement d'un prospectus dans les hypothèses visées aux articles L. 411-2, I, 2° et 3° pour les offres dites « *wholesale* » (RGAMF, art. 211-2, 3° et 4°).

4.- De ce dispositif renouvelé, on retiendra essentiellement deux traits principaux : la dimension véritablement communautaire des seuils ; la différenciation de plus en plus nette du régime applicable à l'offre public de titres de capital et de celui dont sont justiciables les émissions (et admissions) de « *valeurs mobilières autres que des titres de capital* ».

5.- **Prise en compte du volume global communautaire de l'émission.** D'abord, dans l'appréciation des seuils, est désormais pris en compte le volume global de l'émission ou des émissions qu'un opérateur a pu réaliser sur l'ensemble du territoire de l'Union. On se demande d'ailleurs pourquoi il n'en a pas toujours été ainsi tant il est évident que doit être intégré, dans le calcul, le montant total des opérations réalisées par un seul et même émetteur quels que soient les États dans lesquels ces opérations sont intervenues.

Cette logique d'approche globale se retrouve ainsi dans le calcul du seuil de 75 000 000 d'euros s'agissant des titres financiers, autres que des titres de capital, émis d'une manière continue ou répétée par un établissement de crédit (RGAMF, art. 211-1, al. 2, qui vise « *le montant total dans l'Union* ») ou encore dans le calcul des seuils de 100 000 et de 5 000 000 euros s'agissant des opérations ouvertes au public mais non constitutives d'une offre publique (RGAMF, art. 211-2, 1° et 2°). On pourrait se demander si l'espace visé ne devrait pas déborder le territoire de l'Union. Certes, on comprend que le législateur européen ait entendu circonscrire le champ d'un dispositif protecteur aux seules opérations touchant un ou plusieurs États membres, d'autant que celles qui interviennent hors de l'Union sous aussi largement hors d'atteinte des régulateurs européens. Mais une opération de faible dimension communautaire, qui excéderait les seuils si elle était envisagée dans sa composante extra-communautaire, mériterait sans doute d'être soumise aux contraintes communautaires.

Si la dimension territoriale prise en considération pour la fixation des seuils mérite d'être réexaminée, il en va de même pour leur composante chronologique. De fait, lorsqu'un seuil prend en compte le montant total d'une offre ou d'une opération, il est assez légitime d'enfermer dans un espace temporel ce montant. C'est fort logiquement le cas pour le calcul du plafond de 75 000 000 d'euros, qui s'applique aux titres financiers, « *émis d'une manière continue ou répétée par un établissement de crédit* » (RGAMF, art. 211-1, al. 2, « *ce montant étant calculé sur une période de douze mois* ») ou encore pour le calcul du double seuil de 100 000 euros ou de 500 000 euros (émission de titre de capital) en deçà duquel une opération n'est pas considérée comme une offre au public. Toutefois, dans ce second cas, l'indication qu'il faut raisonner sur une période glissante de douze mois est ici logée non dans le règlement général de l'AMF mais dans la loi elle-même (C. mon. fin., art. L. 411-2, I, 1°) et vaut sans doute pour les deux cas visés à l'article 211-2, 2°.

En revanche, on peut s'étonner que le seuil, pourtant facile à contrôler, au-delà duquel les personnes sollicitées par une offre ne constituent plus un « *cercle restreint d'investisseurs* » demeure calculé par État membre et sans souci de globalisation. Il est vrai que les textes français demeurent ambigus à ce

8 La directive 2010/73/ UE a également porté de 2 500 000 à 5 000 000 d'euros le montant de l'offre en deçà duquel les exigences de la directive prospectus « ne s'appliquent pas » (Dir. 2003/71/CE, révisée, art. 1^{er}, 2, h). Règle dont on sait qu'elle a été curieusement transposée en droit français, avec l'introduction d'un plafond en capital (C. mon. fin., art. L. 411-2, I, 1° ; RGAMF, art. 211-1, 1°, al. 2).

sujet, le décret n° 2012-1243 du 8 novembre 2012 s'étant contenté de porter le chiffre du cercle restreint de 100 à 150 (C. mon. fin., art. D. 411-4). Mais la directive est claire, qui vise, au titre des opérations bénéficiant d'une dispense de prospectus, « une offre de valeurs mobilières adressée à moins de cent cinquante personnes [...] par État membre » (Dir. 2003/71/CE, révisée, art. 3, 2, b). Il faut en déduire que bénéficiera de la dispense l'émetteur qui aura soin de procéder à des offres séparées sollicitant dans plusieurs États membres des investisseurs en-deçà du plafond de 150. Dans aucun de ces États membres, l'opération ne requerra l'établissement d'un prospectus, et ce, indépendamment même du montant cumulé de l'opération, chaque hypothèse de dispense étant autonome. Il s'agit là incontestablement d'une faille du dispositif légal, bien que celle-ci n'ait, semble-t-il, jamais été exploitée par un opérateur à ce jour.

6.- Différenciation titres de capital, titres financiers autres que des titres de capital, titres de créance. Un autre trait marquant des règles constituant le droit positif est la différenciation de plus en plus marquée qui est faite entre les titres de capital et les autres titres financiers. L'évolution mérite d'être soulignée dans la mesure où, initialement, la réglementation de l'offre au public était destinée à embrasser indistinctement l'ensemble des titres financiers. De fait, l'exigence d'information du public s'impose tout autant, certes pas nécessairement selon les mêmes modalités, que les titres émis soient des titres de capital ou des titres de créances. Telle est, du reste, l'affirmation claire inscrite au considérant 12 de la directive 2003/71/CE : « Pour garantir la protection des investisseurs, il convient également que soient couverts tous les titres de capital et les titres autres que de capital offerts au public ou admis à la négociation sur des marchés réglementés ».

7.- Ceci étant, peu à peu, des nuances ont été faites, qui prennent en compte la nature du titre en cause. Au résultat, il n'existe plus véritablement de régime unifié de l'offre au public de titres financiers, la réglementation s'atomisant progressivement selon le type de titre concerné.

Ainsi, plusieurs règles dérogatoires visent aujourd'hui électivement les titres de capital. Notamment, la notion bien connue de « document de base », élément constitutif du prospectus, ne concerne que les titres de capital, dont une première admission est demandée sur un marché réglementé ou sur un SMNO (RGAMF, art. 212-9, 1° et 212-23). Pour s'en tenir aux seules modifications actuelles, rappelons la règle « française » déjà évoquée qui, s'agissant des titres de capital⁹, considère qu'échappent à la qualification d'offre au public les seules opérations, comprises entre 100 000 euros et 5 000 000 euros, portant sur des titres ne représentant pas plus de 50 % du capital de l'émetteur (RGAMF, art. 211-2, 2°).

D'autres ne sont applicables qu'aux « titres financiers, autres que des titres de capital ». Elles concernent, en particulier, les hypothèses déjà évoquées de l'offre ou de l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres « émis d'une manière continue ou répétée par un établissement de crédit » (C. mon. fin., art. L. 411-3, 6°) ; ou la disposition admettant que le prospectus puisse être rédigé, pour dire les choses

simplement, en anglais (RGAMF, art. 212-12, II, al. 2 : « titres autres que de capital dont la valeur nominale s'élève au moins à 100 000 euros »). Il faut aussi ajouter le cas plus étonnant, en droit français, du moins au regard du libellé retenu à l'article 1, 2, b, de la directive, qui range parmi les opérations hors champ les « valeurs mobilières autres que des titres de capital émises par un État membre ou par l'une des autorités régionales ou locales d'un État membre »¹⁰.

Parfois enfin, sont concernés les seuls titres de créances. Ainsi, en va-t-il des dispositions dispensant des obligations d'information périodique les entités qui émettent uniquement des titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé, dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 100 000 € (C. mon. fin., art. L. 451-1-4, 5°) ainsi que celles admettant, en pareil cas, que l'information réglementée exigible soit rédigée en anglais (RGAMF, art. 221-2, III). La référence aux seuls titres de créance devrait induire un champ plus étroit que les « titres financiers, autres que des titres de capital », encore que cela ne soit pas absolument certain car on observe qu'il n'y a pas toujours concordance parfaite sur ce point entre la directive et les textes de transposition français. Par exemple, la dispense de résumé accompagnant le prospectus vaut, dans la directive, pour « l'admission à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières autres que des titres de capital ayant une valeur nominale d'au moins 100 000 euros » (art. 5, 2, al. 3), là où l'article 212-8 du règlement général AMF vise plus simplement les « titres de créance ».

8.- Ces régimes différenciés suscitent nécessairement des difficultés de qualification. Certes, la directive a pris soin de donner des définitions qui sont assez précises. Mais ces définitions laissent entrevoir, par construction, quelques incertitudes.

On notera, en particulier, que le texte communautaire ne définit pas la notion de titre de créance, pourtant visée notamment à l'article 30 du texte. Et si l'expression « valeurs mobilières autres que des titres de capital » est censée désigner « toutes les valeurs mobilières qui ne sont pas des titres de capital » (Dir. 2003/71/CE, révisée, art. 2, 1, c), le concept de titres de capital est assez largement entendu (Dir. 2003/71/CE, révisée, art. 2, 1, b : « actions et autres valeurs mobilières assimilables à des actions, ainsi que toute autre valeur mobilière conférant le droit de les acquérir à la suite d'une conversion ou de l'exercice de ce droit, pour autant que les valeurs de la seconde catégorie soient émises par l'émetteur des actions sous-jacentes ou par une entité appartenant au groupe dudit émetteur »). En d'autres termes, au sens de la directive prospectus, la définition relativement imprécise de la catégorie des titres de capital paraît englober la notion française de « titres donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote » (C. com., art. L. 228-91 à L. 228-106 ; C. mon. fin., art. L. 212-7). Mais le considérant 12 de la même directive trouble quelque peu l'analyse en précisant que « par exemple les valeurs mobilières convertibles au choix de l'investisseur, relèvent de la définition de titres autres que de capital figurant dans la présente directive ». Ce qui semble signifier que celles qui donneraient accès au capital de l'émetteur, sans que le porteur du titre n'ait à exprimer un choix – notamment, les titres du type obligations remboursables en actions –, n'entre-

9 Précision qui ne figure toujours pas dans le libellé de l'article 211-2, 2°, lequel vise sans autre précision les « titres financiers » ; ce qui a suscité les interrogations légitimes de l'ANSA : V. comité jur. ANSA 09-049, Exceptions à la qualification d'offre au public de titres : opération qui ne représente pas plus de 50 % du capital de l'émetteur, appréciation du critère en cas d'émission de titres de créances, 1^{er} sept. 2009.

10 Autre exemple : le régime des « programmes d'offre », applicable aux seuls titres autres que de capital (Dir. 2003/71/CE, révisée, cons. 13 ; art. 2, 1, k ; RGAMF, art. 212-31).

raient pas dans la catégorie des titres autres que de capital mais dans celle des titres de capital.

On peut certes concéder que la situation de l'investisseur n'est pas identique selon que le titre dont il est titulaire lui donne la possibilité de devenir actionnaire de l'émetteur ou le conduit nécessairement à ce destin, mais faut-il construire pour autant deux régimes d'information radicalement distincts dans un cas et dans l'autre ? Sans doute pas.

9.- La même difficulté se rencontre pour l'appréciation du champ exact de l'article 1, 2, j, de la directive, transposé comme indiqué plus haut à l'article L. 411-3, 6°, du Code monétaire et financier.

Assez clairement sont visés les programmes d'émissions d'obligations simples dites *plain vanilla* (à taux fixe ou variable) et d'*Euro Medium Terms Note* (correspondant dans la classification française aux bons à moyen terme négociables). L'objectif annoncé est de permettre aux établissements bancaires, dont on sait les besoins de financement actuels, de faire appel aux marchés en lissant les émissions et selon des modalités allégées. Mais on a du mal à saisir, alors, pourquoi le législateur communautaire et plus encore les rédacteurs français de l'ordonnance de transposition ne se sont pas plus simplement référés à la qualification de titre de créance, dont une (bonne) définition est inscrite à l'article L. 213-1 A du Code monétaire et financier. De fait, là encore, à lire strictement le texte de l'article L. 411-3, 5°, les émissions d'obligations remboursables en actions pourraient bénéficier de la dispense puisqu'elles satisfont à la triple exigence : ce sont des titres financiers, autres que des titres de capital ; ce ne sont ni des titres « *subordonnés, convertibles ou échangeables* », ni des titres conférant « *le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de titres financiers* ».

II. Choix du lieu de réunion de l'assemblée obligatoire

10.- La modification apportée par les textes récents est mineure : elle fait passer de 50 000 à 100 000 euros la valeur nominale minimale autorisant à réunir la masse obligatoire ailleurs qu'au siège de la société débitrice (C. com., art. R. 228-72, al. 2). Elle est de surcroît cohérente avec le rehaussement, également à 100 000 euros, du seuil plancher dispensant des obligations d'information périodique les opérateurs qui « *émettent uniquement des titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé, dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 100 000 €* » (C. mon. fin., art. L. 451-1-4, 5°) ; et, ce nonobstant le caractère assez obscur de cette dernière disposition¹¹.

Indépendamment donc des ajustements de seuils réalisés en 2012 et de la légitime mise en place d'un dispositif transitoire – la modification ne s'applique pas aux détenteurs des titres admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Union européenne avant le 31 décembre 2010, pour lesquels donc l'ancien seuil de 50 000 euros demeure applicable –, la règle inscrite à l'article R. 228-72 du Code de commerce suscite quelques interrogations.

11.- La première est relative au champ d'application de la règle. Le texte a vocation à s'appliquer à « *l'assemblée générale des seuls obligataires détenteurs de titres dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 100 000 euros* ». La rédaction est incontestablement préférable à celle de la directive elle-même¹² ; mais elle n'est pas entièrement satisfaisante. En réalité, pour que se réunisse une assemblée générale des seuls obligataires détenteurs de titres, il faut supposer que l'émission obligatoire elle-même s'est opérée sur la base de titres d'une valeur unitaire minimale de 100 000 euros, puisque les « *porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une [même] masse* » selon la règle séculaire de l'article L. 228-46 du Code de commerce. On pourrait certes envisager une émission globale en plusieurs tranches, regroupant chacune des titres de valeurs nominales différentes – les unes au-delà et les autres en-deçà du seuil –, mais alors cette émission globale entraînerait, là aussi de plein droit, constitution d'autant de masses qu'il y a de tranches différentes.

En d'autres termes, le critère pour que joue la règle dérogatoire n'est pas tant la valeur nominale des titres dont sont porteurs les obligataires convoqués à l'assemblée générale, mais bien celui de la valeur nominale des titres à l'émission.

12.- Une deuxième difficulté est relative à la marge de liberté ouverte quant au choix du lieu de convocation. L'article R. 228-72 du Code de commerce évoque une possibilité de réunion « *dans tout État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen* ». Faut-il en déduire que cette liberté de choix doit jouer aussi sur le territoire de l'État membre au sein duquel l'émetteur a son siège social ?

C'est assez vraisemblable, bien que le texte ne le dise pas clairement.

13.- Une troisième difficulté a trait à la mise en œuvre de la disposition dérogatoire. La question est celle de savoir comment doit s'articuler cette faculté avec la possibilité, fréquemment retenue en pratique, de stipuler dans le contrat d'émission un lieu de réunion spécifique (C. com., art. R. 228-72, al. 1^{er} : « *Sauf clause contraire du contrat d'émission...* »).

On comprend bien que, en l'absence de clause, les personnes qui ont qualité pour convoquer l'assemblée générale des obligataires (en particulier, le conseil d'administration, le directeur ou les représentants de la masse : C. com., art. 228-58) pourront choisir, selon ce qui leur convient, un lieu de réunion dans un autre État membre que celui du siège social de l'émetteur. Mais au-delà, apparaissent quelques incertitudes.

Que décider si une clause du contrat d'émission, alors que le seuil de 100 000 euros est dépassé, a fixé le lieu de convocation au siège de l'émetteur ? La règle dérogatoire pourrait-elle permettre d'écarter la stipulation ? Il ne nous le semble pas, pour la bonne raison que le contrat doit ici faire la loi des parties.

Que décider, symétriquement, face à une clause du contrat d'émission qui retiendrait comme lieu de réunion de l'assemblée un autre État membre de l'Union européenne que celui

11 *Quid*, notamment, lorsque les seuls titres admis à la négociation sur un marché réglementé et émis par la société sont des titres de créance, mais que cette dernière a émis des titres de capital traités sur un SMNO du type Alternext ?

12 Comp., Dir. 2004/109/CE, révisée, art. 18, 3, qui vise, en des termes un peu différents, « *le cas où seuls les détenteurs de titres de créance dont la valeur nominale unitaire atteint au moins 100 000 euros [...] sont invités à participer à une assemblée...* ».

du siège social de l'émetteur, et ce, alors pourtant que le seuil de 100 000 euros ne serait pas atteint ? Formellement, le texte ne prohibe pas cet aménagement, mais il paraît tellement contraire à l'objectif de protection des obligataires qu'on doit selon toute vraisemblance conclure à l'impossibilité d'une telle stipulation. À cela s'ajoute que, si on admettait la licéité de clause, le second alinéa de l'article R. 228-72 n'aurait guère d'utilité.

Enfin, en cas de silence du contrat, le choix d'un lieu de réunion peut-il se faire discrétionnairement et, le cas échéant, de façon aléatoire, variable d'une réunion à l'autre, sans considération de l'État où les titres ont été admis à la négociation sur un marché réglementé ou de l'État où les valeurs mobilières ont été offertes au public¹³ ?

14.- Une dernière incertitude peut résider dans l'articulation entre la loi applicable au contrat obligataire et les règles applicables dans l'État membre choisi pour la tenue de l'assemblée générale.

Le texte réglementaire, reprenant fidèlement la teneur de la directive, exige seulement « *que tous les moyens et toutes les informations nécessaires pour permettre à ces obligataires d'exercer leurs droits soient disponibles dans cet État* ». Mais il n'est fait référence, ce faisant, qu'aux moyens matériels permettant d'exercer les droits et d'accéder aux informations nécessaires à l'exercice de ces droits. En cas de litige découlant de la tenue ou de l'absence de tenue de l'assemblée, des difficultés peuvent naître en cas de divergence entre la loi applicable au contrat obligataire et la loi applicable localement. On peut penser que, le plus souvent, le contrat aura pris soin de déterminer la loi gouvernant l'opération. On peut penser aussi que si la réunion a lieu dans un autre État membre que celui de l'émetteur, c'est parce que l'émission ou l'offre s'est opérée dans cet État. La loi choisie devrait être logiquement celle de l'État en question.

Reste alors l'hypothèse un peu théorique de l'absence de tout choix, qui devrait conduire à retenir la compétence de la *lex societatis*, bien que la société émettrice de l'emprunt puisse difficilement être considérée comme débiteur de la prestation caractéristique¹⁴. Le risque existe alors que la loi du pays de réunion de l'assemblée revendique, au nom de l'ordre public, une compétence qui pourrait la faire entrer en conflit avec la loi de la société.

III. Émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF

15.- L'AMF a rendu public, le 4 février 2013, une position n° 2013-03 intitulée « *Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne*

13 Sachant que, dans cette configuration, l'État membre d'origine sera déterminé par l'émetteur, selon une option à trois branches : soit l'État de son siège statutaire, soit l'État où les titres seront admis à la négociation sur un marché réglementé, soit l'État où les valeurs mobilières sont offertes au public : v. Dir. 2003/71/CE, révisée, art. 2, 1, m, ii.

14 Sur cette question, v. notamment, P. Wautelet, Rome I et le consommateur de produits et services financiers, *European Journal of Consumer Law* 4/2009, p. 796.

donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF ». Celle-ci n'est pas la conséquence directe des modifications récentes, dont certaines ont été évoquées plus haut, du champ de l'offre au public, mais elle n'en est pas totalement indépendante.

C'est en effet en raison de l'observation qu'un nombre de plus en plus grand d'opérations échappent à l'exigence d'un prospectus soumis à son visa – tel est bien du reste l'orientation de la réglementation communautaire –, que l'AMF a souhaité intervenir sous la forme d'une position afin de définir en quelque sorte un socle minimum d'informations qu'il incombe aux émetteurs de fournir lorsqu'ils lancent ce type d'opérations. En marge de cette position, on signalera aussi que les opérations échappant à la contrainte du prospectus restent sous la surveillance de l'AMF au stade du démarchage. Ainsi, la Commission des sanctions a sanctionné lourdement une société de gestion inscrite au fichier des démarcheurs et ses dirigeants pour avoir réalisé des actes de démarchage en vue de placer des titres obligataires non cotés d'une valeur nominale de 100 000 euros chacun. L'AMF prononce la sanction au visa, notamment, de l'article L. 341-10, 4° du Code monétaire et financier qui prohibe tout démarchage sur les instruments financiers non admis aux négociations sur les marchés réglementés, rappelant que le texte « *a pour objet d'éviter le risque que les clients démarchés soient ultérieurement confrontés à une absence de liquidité du marché secondaire ou à une impossibilité, pour l'intermédiaire financier, de valoriser les titres* »¹⁵.

16.- De prime abord, la démarche de l'AMF apparaît être une saine réaction, parfaitement inscrite dans sa mission de protection de l'épargne investie dans les instruments financiers. Il s'agit de veiller à ce que, sous couvert de profiter des facilités qui leur sont désormais ouvertes pour se financer par émission des titres financiers, les sociétés ne s'affranchissent de leurs obligations d'information élémentaires à l'égard des souscripteurs potentiels.

À la réflexion toutefois, la légitimité même des exigences énoncées, certes dans une simple position, pourrait être contestée. De fait, si le législateur tant européen que national a décidé d'affranchir certaines émissions de l'exigence de prospectus, réduisant en conséquence le champ de compétence de l'AMF, il ne faudrait pas que, subrepticement, soient réintroduites des contraintes aussi lourdes que celles ayant été supprimées ; un succédané de prospectus en quelque sorte.

Qu'en est-il exactement ?

17.- **Champ d'application de la position – émetteurs visés.** La position n° 2013-13 s'adresse aux émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou inscrits sur un système multilatéral de négociations organisé. Cet élément de départ est important non seulement pour circonscrire le champ de la position, mais aussi pour en comprendre la logique : l'AMF s'appuie sur les dispositions édictées en direction de ces sociétés en matière d'information permanente du public (RGAMF, art. 213-1 A et suivants) pour exiger d'elles une information adéquate, sous forme de com-

15 AMF, Comm. sanctions, 10 déc. 2012, à l'égard de la société Fival SA, MM. Marc Gilson, Jean-Marc Thys, Thierry Girardet, John Turpel et Yannick Tabot, *RD bancaire et fin.* janv. 2013, comm. 30, note M. Storck, *Bulletin Joly Bourse* 2013, p. 82, note I. Riassetto.

muniq  , lorsqu'elles lancent une opération de financement dispensée de prospectus.

Il y a là d'ailleurs une forme de paradoxe d'introduire un *corpus* d'informations ponctuelles en s'appuyant sur des dispositions gouvernant l'information permanente, mais il est vrai que l'article 223-6 du RGAMF invite à raisonner ainsi.

18.- Champ d'application de la position – opérations non concernées. Ces émetteurs sont destinataires de la position lorsqu'ils effectuent certaines opérations. Mais l'AMF prend d'abord le soin d'exclure de son domaine, non sans quelques imprécisions, toute une série d'opérations.

Selon la position, les prescriptions qu'elle formule ne s'appliquent pas à « *certaines cas de dispense* » de prospectus, motif pris de ce que des dispositions spéciales définissent déjà les informations à communiquer par les émetteurs dans ces situations (Instruction AMF n   2005-11 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé, version 24 juin 2011). Sont expressément visées les hypothèses d'offre publique d'échange (RGAMF, art. 212-4, 2  ), de fusion, scission, apports d'actifs (RGAMF, art. 212-4, 3  ), d'attribution gratuite aux actionnaires et de paiement du dividende en actions (RGAMF, art. 212-4, 4  ), de l'offre aux salariés ou aux mandataires sociaux (RGAMF, art. 212-4, 5  ).

En revanche, la position n'évoque pas deux autres cas de dispense de prospectus, lesquels ne sont pas non plus traités dans l'Instruction n   2005-11, à savoir les actions émises en substitution d'actions de même catégorie déjà émises, si l'émission de ces nouvelles actions n'entraîne pas d'augmentation du capital de l'émetteur (RGAMF, art. 212-4, 1  ) et les titres financiers pour lesquels un prospectus visé est valable dans les conditions prévues à l'article 212-24 (prospectus datant de moins de douze mois après l'attribution du visa par l'AMF pour des offres au public) et sous réserve que l'émetteur ou la personne chargée de rédiger ledit prospectus consente à son utilisation par un accord écrit (RGAMF, art. 212-4, 6  ). Il faut en déduire en toute logique que ces deux situations échappent à fois à l'obligation d'établissement et de visa d'un prospectus et aux exigences de la position, bien que cette conclusion ne s'impose pas avec évidence si on considère la raison d'être du texte commenté.

19.- Champ d'application de la position – opérations visées. Deux types d'opérations sont expressément visés par la position avec, là encore, quelques imprécisions.

Le texte de la position indique que sont concernées les émissions ouvertes au public mais non constitutives d'une offre au public conformément à l'article L. 411-2, I, du Code monétaire et financier et les émissions réalisées par placement privé selon la définition qu'en donne l'article L. 411-2, II du même Code.

S'agissant du second cas de figure, il est peu douteux que soient concernées les émissions au bénéfice d'investisseurs qualifiées comme celles réalisées dans un cercle restreint d'investisseurs.

Plus incertain est le champ de la position au regard de l'article L. 411-2, I. *Expressis verbis*, l'AMF ne fait mention que des opérations d'un montant inférieur à 5 millions d'euros et ne représentant pas plus de 50 % du capital (hypothèse visée à l'article 211-2, 2   du RGAMF). Ne sont donc pas

  voqu  es celles dont le montant total dans l'Union serait est inférieur à 100 000 euros (RGAMF, art. 211-2, 1  ), pas plus que celles adressées à des investisseurs pour un montant total par souscripteur d'au moins 100 000 euros (RGAMF, art. 211-2, 3  ) ou portant sur des titres financiers dont la valeur nominale s'élève au moins à 100 000 euros (RGAMF, art. 211-2, 4  ). Mais on voit mal pourquoi ces hypothèses seraient exclues.

20.- Obligations prescrites – règles générales. Ayant identifié les situations visées, la position entreprend de préciser les informations devant figurer *a minima* dans les communiqués annonçant ces opérations financières.

L'AMF procède ici en deux temps. Elle rappelle les règles de droit commun qui doivent être en toute hypothèse respectées avant de détailler, en distinguant selon les deux cas de dispense du prospectus envisagés respectivement aux I et II de l'article L. 411-2.

Le droit commun en cause est celui qui découle des articles 223-1 (information exacte, précise et sincère), 223-2 (information privilégiée devant être portée, dès que possible, à la connaissance du public) et 223-6 (caractéristiques d'une opération financière, susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument, devant être portée, dès que possible, à la connaissance du public) du règlement général au titre des obligations d'information permanente. Le rappel de ces exigences générales n'appelle pas de commentaire particulier. En réalité, seule l'hypothèse envisagée à l'article 223-6 correspond exactement aux situations auxquelles la position s'applique. L'ensemble des autres dispositions qui constituent la substance du chapitre traitant de l'information permanente a potentiellement vocation à s'appliquer aux émetteurs, selon la configuration qui est la leur au seuil du déclenchement des opérations.

21.- Obligations prescrites –   mission de titres de capital ou donnant accès au capital ouverte au public mais non constitutive d'offre au public. La teneur de la position est infiniment plus détaillée, lorsqu'elle entreprend de préciser pour chacun des deux cas de figure la nature des informations à transmettre, préalablement au déclenchement de l'opération.

Les indications données dans la position peuvent être regroupées en trois grandes rubriques.

La première concerne le contenu du communiqué. Le moins qu'on puisse dire est que les exigences de l'AMF ressemblent fort à ce que pourrait être non le prospectus lui-même mais son résumé. On y trouve en effet des indications concernant l'émetteur ; l'opération elle-même et singulièrement les facteurs de risque ; la dilution et répartition du capital ; les modalités pratiques de souscription des titres.

Une deuxième rubrique traite des modalités de diffusion du communiqué, qui doit suivre les exigences de l'article 221-3. En réalité, la position exige même la diffusion de deux communiqués : l'un, lors du lancement de l'opération, mais sans exiger qu'un délai soit respecté entre la diffusion et la réalisation de l'opération ; l'autre, à l'issue de l'offre, pour porter à la connaissance du public les modalités définitives de l'émission (montant émis, dilution et, le cas échéant, nouvelle répartition du capital).

Enfin, une troisième rubrique traite des incidences de l'opération. La position invite ainsi l'émetteur à apprécier la n  ces-

sité d'une actualisation de son information réglementée et notamment de ses facteurs de risque.

22.- Obligations prescrites – émission de titres par placement privé. Si certains éléments recourent ceux qui viennent d'être indiqués, la teneur de la position diffère quelque peu, mais sans doute pas autant qu'on aurait pu le penser puisque, par construction, le public visé est moins large et plus averti.

La position s'ouvre par une distinction suivant que le placement est réalisé en dehors ou pendant une séance de bourse. Dans le premier cas, elle semble admettre que ne soit publié qu'un seul communiqué, annonçant la réalisation de l'opération. Le communiqué de lancement est donc « facultatif », ce qui est logique s'agissant d'émissions dont les destinataires sont identifiés ou identifiables. En revanche, deux communiqués sont prescrits pour les placements privés réalisés pendant la séance de bourse : l'un à l'ouverture du livre d'ordres annonçant les conditions du placement ; l'autre, à l'issue du placement, informant le marché des modalités définitives de l'émission. La morale de l'histoire est sans doute qu'il est grandement préférable de réaliser l'opération indépendamment d'une séance de bourse !

S'agissant de la nature des indications à faire figurer dans le prospectus, les seules différences notables avec le cas de figure précédent résident, semble-t-il, dans la nature des titres susceptibles d'être émis. En matière de placement privé, la position s'intéresse plus spécialement aux titres donnant accès au capital, alors qu'étaient visées plus haut indifféremment les émissions de titres de capital ou donnant accès au capital. Ceci pourrait expliquer que l'indication relative à l'éventuelle présence d'un délai de priorité ne soit pas reprise en cas de placement privé, tandis qu'au contraire la position suggère, en pareil cas et non dans l'autre hypothèse, de voir figurer dans le communiqué « *les caractéristiques résumées des titres offerts (par exemple nominal, taux, durée, et ratio d'attribution d'actions pour une émission d'obligations convertibles)* ».

Enfin, l'opération d'émission peut être suivie d'un prospectus d'admission soumis, cette fois, au visa de l'AMF. La position n'évoque cette éventualité que dans l'hypothèse d'un placement privé, mais il nous semble qu'elle est pareillement envisageable dans celle d'une émission ouverte au public, mais non constitutive d'une offre au public. ■

Nouvelles précisions sur le devoir de conseil en assurance-vie

Pierre-Grégoire Marly

Professeur agrégé des Facultés de droit
Doyen de la Faculté de droit et d'économie à l'Université du Maine

À la faveur de leur pôle commun, l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) ont enquêté sur l'accomplissement du devoir de conseil par les professionnels de la finance et de l'assurance-vie.

Rappelons que pour les premiers, la teneur du conseil légalement requis varie selon le service d'investissement proposé. Ainsi, lorsque celui-ci consiste en la gestion de portefeuille pour compte de tiers ou le conseil en investissement, les prestataires sont tenus de s'enquérir auprès de leurs clients « de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement, ainsi que de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement, de manière à pouvoir leur recommander les instruments financiers adaptés ou gérer leur portefeuille de manière adaptée à leur situation »¹. Le Règlement général de l'AMF précise que ce *suitability test* est satisfait lorsque le produit ou le service recommandé répond aux objectifs d'investissement du client et que celui-ci, d'une part, est financièrement en mesure de faire face aux risques liés à l'opération, d'autre part, possède l'expérience et les connaissances nécessaires pour comprendre ces mêmes risques².

Pour les autres services d'investissement, l'obligation précontractuelle de conseil se réduit à un *appropriateness test* en vertu duquel les professionnels concernés sont requis de demander à leurs clients « des informations sur leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement, pour être en mesure de déterminer si le service ou le produit proposés aux clients ou demandés par ceux-ci leur conviennent »³. Toutefois, lorsqu'ils fournissent un simple service d'exécution d'ordres (*execution only*), ces prestataires sont dispensés de mener l'*appropriateness test* pourvu que leurs clients en soient informés et soient à l'initiative du service considéré, qu'en outre les titres financiers contemplés soient réputés non complexes et que le professionnel ne soit pas en conflit d'intérêts⁴.

En matière d'assurance-vie, à dessein de proposer un contrat adapté aux exigences et besoins de son client, l'intermédiaire

ou l'organisme d'assurance doit formellement collecter auprès de celui-ci des éléments pertinents sur sa situation, ses objectifs et ses compétences en matière financière⁵. Ce pré-lude, directement inspiré du *suitability test* décrit plus haut, est usuellement servi par un questionnaire au bilan duquel le prestataire justifie l'adéquation du produit retenu au profil recueilli.

Examinés par les deux régulateurs compétents, les questionnaires de conseil ont révélé des lacunes affectant la connaissance de leur destinataire autant que la qualité du conseil subséquemment prodigué. Déjà, une étude commandée par l'AMF avait mis en exergue certaines défaillances dans l'élaboration et l'exploitation des questionnaires MIF⁶. Ainsi, les questions posées seraient souvent imprécises, voire trop abstraites en raison de leur déconnexion du contexte d'investissement. Par ailleurs, certains renseignements demandés reposeraient sur une appréciation exclusivement subjective du client, comme l'évaluation de ses connaissances et de son expérience en matière financière. Concernant l'exploitation des réponses fournies, l'étude précitée constate qu'elle permet uniquement d'évaluer la tolérance du client au risque, et non sa tolérance aux pertes et sa tendance à déformer les probabilités. En outre, les méthodes de *scoring* sont très rarement utilisées et, lorsqu'elles le sont, leurs critères économiques sont insuffisamment poussés. Il s'ensuit que l'évaluation du profil d'un même investisseur peut sensiblement varier d'un prestataire à l'autre.

Concernant les questionnaires de conseil en assurance-vie, l'ACP observe que les questions seraient trop générales ou techniques. D'autres, utiles pour évaluer le profil du client, seraient approximatives, voire absentes. En outre, l'actualisation et la traçabilité des informations recueillies ne seraient pas toujours satisfaites et leur exploitation parfois incomplète.

Face à ce constat, l'ACP a donc publié une recommandation dans laquelle elle préconise des bonnes pratiques commerciales destinées à améliorer la qualité du conseil en assurance-vie⁷.

Cette recommandation suggère notamment aux professionnels assujettis les moyens de mieux assister leur clientèle dans l'usage du questionnaire précontractuel. Implicitement, le régulateur rappelle ainsi que les débiteurs de conseil sont légalement tenus de « préciser » les exigences et les besoins de leurs potentiels souscripteurs. Partant, ils ne peuvent s'accommoder d'un recueil passif d'informations, mais doivent accompagner le candidat dans la formulation de celles-ci. Cet accompagnement ne saurait toutefois impartir le contrôle de la fiabilité et de la qualité des réponses fournies, ce qui fut un temps envisagé par l'ACP. Pour autant, l'assistance du candidat à l'assurance peut sembler acheminer sur la possible

1 C. mon. et fin., art. L. 533-13 I. Pour les conseillers en investissements financiers : C. mon. et fin., art. L. 541-8-1.

2 RG AMF, art. 314-44.

3 C. mon. et fin., art. L. 533-13 II. *Adde.* RG AMF, art. 314-49.

4 C. mon. et fin., art. L. 533-13 III. *Adde.* RG AMF, art. 314-55 et s.

5 C. assur., art. L. 132-27-1, C. mut., art. L. 223-52-3, CSS, art. L. 932-23.

6 A. de Palma et N. Picard, *Évaluation des questionnaires MIF en France*, Étude réalisée pour l'AMF, 2 février 2011.

7 ACP, recommandation 2013-R-01, 8 janvier 2013.

souscription non conseillée que réserve la loi, moyennant une mise en garde du preneur, lorsque ce dernier ne communique pas toutes les informations sollicitées⁸. De fait, cette hypothèse ne serait plus concevable si le professionnel se livre à la maïeutique préconisée par l'ACP.

L'Autorité recommande également d'actualiser les renseignements primitivement recueillis afin de renouveler, le cas échéant, le conseil dispensé. Outre l'évident intérêt de cette actualisation pour le preneur, elle peut se prévaloir d'une assise jurisprudentielle. En revanche, force est de reconnaître qu'elle ne figure pas expressément parmi les normes auxquelles la recommandation est juridiquement asservie. Aussi la portée de ce droit souple (*soft law*) interroge-t-elle à nouveau : où tracer la frontière entre préciser et ajouter, inciter et imposer ? Quoi qu'il en soit, l'actualisation ici prescrite est périodiquement restreinte à deux moments clés : la souscription du contrat et la réalisation d'une opération (versement, arbitrage ou rachat) modifiant significativement celui-ci. Reste à déterminer concrètement dans quelle mesure une opération modifie significativement l'assurance considérée : à partir de quel montant ou de quelle fréquence un arbitrage ou un rachat partiel doit-il être versé dans cette variété d'opérations ?

Selon l'ACP, le contenu du questionnaire de conseil est également perfectible. Les professionnels assujettis sont ainsi conviés à affiner leurs demandes en vue d'une évaluation plus objective de leurs clients. Par ailleurs, il leur est recommandé d'identifier et de « gérer » les réponses incomplètes ou incohérentes. Là encore, force est d'observer que la recommandation s'émancipe quelque peu du cadre légal sur lequel elle se fonde puisque, à l'analyse, le conseil ne porterait plus uniquement sur le choix du contrat, mais aussi sur celui de ses supports financiers.

Précisons en conclusion que l'inobservation de ces préconisations ne saurait, à elle seule, fonder une sanction disciplinaire. En revanche, une telle sanction serait envisageable si, après une mise en garde, le professionnel négligent ne rectifiait ses pratiques. ■

8 C. assur., art. L. 132-27-1, C. mut., art. L. 223-52-3, CSS, art. L. 932-23.

Corporate Governance – Transparence financière et comptable

Jurisprudence récente relative aux pactes d'actionnaires

François Basdevant*

Directeur Fusions et Acquisitions
Vivendi

Les pactes conclus par des actionnaires ont pour objet d'organiser, d'une part, la gouvernance d'une société et, d'autre part, la liquidité sur les actions de cette société. L'objet de ces dispositions de gouvernance est notamment de s'affranchir des règles du droit des sociétés qui seraient normalement applicables. Ainsi, en l'absence de pacte d'actionnaires, un actionnaire à 51 % d'une société anonyme possède seul le pouvoir de nommer et de révoquer tous les administrateurs, d'approuver les comptes et de décider leur affectation. Les dispositions d'un pacte ont donc généralement pour effet de transférer des droits à des actionnaires minoritaires, tels que des droits de veto ou de représentation ou des droits de sortie ou de retrait. En conséquence, l'actionnaire majoritaire peut être amené à partager son pouvoir avec des actionnaires minoritaires et ne plus détenir un contrôle exclusif sur une entité mais un contrôle simplement conjoint. Les dispositions de ces pactes peuvent donc influencer sur la nature du contrôle exercé sur la société.

Les pactes d'actionnaires couvrent des domaines juridiques de plus en plus larges et sont au cœur de relations qui sont susceptibles de devenir conflictuelles. Il est par conséquent fréquent que ces droits ou obligations fassent l'objet de contentieux. Se pose alors la question de la validité de certains engagements et plus généralement de l'efficacité des pactes d'actionnaires : en pratique, en cas de non-respect d'un engagement d'un pacte, quelle sera la sanction, l'exécution forcée ou une simple réparation pécuniaire ?

L'examen de la jurisprudence récente permet donc d'illustrer les domaines qui font l'objet de contentieux et les solutions adoptées. Nous avons sélectionné des décisions récentes (Cour de cassation et cour d'appel), rendues entre 2011 et 2013, et qui illustrent les contentieux issus de pactes et les solutions retenues par la jurisprudence, l'objectif étant d'en tirer des enseignements afin d'améliorer la rédaction des pactes d'actionnaires.

Les pactes contiennent des conventions de vote et la question de leur validité et de leur efficacité fait toujours débat (I). S'agissant des clauses relatives à la liquidité des actions, le cœur de ce dispositif concerne le respect du droit de préemption et de sortie avec, notamment, l'exécution forcée (II). Des signataires de pacte n'hésitent pas à requalifier ces

contrats afin de s'affranchir de certaines de leurs obligations en invoquant par exemple leur caractère léonin (III). La jurisprudence donne également des illustrations relatives à l'exécution des pactes (IV). Enfin, la transmission des pactes peut faire l'objet de contestations (V).

Ne seront pas traités dans le présent article, la jurisprudence relative à la détermination du prix dans des promesses de vente, pactes d'actionnaires ou clauses d'exclusion de statuts, et, en particulier, le débat sur le champ d'application de l'article 1843-4 du Code civil.

I. Validité des conventions de vote

Parmi les clauses relatives à la gouvernance de la société figurant dans un pacte d'actionnaires, les plus courantes sont les clauses concernant le droit de vote et, en particulier, les conventions de vote. De telles clauses prévoient, par exemple, au sein du conseil d'administration ou de surveillance, des majorités qualifiées voire des droits de veto pour des décisions stratégiques, notamment certaines modifications statutaires, ou des opérations ayant un impact sur le capital, l'endettement ou les cessions d'actifs de la société, limitativement énumérées.

Ces conventions de vote peuvent aussi porter sur l'engagement d'élire un nombre déterminé d'administrateurs parmi les porteurs d'une certaine catégorie d'actions, la renonciation à l'exercice du droit de vote pendant une période donnée, la renonciation au droit de vote double, etc.

Sur le plan juridique, le régime des conventions de vote subit deux influences contradictoires. Si la liberté contractuelle autorise en principe ce type d'engagement¹, certaines dispositions propres au droit des sociétés compromettent leur validité et, par suite, leur sécurité juridique. Ainsi, par exemple, le fait que le droit de vote, prérogative personnelle de l'associé, doive être librement exprimé, et le fait que l'interdiction du trafic de suffrage fragilise la validité de telles conventions.

Deux décisions de la cour d'appel de Paris illustrent des contentieux portant sur des conventions de vote : l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 8 novembre 2011 porte sur le non-respect d'une convention de vote en assemblée et précise que le juge des référés ne peut ordonner l'exécution d'un pacte d'actionnaires, si celle-ci passe par la remise en cause du vote de l'assemblée des actionnaires. Une deuxième décision, également de la cour d'appel de Paris rendue le 4 décembre 2012, confirme la jurisprudence sur les conditions de validité des conventions de vote par lesquelles certains actionnaires s'engagent à voter aux assemblées générales de leur société dans le sens déterminé par la majorité d'entre eux.

* Les opinions exprimées dans cet article sont personnelles à l'auteur et n'engagent que lui.

1 Article 1134 du code civil : « Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites. Elles ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel, ou pour les causes que la loi autorise. Elles doivent être exécutées de bonne foi ».

Cour d'appel de Paris, 8 novembre 2011, n° 11/16066, SAS Mederic c/ SAS Assisteo France

Un pacte d'actionnaires prévoit que les membres du comité de surveillance d'une société par actions simplifiée seront désignés, pour trois d'entre eux, sur présentation de l'actionnaire majoritaire et, pour deux d'entre eux, sur présentation de l'actionnaire minoritaire.

Estimant que l'actionnaire minoritaire a concurrencé déloyalement la société, l'actionnaire majoritaire refuse de voter, en assemblée, la nomination des candidats présentés par ce minoritaire. Il vote en faveur de la nomination des seuls candidats présentés par lui-même.

L'actionnaire minoritaire saisit alors le juge des référés qui ordonne, sous astreinte, l'exécution du pacte, à savoir :

- la convocation d'une nouvelle assemblée générale des actionnaires,
- la révocation, par cette assemblée, de deux membres désignés sur présentation du majoritaire,
- la désignation, par cette même assemblée, de deux membres présentés par le minoritaire.

La cour d'appel de Paris réforme cette ordonnance non sur le principe mais sur les solutions. La cour confirme que l'inexécution du pacte constitue bien un trouble manifestement illicite, mais que le juge des référés n'a pas le pouvoir de remettre en cause le vote des actionnaires ni celui de leur donner des consignes de vote.

En revanche, même en présence d'une contestation sérieuse, le juge des référés peut prescrire les mesures conservatoires ou de remise en état qui s'imposent pour prévenir un dommage imminent ou pour faire cesser un trouble manifestement illicite².

La cour précise que « si la tenue d'une nouvelle assemblée générale pouvait être ordonnée par le premier juge, il ne lui était pas possible d'ordonner la révocation des deux membres du comité de surveillance ».

En conséquence, la cour d'appel désigne un mandataire dont elle précise qu'il sera convoqué aux réunions du comité de surveillance, qu'il y assistera et en rendra compte au minoritaire. Elle ordonne également la remise, à ce mandataire, de tous les documents destinés aux membres de ce comité. Ce mandataire n'est toutefois pas investi du droit de veto que le protocole donnait au minoritaire au sein du comité de surveillance.

La cour confirme que le juge des référés peut bien ordonner l'exécution d'une obligation non sérieusement contestable, même s'il s'agit d'une obligation de faire³. Néanmoins, il ne peut prononcer une mesure d'exécution remettant en cause le vote des actionnaires ou leur donnant des consignes de vote.

Le résultat de la décision de la cour d'appel en matière de référé qui condamne la possibilité d'une exécution forcée est

conforme à la jurisprudence. En décidant le recours à un mandataire, la cour adopte une solution équilibrée, ménageant les intérêts en cause, tout en respectant les règles qui s'imposent au juge des référés saisi de l'inexécution d'un pacte d'actionnaires.

Cour d'appel de Paris, 4 décembre 2012, n° 11/15313, SAS Pampr'œuf Distribution c/ SA Les Établissements Lignier et SAS CARADEC

Dans cette affaire, les signataires d'un pacte réunissant certains actionnaires d'une société s'engagent à se réunir préalablement à toute réunion de l'assemblée générale, ordinaire ou extraordinaire, de la société, pour déterminer les choix qu'ils opéreront dans le cadre du fonctionnement de celle-ci. Ils s'engagent également à voter, lors de ces assemblées générales, dans le sens qu'ils auront ainsi déterminé, à la majorité, lors de la réunion préparatoire.

Une contestation est née entre les signataires du pacte sur le respect de cette convention de vote. La cour d'appel de Paris déclare qu'une telle convention de vote est licite, pour les motifs suivants :

- elle repose sur un engagement éclairé des actionnaires signataires qui ont connaissance des résolutions soumises à leur vote ;
- elle respecte les dispositions d'ordre public en n'emportant pas cession du droit de vote ni atteinte au principe de libre révocabilité des dirigeants sociaux ;
- destinée à l'établissement d'une politique stable et durable, elle ne contrarie pas l'intérêt social ;
- souscrite pour une durée indéterminée, elle peut être résiliée, unilatéralement, à tout moment.

Les motifs qui fondent cette décision sont conformes à ceux énoncés par une jurisprudence bien établie.

Cet arrêt, confirme donc la régularité de principe de ces conventions en énonçant leurs conditions de validité, qu'il interprète avec souplesse. Précisons que dans cet arrêt, la cour néanmoins restreint la liberté des parties dans la détermination du contenu des clauses de préemption en rendant obligatoire le recours à une expertise pour la fixation du prix, intervention régie par l'article 1843-4 du Code civil.

II. Non-respect d'un pacte de préemption

Un domaine essentiel des pactes d'actionnaires concerne les règles relatives à la liquidité sur les actions de la société appartenant aux signataires du pacte. Le cœur de ce dispositif repose généralement dans des droits de préemption qui sont consentis entre les actionnaires. Les règles de ces droits de préemption et, le cas échéant, leur dérogation font en effet l'objet de règles précises. Le non-respect par un actionnaire d'un droit de préemption peut être préjudiciable à l'autre partie. C'est pourquoi la question de leur efficacité a été posée. En effet, en cas d'inexécution, la sanction pécuniaire peut être inappropriée, la remise en état initial étant recher-

2 Article 873, alinéa 1 du Code de procédure civile.

3 Article 873, alinéa 2 du Code de procédure civile.

chée. La réparation par équivalent de l'article 1142 du Code civil, privilégiée par la Cour de cassation, peut ne pas constituer une solution adéquate pour un actionnaire fondateur qui voit un concurrent entrer au capital de sa société ou pour l'investisseur qui se trouve dans l'impossibilité de sortir du capital à l'horizon qu'il s'est fixé.

Nous analyserons un arrêt de la cour d'appel de Paris du 14 février 2012 qui précise qu'un droit de préemption s'applique même si le cessionnaire est contrôlé par le cédant et une décision de la Cour de cassation du 26 février 2013 annulant une cession d'actions conclue selon des modalités destinées à éluder frauduleusement un droit de préférence et de préemption portant sur ces actions.

Cour d'appel de Paris, 14 février 2012, n° 11/14683, SCI Alphonse de Poitiers c/ SAS IECH

Dans un pacte d'actionnaires signé par Monsieur C, par la société I et par monsieur H, l'autre actionnaire de la société M, il est convenu que dans l'hypothèse où Monsieur C envisagerait de céder plus de 50 % des droits de vote dans la société I par voie de cession à titre onéreux, d'apport ou d'échange, il ferait préalablement en sorte de faire proposer par I la cession ou la préemption de la totalité de sa participation dans M à Monsieur H.

Ultérieurement, Monsieur C apporte le contrôle de la société I à une autre société de droit luxembourgeois dont il détient également le contrôle. Monsieur C n'a pas proposé à Monsieur H d'acquérir les titres de la société M, estimant qu'il continue à détenir le contrôle de la société M.

Monsieur H considère de son côté que cette opération d'apport constitue une violation de son droit de préemption. En effet, le pacte prévoit explicitement un droit de sortie ou un droit de préemption en sa faveur, en cas de cession par Monsieur C de la majorité de ses titres. De plus, aucune dérogation n'est prévue en cas de cession ou d'apport à une société entièrement contrôlée par Monsieur H. Il demande alors au juge des référés de faire cesser ce trouble manifestement illicite et de rendre l'apport inopposable.

Dans une ordonnance, le président du tribunal de commerce saisi en référé ne retient pas ces arguments. Mais la cour d'appel infirme cette ordonnance et rappelle tout d'abord que le juge peut, même en présence d'une contestation sérieuse, prescrire les mesures conservatoires ou de remise en état qui s'imposent pour prévenir un dommage imminent ou pour faire cesser un trouble manifestement illicite⁴.

La cour observe ensuite que l'apport, fait par Monsieur C, du contrôle de la société I à une société tierce constitue une violation manifeste des termes du pacte de préemption. Il importe peu, à cet égard, que la société bénéficiaire de l'apport ait, postérieurement à cet apport, déclaré adhérer au pacte.

Il importe peu, également, que la société bénéficiaire de l'apport soit entièrement contrôlée par Monsieur C et que, de ce fait, le contrôle de la société I, et donc de la société M, soit resté entre les mains de Monsieur C. En effet, les termes du

pacte ne prévoyaient pas qu'il ne s'appliquerait pas en cas de cession ou d'apport à une société entièrement contrôlée par le cédant.

Le pacte étant clair, il ne nécessite aucune interprétation. Sa violation par Monsieur C est évidente et constitue un trouble manifestement illicite qu'il convient de faire cesser. En conséquence, conformément à la demande formulée par Monsieur H, la cour d'appel déclare l'apport des titres inopposable à Monsieur H, interdit à Monsieur C tout acte de disposition, direct ou indirect, sur les titres I et M, et lui enjoint, sous astreinte, de faire une offre de cession des titres M à Monsieur H. Contrairement au juge des référés, la cour d'appel a donc privilégié la lettre du pacte et ordonné l'exécution forcée de ses stipulations.

Par cette décision, la cour d'appel vient confirmer, d'une part, que le non-respect d'un pacte d'actionnaires constitue un trouble manifestement illicite qui justifie la saisine du juge des référés, contrairement à l'arrêt du 8 novembre 2011 examiné précédemment, et, d'autre part, que son exécution peut être forcée, dans la mesure du possible. Cet arrêt vient apporter sa contribution à un courant jurisprudentiel permettant de concilier les deux principes fondamentaux que sont, d'un côté, la force obligatoire des contrats et, de l'autre, celui selon lequel nul ne peut être contraint par la force à exécuter une obligation, découlant de l'article 1142 du Code civil. L'exécution d'une obligation n'y est imposée que lorsqu'il n'existe pas de raisons matérielles, juridiques ou morales qui la rendraient impossible.

D'un point de vue pratique, dans l'attente d'une décision définitive de la haute juridiction, la doctrine recommande de stipuler *ab initio* une clause expresse d'exécution forcée. Cette pratique a été validée par la Cour de cassation, par l'arrêt en date du 27 mars 2008, admettant que les parties peuvent stipuler dans une promesse de vente que l'inexécution de cette dernière se résoudra par une autre voie que celle prévue à l'article 1142 du Code civil. Enfin, cet arrêt vient rappeler la nécessaire précision qui doit accompagner la rédaction des clauses de transfert de titres afin que la lettre du pacte soit conforme à son esprit et notamment l'utilité de prévoir expressément la liberté des transferts intra-groupes lorsque celle-ci est souhaitée.

Cour de cassation, 26 février 2013, n° 12-13.721, M. Bricolage c/ Bricorama

La société X adhère à l'enseigne M. Bricolage et bénéficie d'une franchise de la part de la société du même nom. Ses actionnaires et dirigeants souscrivent au profit de la société M. Bricolage un droit de préférence et de préemption en cas de cession des actions assurant le contrôle de la société X.

Ultérieurement, les actionnaires de la société X apportent toutes les actions de cette société à une société *holding*. Enfin, cette société *holding* cède 49 % du capital de la société X à la société Bricorama, concurrente de la société M. Bricolage. De son côté, la société X résilie le contrat qui la liait à l'enseigne M. Bricolage.

La société M. Bricolage estime que la cession de 49 % des actions de la société X à la société Bricorama constitue une violation de son droit de préférence et de préemption. Elle demande que soient prononcés l'annulation de cette cession, l'exécution forcée du pacte et l'octroi de dommages-intérêts.

4 Article 873 alinéa 1 du Code de procédure civile.

À l'appui de sa demande, la société M. Bricolage invoque notamment le fait que, lors de la cession à la société Bricorama de 49 % du capital de la société X, les statuts de cette société ont été modifiés pour la transformer en société par actions simplifiée et conférer à la société Bricorama des prérogatives exorbitantes, caractéristiques de celles d'un actionnaire majoritaire, telles que le pouvoir de révoquer, à sa seule discrétion, le président de la société, et celui d'exercer un droit de veto sur toutes les décisions de gestion importantes de la société ainsi que sur toutes les décisions de l'assemblée de ses actionnaires.

Ainsi, pour la société M. Bricolage, même si la cession n'a porté que sur 49 % du capital de la société X, c'est bien son contrôle qui a été cédé, cette notion étant d'ailleurs ambiguë et définie diversement par la loi.

Les juges du fond rejettent cette demande. Ils estiment que la clause de préférence et de préemption ne comporte aucune ambiguïté, ne suppose aucune interprétation, et ne vise, faute d'avoir autrement défini la cession du contrôle, qu'une cession portant sur plus de 50 % du capital. Une telle cession n'ayant pas eu lieu, elle ne peut être annulée.

La Cour de cassation s'incline devant cette appréciation souveraine des juges du fond concernant l'interprétation de la commune intention des parties.

La Cour de cassation reproche, en revanche, aux juges du fond de ne pas avoir recherché, alors que cela leur était demandé, si le choix de la société cédante de limiter à 49 % la fraction du capital de la société X cédée à la société Bricorama, aussitôt contredit par l'octroi de prérogatives exorbitantes au profit de cette dernière, à la faveur d'une modification des statuts de la société X, ne participait pas du dessein de dissimuler un changement dans le contrôle de la société cédée et d'éluder ainsi le droit de préférence et de préemption du franchiseur.

Sur ce point, l'arrêt d'appel est censuré pour défaut de base légale au regard de l'article 1134 du Code civil, rappelant que les contrats doivent être exécutés de bonne foi, et du principe selon lequel la fraude corrompt tout.

III. Validité ou respect d'une clause de retrait ou de sortie

Les pactes d'actionnaires contiennent fréquemment des clauses permettant à des actionnaires de céder leurs titres dès la survenance d'un événement : cession d'actions au-delà d'un certain seuil, franchissement par un actionnaire ou un tiers d'un pourcentage de détention, etc. L'efficacité juridique de telles clauses est un des éléments essentiels dans les relations entre les actionnaires.

Dans un arrêt du 3 juillet 2012, la cour d'appel de Paris a confirmé qu'une clause de sortie par laquelle des actionnaires majoritaires s'engagent à racheter la participation d'un minoritaire dans certaines situations précises indépendantes de la volonté de celui-ci n'excluant pas l'aléa social n'est pas léonine. La cour d'appel a jugé le 20 décembre 2012 qu'un pacte d'actionnaires par lequel un majoritaire s'engage à acquérir les actions des minoritaires si sa participation baisse au-dessous d'un certain seuil doit jouer lorsque cette participation est diluée par suite d'une augmentation de capital.

Cour d'appel de Paris, 3 juillet 2012, n° 11/08630, M. S et M^{me} S c/ FCPR Alyseventure, SAS Viveris Management et Société Medical Computers Communication Caraïbe

Un pacte d'actionnaires conclu entre les fondateurs d'une société et un investisseur ayant pris une participation minoritaire dans le capital social accordait à ce dernier un droit de sortie prioritaire par lequel les autres actionnaires s'engageaient à lui racheter, à sa demande, tout ou partie de ses titres à un prix convenu au cas où l'un des événements suivants se réaliserait sans son accord : cession par un actionnaire de plus de 10 % des actions de la société ou d'un nombre d'actions ayant pour effet de porter la participation totale des fondateurs à moins de 50 % du capital ou des droits de vote ; entrée d'un industriel au capital de la société à hauteur de 20 % au moins ou au capital d'une filiale si cette entrée fait perdre à la société le contrôle de la filiale ; non-respect des clauses du pacte sur la déontologie des fondateurs et la cession des actifs de la société.

L'un des fondateurs faisait valoir que cette clause de sortie était léonine car elle exonérait l'investisseur de la totalité des pertes sociales et qu'elle devait donc être réputée non écrite par application de l'article 1844-1, alinéa 2 du Code civil.

La cour d'appel de Paris, confirmant le jugement du tribunal de commerce, rejette la demande au motif que la clause qui instaure, en faveur de l'investisseur, une protection pour le cas où, dans des situations précises, dont la survenance ne dépend pas de son fait, les hommes-clés, ne respectant pas les objectifs du plan, se désengageraient de la société, ne fait aucunement disparaître l'aléa social auquel le nouvel actionnaire est soumis au même titre que les autres associés. La cour juge, par conséquent, que l'exonération de l'actionnaire entrant de la totalité des pertes n'est pas démontrée et que la clause critiquée n'apparaît pas léonine ou contraire à l'intérêt social.

On retrouve, ici, l'application à une clause de sortie, de la jurisprudence écartant la qualification de clause léonine pour les conventions sans incidence sur la participation aux bénéfices et aux pertes dans les rapports sociaux. L'interdiction des clauses léonines ne concerne pas les clauses ayant pour objet d'assurer, moyennant un prix librement convenu et dans des conditions assurant l'équilibre des conventions entre les parties, une transmission de droits sociaux, même si ces conventions sont conclues entre associés. Ainsi, ne constitue pas une clause léonine l'engagement des principaux associés d'une société de racheter pour un prix minimal (en pratique, un prix plancher majoré d'un intérêt déterminé, comme en l'espèce) les titres acquis par un investisseur s'il en fait la demande.

La clause d'un pacte d'actionnaires prévoyant un droit de sortie avec instauration d'un prix de rachat garanti ne fait donc pas disparaître l'aléa social à l'égard du nouvel actionnaire et ne l'exonère pas du risque de pertes.

Cour d'appel de Paris, 20 décembre 2012, n° 11/22841, M. L. c/ M. B.

Un pacte conclu entre les actionnaires d'une société anonyme prévoyait que l'actionnaire majoritaire s'engageait à acquérir ou faire acquérir les actions de la société détenues par des

actionnaires minoritaires (droit de retrait) si sa participation devenait inférieure à 33 % du capital. Il devait alors notifier aux actionnaires minoritaires toutes les clauses et conditions de l'opération envisagée, dont le prix ou la valeur des actions rachetées.

La participation de l'actionnaire majoritaire était devenue inférieure à 33 % à la suite de la dilution consécutive à plusieurs augmentations de capital de la société auxquelles il n'avait pas participé. La société ayant été mise en redressement judiciaire, un actionnaire minoritaire signataire du pacte avait recherché la responsabilité de l'actionnaire « majoritaire », lui reprochant de ne pas avoir mis en œuvre le droit de retrait contractuel. L'intéressé avait répondu que ce droit n'était valable qu'en cas de franchissement à la baisse du seuil de 33 % consécutif à une cession d'actions et non par suite d'une dilution consécutive à une augmentation de capital : selon lui, ce droit s'analysait en une promesse unilatérale d'achat et, en cas d'augmentation de capital, la promesse avait été souscrite sans indication de prix et ne comprenait aucune formule de calcul indépendante de la volonté des parties permettant de déterminer ce prix.

Cet argument a été écarté par la cour d'appel de Paris : la clause litigieuse mentionnait une baisse de la participation du majoritaire du fait d'une opération financière quelconque, ce qui concernait également une dilution passive faisant suite à une augmentation de capital non souscrite. L'actionnaire « majoritaire », qui n'avait pas notifié aux actionnaires minoritaires l'offre de rachat précisant le prix ou la valeur des actions rachetées, ne pouvait pas tirer partie de sa carence pour prétendre que l'absence de prix rendait nulle la clause de retrait.

En conséquence, la cour a condamné le majoritaire à indemniser l'actionnaire minoritaire de la perte de chance de pouvoir encaisser le prix de ses actions à leur valeur au jour où le droit de retrait pouvait être exercé, indemnitée qu'elle a évaluée en fonction du degré de probabilité de réaliser la cession compte tenu des circonstances.

Précisons qu'en l'espèce, l'actionnaire minoritaire n'avait pas demandé l'exécution forcée avec le rachat de ses titres, mais avait fait une demande d'indemnisation basée sur la perte de chance.

IV. Exécution d'un pacte d'actionnaires

L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 1^{er} février 2012 précise les conséquences de la novation dans un pacte d'actionnaires. La cour d'appel de Paris dans un arrêt du 20 septembre 2012 estime que l'interprétation d'un pacte d'actionnaires peut reposer sur les conditions dans lesquelles il a été exécuté. La cour d'appel de Douai a jugé le 10 janvier 2013 dans un différend relatif à l'exécution d'un pacte, que ce dernier s'impose dès lors qu'il ne prévoit aucune restriction concernant l'obligation qu'il met à la charge de la société de racheter les parts des associés au cas où ils résilieraient le contrat de services qui les engage.

Cour d'appel de Paris, 1^{er} février 2012, n° 11/01362, IRDI Midi Pyrénées c/ M. V.N.

Un ingénieur salarié a souscrit des actions de la société qui l'employait en précisant que, partant à la retraite en 2009, il ne

souhaitait pas s'engager pour une durée supérieure à trois ans, et a exigé que le groupe repreneur lui garantisse le rachat de tout ou partie de ses titres au moment de son départ, sur la base d'une valorisation minimale de 500 000€.

En raison de différences d'interprétation du pacte d'actionnaires, un protocole d'accord est venu définir les modalités pratiques et les conditions financières de son départ auquel le rachat après réduction de capital était lié. L'actionnaire est mal fondé à se prévaloir des stipulations du pacte d'actionnaires, dès lors que le protocole d'accord a emporté novation tant par changement de parties que par changement d'objet, puisque le rachat de l'intégralité des titres était initialement prévu par les seuls investisseurs sans que le bénéficiaire ait procédé à la notification de l'exercice de la faculté de rachat avant l'intervention de cette novation.

La situation dont se plaint l'actionnaire, qui n'a engagé aucune action aux fins d'obtenir l'exécution du protocole litigieux ou, à défaut, la réparation du préjudice ayant découlé pour lui de l'inexécution de cette convention par ses autres signataires, non parties à l'instance d'appel, ne l'autorise pas à se prévaloir du retour aux stipulations novées du pacte d'actionnaires, sur lesquelles il fonde ses demandes.

Cour d'appel de Paris, 20 septembre 2012, n° 11/12709, M. Ph. L. c/ SA Platina Affiliates

Deux associés signent un pacte aux termes duquel « l'associé opérationnel » s'engage vis-à-vis de « l'associé majoritaire » par une clause de non-concurrence. Dans un courrier séparé, du même jour, l'associé majoritaire s'oblige à verser une certaine somme à l'associé opérationnel pendant toute la durée de mise en jeu de la clause de non-concurrence, soit 18 mois à compter du départ de l'associé opérationnel.

Les deux associés signent un nouveau pacte quelques mois plus tard, apportant des modifications à la clause de non-concurrence. Aux termes de ce nouveau pacte, ses dispositions « *représentent l'intégralité des accords de l'associé majoritaire avec l'associé opérationnel. Elles annulent et remplacent toutes conventions ou documents antérieurs qu'ils ont pu conclure ou se communiquer, ayant un objet identique ou semblable à celui des présentes* ».

Après le départ de l'associé opérationnel, l'associé majoritaire prétend que cette dernière stipulation s'applique également à la lettre par laquelle il s'obligeait à verser une certaine somme à l'associé opérationnel, en contrepartie du respect par lui de la clause de non-concurrence.

Telle n'est pas l'opinion des juges du fond qui observent :

- qu'aucune disposition du nouveau pacte ne vise à remettre en cause les termes de la lettre séparée relative à la contrepartie financière de la clause de non-concurrence ;
- que, de fait, l'associé majoritaire a versé cette contrepartie financière à l'associé opérationnel, après son départ.

Ils jugent, en conséquence, que l'engagement contenu dans la lettre séparée, contemporaine du premier pacte, n'a pas été annulé par les termes du nouveau pacte. La commune intention des parties a été de maintenir la validité de cette lettre.

**Cour d'appel de Douai, 10 janvier 2013,
n° 11/08451, SA Beta c/ M. J.-M. D. et F. M.**

Deux associés cèdent l'intégralité des parts d'une SARL à une société dont ils acquièrent parallèlement des titres et se lient à la SARL cédée par une convention de prestation de services. À la suite d'une mésentente entre eux, ils décident de mettre fin à la convention de services et demandent à la société mère de leur co-contractante la mise en œuvre d'un pacte d'associés par lequel elle « accepte irrévocablement », en cas de résiliation du contrat de prestation de services par les associés, d'acquérir l'intégralité des parts sociales de sa filiale que ceux-ci détiendraient à la date d'effet de la résiliation, au prix correspondant à la valeur de souscription des parts.

La société mère refuse d'exécuter l'engagement au motif que depuis la signature du pacte, la situation de la SARL cédée s'est dégradée au point que des éléments d'actifs ont disparu ou se sont fortement dépréciés et impute cette situation à la mauvaise exécution du contrat d'assistance par les deux associés. Elle soutient, en outre, que ces derniers ont rompu la convention de prestation de services de mauvaise foi, dans le seul but de profiter à la fois des dispositions du pacte d'associés et du rachat de leurs titres.

La cour d'appel de Douai confirme la décision de première instance ayant condamné la société à l'exécution du pacte. Selon la cour, la société s'est irrévocablement engagée à acquérir l'intégralité des parts sociales à leur valeur de souscription : le pacte d'associés était clair sur ce point et ne comportait aucune restriction concernant l'exécution de cette obligation. En outre, la résiliation des contrats de prestations de services restait un droit pour les associés dans le cadre d'un contrat à durée indéterminée, en l'absence de conditions préexistantes. Enfin, la société ne démontrait ni un lien de causalité entre l'exécution des conventions de prestations de services et la diminution du chiffre d'affaires de la société cédée ni des manœuvres dolosives de ses partenaires au pacte.

**V. Cession d'actions et transmission
du pacte**

La question de la transmission d'un pacte s'est posée dans le cadre d'un contentieux d'actionnaires entre les groupes Veolia Environnement et Suez Environnement (Sita) au sujet d'un pacte imposant une parité entre les deux groupes d'actionnaires qui détenaient près de 90 %, des personnes physiques détenant le solde.

**Cour d'appel de Versailles, 22 mai 2012,
n° 11/04433, SA Veolia Propreté c/ SA Sita
France**

Cette décision de la cour d'appel de Versailles⁵ intervient après un arrêt de la Cour de cassation⁶ portant cassation d'un arrêt de la même cour d'appel de Versailles⁷.

Les groupes Veolia et Sita (Suez) détenaient à parts égales environ 90 % des actions d'une société anonyme TRU depuis

de nombreuses années et avaient conclu un pacte par lequel chacun s'interdisait d'acquérir seul les actions détenues par un minoritaire. Une douzaine d'années plus tard, Veolia avait augmenté sa participation dans le capital de la société sans respecter le pacte de parité.

Sita avait alors agi en responsabilité contractuelle contre Veolia qui avait augmenté sa participation en faisant valoir que le pacte lui avait été transmis par le seul effet de la cession des actions.

Dans sa première décision rendue le 27 juillet 2010, la cour d'appel de Versailles avait confirmé le jugement de première instance qui avait donné raison à Sita. Aux termes de ce jugement, et afin de respecter l'accord de parité, la cour ordonnait la cession forcée par Veolia à Sita de la moitié des actions acquises auprès des minoritaires. Précisons que la participation concernée dans TRU avait fait l'objet de nombreuses cessions à l'intérieur du groupe Suez/ Sita. La question de la transmission du pacte consécutif à une cession d'actions était donc posée. La cour d'appel, avec une argumentation audacieuse avait considéré qu'en « *cédant la quasi-totalité des actions qu'il détenait le signataire du pacte avait nécessairement cédé à sa filiale le contenu des accords sur les modalités de gouvernance paritaire qui constituent l'accessoire de ladite cession* ».

La Cour de cassation dans une décision en date du 24 mai 2011 a cassé cet arrêt. Mais cet arrêt est cassé au visa de l'article 1143 du Code civil relatif à la réparation intégrale du préjudice et donc sur la sanction de la violation du pacte et non sur la question de la transmission du pacte. La chambre commerciale retient que la cour d'appel de Versailles n'a pas tiré les conséquences légales de ses constatations en retenant que l'engagement résultant d'un pacte d'actionnaires s'analyse comme un pacte de non-acquisition, consistant en une obligation de ne pas faire, puisque chaque partie « *s'interdit d'acquérir seule, directement ou indirectement les actions* » et que la violation par l'une des sociétés de cet engagement autorise l'autre société à obtenir, sous la forme d'une réparation en nature dont il convient de déterminer les modalités, le rétablissement de la situation dans laquelle elle se serait trouvée si sa contractante avait respecté les stipulations de cette convention, et ajoute que le retour à la situation antérieure, inhérent à la réparation en nature, ne sera pleinement satisfait que par le rétablissement d'une stricte parité dans le nombre d'actions détenues respectivement par chacun des actionnaires majoritaires, alors que la cession d'actions imposée à la première société à titre de réparation de l'inexécution de son obligation de ne pas faire se traduisait par une majoration de la participation de la seconde société dans le capital d'une société tierce. La Cour de cassation a donc renvoyé les parties devant la cour d'appel de Versailles autrement composée.

La cour d'appel de Versailles dans son arrêt du 22 mai 2012 considère que le pacte de parité en vertu de l'article 1165 du Code civil⁸, ne lie que les parties qui l'ont signé. La Cour expose :

« *Les pactes d'actionnaires qui organisent les relations entre les associés signataires au sein d'une société commerciale n'ont d'effet qu'à l'égard des parties contractantes en vertu de l'arti-*

5 Cour d'appel de Versailles du 22 mai 2012.

6 Cour de cassation, 24 mai 2011, n° 10-24.869.

7 Cour d'appel de Versailles, 27 juillet 2010.

8 Article 1165 du Code civil : « *Les conventions n'ont d'effet qu'entre les parties contractantes ; elles ne nuisent point au tiers, et elles ne lui profitent que dans le cas prévu par l'article 1121* ».

de l'article 1165 du Code civil. Ils ne nuisent pas aux tiers et ne leur profitent pas, sauf cas de la stipulation pour autrui prévue par l'article 1121 du Code civil.

Ces pactes ne peuvent donc créer des droits ou des obligations au profit ou à la charge de sociétés tierces qui n'y ont pas personnellement consenties, sauf stipulations particulières prévues pour en assurer l'efficacité au-delà des signataires, notamment en cas de cession.

Aux termes de l'article 1 de l'avenant, chacun des actionnaires signataires en l'espèce, C et Sita, s'interdit d'acquérir seule les actions détenues par M. O dans TRU.

Sita a cédé à Sita France toutes les actions TRU qu'elle détenait, sauf une, le 18 décembre 2000. Sita France n'est donc pas signataire ni de cet avenant ni de la promesse et du protocole qui l'ont précédé. »

La cour d'appel de Versailles expose de façon explicite que « le cessionnaire de parts sociales ne succède pas de plein droit aux obligations personnelles résultant pour son auteur de conventions extra-statutaires ».

La cour d'appel ne retient pas non plus la notion de « groupe » pour l'application de l'accord de parité, le pacte ne prévoyant pas de clause de transfert intra-groupe. La cour d'appel rappelle le principe de l'effet relatif des contrats et note que lors de la fusion de Sita (signataire de l'accord initial) et de Suez, la reprise des droits et obligations résultant de cet engagement de parité par Suez n'avait pas été stipulée dans les documents de fusion.

La cour d'appel souligne enfin que la pérennité de l'accord de parité aurait pu être renforcée par des restrictions statutaires applicables lors de la cession de la société. Elle rejette donc les demandes de Sita/Suez tendant à forcer l'application de l'accord de parité.

En pratique, il convient donc d'être particulièrement vigilant lors de la rédaction de pactes afin de déterminer précisément les facultés de transmissions intra-groupes et les modalités de transfert des titres.

VI. Conclusion

En conclusion, comme on peut le constater, le juge des référés devient un acteur essentiel en cas de non-respect d'une disposition d'un pacte. Son intervention est requise en cas de non-respect d'une convention de vote, mais aussi en cas de non-respect d'une clause de préemption ou de cession. La pratique tend effectivement à avoir un recours toujours croissant à cette procédure afin de faire « cesser le trouble manifestement illicite et d'arrêter le dommage imminent ». Quand le pacte est explicite, le juge des référés peut même rendre inopposable une opération d'apport réalisée sans permettre à un autre actionnaire de préempter ou d'exercer son droit de retrait. Son rôle apparaît néanmoins plus limité en cas de non-respect d'une convention de vote.

En pratique, afin de rendre l'intervention du juge des référés légalement possible, il est essentiel que la rédaction des pactes soit particulièrement claire et explicite. Dans ce sens, la pratique actuelle qui tend vers des pactes exagérément sophistiqués risque de ne pas apparaître explicite devant le juge surtout statuant en matière des référés.

Il est également essentiel que l'intention des parties soit clairement précisée dans le pacte en cas de non-respect d'un droit de préemption ou d'une clause de retrait, en prévoyant comme solution le recours à une exécution forcée.

Enfin, comme le rappelle opportunément la cour d'appel de Versailles dans son arrêt du 22 mai 2012, les parties doivent également sécuriser leur pacte avec l'ajout de dispositions statutaires dans les domaines de gouvernance (droit de vote et représentation dans les organes sociaux) ou relatifs à la liquidité sur les actions (droit de préemption ou de sortie conjointe ou prioritaire). La pratique préfère incorporer l'ensemble de ces dispositions dans un pacte, ce qui présente effectivement l'avantage de pouvoir présenter un dispositif global et cohérent avec « l'économie du contrat » et portant sur des aspects très variés. Mais, un pacte est un contrat et en cas de non-respect l'efficacité, notamment en cas d'exécution forcée, est malheureusement limitée. Ainsi, il peut être pertinent d'adjoindre ponctuellement des dispositions statutaires qui permettent de renforcer la sécurité juridique de certaines dispositions du pacte.

Didier Martin

Avocat à la Cour – Associé

Benjamin Kanovitch

Avocat à la Cour – Associé
Avocat au barreau de New-York

Guillaume Giuliani

Avocat à la Cour

Bredin Prat

L'année 2012 est de nouveau une année relativement pauvre en décisions jurisprudentielles boursières. Dès lors, pour cette sixième édition de notre chronique boursière annuelle, nous commenterons surtout des opérations marquantes de prise de contrôle de sociétés cotées.

Sur cette période, trois opérations – LeGuide.com, Foncière Paris France et Rhodia – ont retenu notre attention. Les deux premières sont des prises de contrôle non sollicitées, l'une par voie d'offre contractuelle sur Alternext et l'autre sur Euro-next. La troisième affaire est une offre amicale. Enfin, nous commenterons les décisions récentes relatives à l'affaire APRR.

I. L'affaire « LeGuide.com »¹

Le groupe de médias Lagardère a acquis, en 2012, LeGuide.com, « *success story de l'Internet*² » et leader européen des guides de *shopping*. Cette prise de contrôle s'est déroulée sur Alternext en deux temps : une opération non sollicitée, sous la forme d'une offre publique volontaire contractuelle d'acquisition des titres de LeGuide.com (avec une offre initiale suivie d'une offre en surenchère), puis une seconde opération sous la forme d'une offre publique obligatoire à destination des actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres au groupe Lagardère au terme de la première offre.

Lagardère SCA, agissant au nom et pour le compte de sa filiale Lagardère Active³, a annoncé, le 7 mai 2012⁴, le lancement d'une offre publique non sollicitée de 84,2 millions⁵ d'euros sur LeGuide.com⁶. Cette offre a pris la forme d'une offre contractuelle volontaire d'achat, non soumise au

contrôle de l'Autorité des marchés financiers et laissant, de ce fait, une grande marge de manœuvre à l'initiateur⁷. L'offre était soumise à la condition qu'à son issue la somme des actions LeGuide.com détenues par l'initiateur représente plus de 51 % du capital de LeGuide.com, sur une base totalement diluée⁸. Elle a été ouverte pour une durée de vingt-cinq jours de négociation du 9 mai au 12 juin 2012. LeGuide.com était, à ce moment-là, « *a priori opérable, dans la mesure où les dirigeants et les salariés ne dét[enaient] que 3,8 % de son capital, 57,3 % rev[enaient] à des investisseurs institutionnels non identifiés et le solde des actions [était] réparti dans le public* »⁹.

Lagardère proposa 24 euros en numéraire par action. Ce montant correspondait à une prime de 20,5 % par rapport au dernier cours coté (celui du 4 mai 2012). Dans un communiqué, Lagardère précisa que cette proposition « *offr[ait] aux actionnaires de LeGuide.com l'occasion de réaliser leur investissement à des conditions financières avantageuses* »¹⁰.

Le 10 mai 2012, le conseil d'administration de LeGuide.com a rejeté la proposition de rachat formulée par Lagardère, estimant qu'elle n'était pas dans l'intérêt des actionnaires et des salariés, aux motifs que la société était « *en mesure de poursuivre son développement de façon indépendante* » et que le prix de 24 euros par action proposé par le groupe Lagardère était insuffisant. Aussi les dirigeants ont-ils, de manière unanime, recommandé aux actionnaires de ne pas apporter leurs titres au groupe Lagardère, et ce pour plusieurs raisons : la différence du modèle économique de LeGuide.com par rapport à celui de Lagardère, les activités des deux entités « *ne présentant que peu de synergies* »¹¹ ; l'indépendance de LeGuide.com ne l'ayant pas empêché de réaliser des résultats positifs et enfin, le fait que le prix proposé ne reflétait pas « *la valeur intrinsèque de la société ni ses perspectives* ».

Dans un communiqué du 24 mai 2012, LeGuide.com défendit une nouvelle fois son indépendance face à l'offre de Lagardère, en rappelant le potentiel important représenté par l'acquisition de Ciao en mars 2012 et la hausse du cours de l'action depuis l'ouverture de l'offre¹².

Le 5 juin 2012, le groupe Lagardère annonça qu'il relevait son offre de 24 à 28 euros par action¹³. Cette surenchère¹⁴, qualifiée d'« *ultime* »¹⁵, valorisait LeGuide.com à 98,2 millions d'euros et se fondait sur la diffusion de nouvelles informations par LeGuide.com au public en cours d'offre, en particulier

1 Le cabinet Bredin Prat a été conseil de Lagardère lors de cette opération.
2 Le Monde, 10 juin 2012, « *Lagardère-LeGuide, Pertes & profits : chronique. Le juste prix* ».
3 Lagardère Active est la branche numérique du groupe Lagardère.
4 Date de mise à disposition du document de présentation de l'offre contractuelle initiale et des principales caractéristiques de l'initiateur.
5 Ce montant correspond à trois fois le chiffre d'affaires de la société en 2011.
6 Société dans laquelle Lagardère ne détient alors aucune participation.

7 Notice NYSE Euronext, 8 mai 2005.
8 Notice NYSE Euronext, 8 mai 2005.
9 Les Echos, 10 Mai 2012, « *Le conseil d'administration de Le-Guide.com rejette l'offre de Lagardère* ».
10 Communiqué de presse du 7 mai 2012.
11 Communiqué de presse du 10 mai 2012.
12 Le cours de l'action était établi à 26,49 euros à la veille du communiqué.
13 Notice NYSE Euronext, 5 juin 2006.
14 Cette surenchère correspond à une augmentation de 16,7% de l'offre d'achat.
15 Les Echos, 18 juin 2012, « *Lagardère finalise son OPA sur Le-Guide.com* ».

d'informations relatives au potentiel représenté par l'acquisition de Ciao par LeGuide.com.

« Ce relèvement sensible de l'offre faite en numéraire représente une prime significative de 41 % par rapport au cours de clôture de LeGuide.com le 4 mai 2012 », indiqua le groupe Lagardère dans un communiqué. Ouverte du 6 au 12 juin 2012, cette nouvelle offre devait permettre aux actionnaires de LeGuide.com « de réaliser leur investissement à des conditions financières très avantageuses, et leur apport[ait] une liquidité immédiate dans un environnement de marché [s'étant] fortement dégradé récemment et présent[ant] toujours peu de visibilité [...] Elle reflét[ait] pleinement la valeur intrinsèque de la société, notamment ses perspectives de croissance et de marge, ainsi que le potentiel de développement de son audience ». Cette surenchère visait à convaincre les actionnaires de LeGuide.com, qui se voyaient proposer un « triplement de leur investissement par rapport au cours d'introduction sur Alternext, six ans auparavant »¹⁶.

Le 7 juin 2012, le conseil d'administration de LeGuide.com rejeta une nouvelle fois l'offre de Lagardère, estimant que cette dernière ne reflétait ni la valeur de l'entreprise ni le potentiel de développement européen.

Le groupe Lagardère, après avoir indiqué qu'il avait pris acte du nouveau refus formulé par le conseil d'administration de LeGuide.com, indiqua qu'il maintenait son offre jusqu'au 12 juin 2012.

Le 8 juin 2012¹⁷, le conseil d'administration de LeGuide.com proposa à ses actionnaires un programme de rachat d'actions pour un prix supérieur à celui de l'offre publique d'achat de Lagardère. Ce programme, susceptible de porter sur 10 % du capital et dont les modalités devaient être arrêtées après l'assemblée générale du 22 juin 2012, était conditionné à l'échec de l'offre publique d'achat de Lagardère.

Malgré l'opposition maintenue du conseil d'administration de LeGuide.com visant à convaincre ses actionnaires de résister à l'assaut du groupe Lagardère, ce dernier annonça, le 18 juin 2012¹⁸, avoir recueilli « plus de la majorité »¹⁹ du capital de la société LeGuide.com. « Cette opération [était] un succès pour Lagardère Active »²⁰.

Le 28 juin 2012, intervint le règlement livraison des titres LeGuide.com. Lagardère Active détenait donc à cette date 2.154.360 actions LeGuide.com, représentant 61,39 % du capital existant et 59,32 % sur une base totalement diluée²¹.

Le 16 juillet 2012, l'assemblée générale des actionnaires nomma un nouveau conseil d'administration dont la composition rendit effective la prise de contrôle de la société par Lagardère Active²².

Conformément au Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Lagardère déposa, le 21 août 2012, une offre

publique obligatoire à destination des actionnaires qui n'avaient pas encore apporté leurs actions. Le 23 août 2012, le nouveau conseil d'administration de la société LeGuide.com indiqua « avoir donné son feu vert pour l'offre »²³.

Le 5 septembre 2012, l'Autorité des marchés financiers « [fit] connaître que l'offre publique d'achat simplifiée de la société Lagardère Active visant les actions de la société LeGuide.com sera[it] ouverte le 06/09/2012 et que la date de clôture de l'offre [serait] fixée au 19/09/2012 »²⁴.

Le 25 septembre 2012, au terme de cette offre publique d'achat simplifiée, Lagardère Active obtint 96,49 % du capital et 93,96 % des droits de vote de la société LeGuide.com, au terme de l'offre publique d'achat simplifiée lancée du 6 au 19 septembre²⁵.

Cette affaire « LeGuide.com » marque la fin des offres publiques volontaires contractuelles sur Alternext. En effet, avec la dernière réforme en date du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, une large partie des dispositions de ce dernier relatives aux offres publiques d'acquisition a été étendue aux offres visant des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Alternext (2.). Cette affaire est donc une illustration d'une pratique boursière originale régie par le droit commun des obligations qui, depuis la réforme, n'existera plus que sur le marché libre (1.).

1. L'offre publique volontaire contractuelle : une pratique boursière originale, d'inspiration civiliste

L'affaire « LeGuide.com » est une illustration des pratiques d'offres non réglementées mises en œuvre par voie de communiqués de presse, proches de celles qui existaient, lors des premières offres publiques d'achat réalisées sur la bourse de Paris, avant que les offres publiques ne soient régies par les règles des autorités de marché.

1.1. L'offre publique contractuelle volontaire sur Alternext

L'offre publique volontaire contractuelle est une création de la pratique. Longtemps, ce type d'offre n'a été régi par aucune réglementation. Le seul fondement résidait alors dans la liberté contractuelle, reconnue aussi bien par la loi²⁶ que par la jurisprudence²⁷ ou encore par la doctrine. Lorsque des investisseurs ont souhaité acquérir le contrôle de sociétés cotées et qu'il n'existait aucune réglementation y relative, afin de pouvoir s'adresser à l'ensemble des actionnaires, ces investisseurs ont fait leur offre par voie de communiqué de presse. En l'absence de réglementation, ce sont alors les principes du droit civil qui régissaient l'offre, analysée comme un engage-

16 Le Monde, 6 juin 2012, « L'étoile du berger ».

17 Communiqué de presse du 8 juin 2012.

18 Notice NYSE Euronext, 18 juin 2012.

19 Le Monde, 20 juin 2012, « Lagardère dit détenir une majorité du capital de LeGuide.com ».

20 Communiqué de presse du 18 juin 2012.

21 Communiqué de presse du 29 juin 2012.

22 Rapport financier semestriel 2012 de Lagardère.

23 L'AGEFI Quotidien, 24 août 2012, « LeGuide.com se résigne à donner son accord à Lagardère ».

24 Notice NYSE Euronext, 5 septembre 2012.

25 D&I numéro 212D3730 « Déclaration individuelle relative aux opérations des personnes mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier sur les titres de la société », 24 septembre 2012.

26 Article 1134 du code civil : « Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites. Elles ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel, ou pour les causes que la loi autorise. Elles doivent être exécutées de bonne foi ».

27 CA Paris, 17 novembre 1977, Bull. Joly Soc. 1978, § 90, p. 180.

ment unilatéral. L'offre ou pollicitation doit, pour lier son auteur, être précise et complète. Dès lors qu'elle est parvenue à la connaissance de son destinataire, elle devient irrévocable, et la rencontre de l'offre et de l'acceptation noue le contrat.²⁸ Aujourd'hui, l'offre publique réglementée emprunte toujours pour une large part au droit des obligations et au droit des sociétés²⁹.

L'Autorité des marchés financiers considérait que les offres publiques contractuelles volontaires réalisées sur Alternext échappaient à son contrôle. Ces offres présentaient un caractère contractuel et ne faisaient l'objet d'aucune décision de conformité ou de visa de l'Autorité des marchés financiers.

L'affaire « LeGuide.com » illustre la grande souplesse que présentaient ces offres contractuelles.

Sur un marché réglementé, la durée de l'offre est de vingt-cinq à trente-cinq jours de négociation³⁰. De plus, si l'initiateur renchérit sur les termes de son offre, il doit le faire au plus tard cinq jours de négociation avant la clôture de l'offre³¹. Dans une telle hypothèse, si l'Autorité des marchés financiers déclare une surenchère conforme, elle apprécie s'il y a lieu de reporter la date de clôture de l'offre³². Sur le marché Alternext, la durée de la période d'offre n'était pas encadrée. Une durée minimale de quelques semaines paraissait néanmoins s'imposer afin de permettre à tous les actionnaires d'apporter à l'offre conformément au principe d'égalité de traitement³³.

Dans l'affaire « LeGuide.com », la durée de l'offre contractuelle initiale a été de vingt-cinq jours de négociation, soit une durée en ligne avec les règles applicables au marché réglementé. En revanche, le 6 juin 2012, Lagardère Active a relevé le prix de l'offre contractuelle à 28 euros par action sans changer le calendrier de son offre initiale, ne laissant que six jours aux actionnaires pour se décider à apporter leurs titres. Ce délai assez court, stratégique dans le cadre d'une offre hostile, se justifiait par le fait que si Lagardère Active passait le seuil de 50 % du capital ou des droits de vote, l'offre obligatoire réglementée permettrait aux actionnaires qui n'auraient pas eu le temps de se décider d'apporter leurs titres dans les mêmes conditions financières.

En l'absence de réglementation, l'initiateur d'une offre contractuelle aurait dû bénéficier d'une certaine flexibilité pour la fixation de son prix, voire de la possibilité de prévoir des prix différenciés selon la qualité des actionnaires de la cible. Pour autant, une fois le seuil de l'offre obligatoire franchi, les conditions de l'offre volontaire auraient nécessairement influencé l'Autorité des marchés financiers dans son appréciation du prix de l'offre obligatoire, et le prix le plus élevé pratiqué lors de l'offre volontaire aurait vraisemblablement servi de plancher à l'offre obligatoire. Dans l'affaire « LeGuide.com », s'agissant d'une offre non sollicitée, le prix

a été librement fixé par l'initiateur de façon à être suffisamment attractif pour pouvoir remporter le contrôle. Le prix a d'ailleurs été relevé dans le cadre d'une offre en surenchère.

La procédure de l'expertise indépendante, prévue dans certaines hypothèses en cas d'offre publique soumise au contrôle de l'Autorité des marchés financiers, n'était pas applicable en cas d'offre contractuelle. La société visée par l'offre pouvait, comme cela s'est déjà produit dans d'autres affaires, désigner un expert indépendant sur une base volontaire : l'attestation d'équité ainsi délivrée permet alors d'éclairer le conseil d'administration de la cible dans son appréciation de l'offre et les actionnaires de celle-ci dans leur décision d'apport de leurs titres à l'offre. Un expert est intervenu lors de l'offre publique obligatoire, conformément à la réglementation boursière, mais le contrôle de la société avait déjà été acquis par Lagardère Active.

Le recours à une banque présentatrice, garantissant la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris dans le cadre de l'offre, n'était pas nécessaire. Dans l'affaire « LeGuide.com », la banque Natixis a agi, lors de l'offre contractuelle, en qualité de banque présentatrice conseil et non de banque garante. La qualité de la signature de Lagardère permettait à cette dernière de ne pas avoir recours à une banque garante. En revanche, si l'offre avait été présentée par un initiateur ne disposant pas de la même surface financière, le recours à une banque garantissant les engagements pris dans le cadre de l'offre aurait été de nature à conforter les actionnaires dans leur choix d'apporter leurs titres à l'offre.

Sur Alternext, l'initiateur pouvait se réserver le droit de renoncer à l'offre au titre de conditions beaucoup plus larges que celles prévues par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers³⁴. Cependant, « même si le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur garantis par la banque émettrice de l'offre n'était pas requis sur Alternext et que l'Autorité des marchés financiers n'[avait] en principe pas vocation à connaître de document d'information publié par l'initiateur dans le cadre d'une offre contractuelle d'acquisition, il [convenait] de faire preuve d'une grande prudence dans la rédaction des conditions suspensives »³⁵. En effet, en prévoyant une condition trop vague s'apparentant à une « simple modalité ou à une condition potestative »³⁶, l'initiateur s'exposait à un risque de nullité de la condition. L'Autorité des marchés financiers pouvait être amenée à intervenir afin de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. Dans l'affaire « LeGuide.com », l'initiateur a inséré une clause dite « MAC » (*Material Adverse Change*) dans le document de présentation de l'offre contractuelle. Lagardère se réservait le droit de renoncer à son offre contractuelle « si, pendant la période allant de la mise à disposition du public du document de présentation de l'offre contractuelle jusqu'à la date de publication de l'avis de résultat définitif de l'offre contractuelle, était rendue publique une information concernant directement ou indirectement LeGuide.com qui, si elle avait été connue de l'initiateur aurait eu un impact significatif sur le prix de l'offre contractuelle ».

L'article 232-14 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que l'initiateur ne peut pas acquérir de

28 Pierre Bézard, « Les Offres Publiques d'Achat », 1982, p. 14-16.

29 Benjamin Prouvost, « Les offres contractuelles volontaires sur Alternext », *Option Finance* n° 1048, 19 octobre 2009.

30 Article 232-2 al. 1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

31 Article 232-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : « l'initiateur a la faculté de surenchérir sur les termes de son offre ou de la dernière offre concurrente au plus tard cinq jours de négociation avant la clôture de l'offre ».

32 Article 232-8 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

33 Benjamin Prouvost, « L'offre contractuelle volontaire sur Alternext », *RTDF* n° 3 – 2009.

34 Par exemple s'il n'obtient pas le financement nécessaire.

35 Benjamin Prouvost, « Les offres contractuelles volontaires sur Alternext », *Option Finance* n° 1048, 19 octobre 2009.

36 *Ibid.*

titres de la société visée si l'offre contient une condition de seuil. Sur le marché Alternext, cette interdiction n'existait pas et dans l'affaire « LeGuide.com », au jour de la diffusion de l'offre initiale (qui marquait normalement le début de la période d'offre), le 7 mai 2012, l'initiateur a acquis sur le marché 38.828 actions au prix moyen de 23,93 euros par action, alors même que l'offre contractuelle comportait une condition de seuil.

L'offre contractuelle était soumise à la condition que la somme des actions LeGuide.com détenues par Lagardère Active et/ou apportées à l'offre contractuelle, représente au moins 51 % du capital sur une base totalement diluée. Sur un marché réglementé, la renonciation au seuil de réussite, considérée comme une surenchère, ne peut intervenir que cinq jours de négociation au plus tard avant la date de clôture de l'offre³⁷. Sur le marché Alternext, aucun délai n'était imposé à l'initiateur pour faire connaître sa décision de renonciation au seuil de réussite. Ainsi, dans l'affaire « LeGuide.com », le document de présentation de l'offre contractuelle offrait à l'initiateur la faculté de renoncer au seuil de réussite et de donner suite à l'offre contractuelle, quand bien même le seuil de réussite ne serait pas atteint, au plus tard le jour de négociation suivant celui de la publication des résultats définitifs de l'offre.

Dans le cas des offres publiques d'achat contractuelles prévoyant une contrepartie exclusivement en numéraire, l'initiateur et la société cible n'étaient pas tenus d'établir un prospectus ou une note d'information³⁸. Aucune documentation d'offre spécifique n'était requise. Cependant, l'établissement d'un tel document était, en pratique, indispensable à l'information des destinataires de l'offre (notamment sur ses caractéristiques financières) et à son succès.

1.2. La particularité des offres non sollicitées sur Alternext

L'affaire « LeGuide.com » n'était pas la première offre publique volontaire contractuelle sur Alternext. À titre d'exemples, on notera l'offre de rachat de 1000Mercis sur ses propres titres³⁹, l'offre d'acquisition initiée par le FCPR Montefiore Investment sur les titres de la société Homair-Vacances⁴⁰ et, plus récemment, l'offre amicale d'Ingenico sur la société Xiring⁴¹.

La particularité de l'offre sur LeGuide.com est qu'elle était non sollicitée. En dehors de l'offre mixte initiée par GoAdv sur les actions de LeGuide.com⁴² (qui fut un échec), nous n'avons connaissance d'aucune autre offre non sollicitée contractuelle.

De prime abord, avec une « *régulation minimaliste* »⁴³, Alternext « *place les initiateurs d'offres hostiles [...] sur un véritable terrain miné* »⁴⁴.

Les offres non sollicitées qui se tiennent sur Alternext échappent toujours à l'obligation de passivité des organes sociaux de la société cible. Cette règle de passivité trouve son fondement à l'article L. 233-32 du code de commerce⁴⁵. Or, cet article ne s'applique qu'aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Aussi, sur Alternext, tous ces acteurs jouissent-ils d'une grande latitude pour lutter contre les offres non sollicitées.

Au titre de l'article L. 225-125 du code de commerce, « *les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées [...]. Les effets de la limitation mentionnée à l'alinéa précédent, prévue dans les statuts d'une société qui fait l'objet d'une offre publique et dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, sont suspendus lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre supérieure à une quotité fixée par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts* ». Ainsi, sur les marchés réglementés, les clauses statutaires limitatives des droits de vote sont suspendues lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre hostile. Ce n'est cependant pas le cas pour les offres hostiles survenant sur Alternext. Du fait d'une telle clause, l'auteur de l'offre pourrait *in fine* ne pas obtenir le contrôle de la société cible.

Au surplus, comme l'article 232-11 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers⁴⁶ ne s'appliquait pas aux opérations boursières ayant lieu sur Alternext, l'auteur de l'offre ne pouvait pas renoncer à son offre si la société cible, en raison des mesures qu'elle avait prises, voyait sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre. Il était donc important de mentionner dans l'offre contrac-

37 Article 232-7 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : « *une offre publique concurrente ou une surenchère peut être déclarée conforme [par l'Autorité des marchés financiers] si son initiateur, sans modifier les termes stipulés dans l'offre précédente, supprime le seuil en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive* » et article 232-5 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : « *à dater de l'ouverture d'une offre et cinq jours au plus tard avant sa date de clôture, un projet d'offre publique concurrente visant les titres de la société visée ou de l'une des sociétés visées peut être déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers* ».

38 Article 231-1, al. 1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : « *Le présent titre s'applique à toute offre faite publiquement aux détenteurs d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé d'un état membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, pour laquelle l'Autorité des marchés financiers est l'autorité compétente dans les cas prévus aux I et II de l'article 433-1 du code monétaire et financier, par une personne, agissant seule ou de concert au sens des articles L. 233-10 ou L. 233-10-1 du code de commerce, en vue d'acquiescer tout ou partie desdits instruments financiers* ».

39 Cette offre a été lancée le 16 avril 2009 et clôturée le 5 mai 2009.

40 Cette offre a été lancée le 6 avril 2009 et clôturée le 28 avril 2009.

41 L'offre avait été ouverte pendant dix jours de bourse, du 16 au 29 novembre 2011.

42 Cette offre a été lancée le 23 mars 2009 et clôturée le 21 avril 2009.

43 Jérôme Brosset et Nicolas Cuntz, « *Les offres publiques sur Alternext : une réforme incomplète* », Bull. Joly Bourse 2011, § 10, p. 563.

44 Jérôme Brosset et Nicolas Cuntz, « *Les offres publiques sur Alternext : une réforme incomplète* », Bull. Joly Bourse 2011, § 10, p. 563.

45 « *Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres* ».

46 L'initiateur peut renoncer à son offre publique dans le délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'Autorité des marchés financiers de sa décision qui fait l'objet d'une publication. L'initiateur peut également renoncer à son offre si l'offre devient sans objet, ou si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'Autorité des marchés financiers qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

tuelle une condition résolutoire reprenant les termes de l'article 232-11 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Ces réflexions pourront, à l'avenir, s'appliquer en tout ou partie aux offres sur le marché libre qui est, à ce jour, le seul marché non réglementé ou régulé existant en France.

2. L'extension de la réglementation du droit des offres volontaires sur le marché Alternext

La réforme d'Alternext s'inscrit dans une logique de convergence entre Euronext et Alternext, ce qui entraîne une « désingularisation »⁴⁷ de cette plate-forme de transactions (2.). Cette réforme n'est pas une surprise : en effet, si la flexibilité qui marquait les offres publiques volontaires contractuelles se déroulant sur Alternext était incontestable, elle n'était pas pour autant constitutive d'une liberté absolue, mais bel et bien d'une liberté « surveillée »⁴⁸ (1.).

2.1. Une flexibilité à relativiser

La flexibilité encadrant les offres publiques volontaires contractuelles sur Alternext doit être relativisée à double titre : d'une part, compte tenu des obligations qui pesaient sur l'initiateur et, d'autre part, du fait du contrôle effectué *a posteriori* par l'Autorité des marchés financiers.

L'initiateur était tenu d'informer le public par voie de communiqué. D'après l'article 223-6 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, « toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération ». Parallèlement, la société cible devait, conjointement ou non avec l'auteur de l'offre, diffuser un communiqué sur l'offre et ses principales caractéristiques⁴⁹.

Par ailleurs, même si aucun calendrier précis de communication n'était imposé, les intéressés devaient communiquer « dès que possible et en temps utile avant l'ouverture de l'offre »⁵⁰.

Quand bien même le responsable de la documentation d'offre contractuelle était dispensé de la délivrance d'une attestation, il n'en demeurait pas moins qu'en cas de diffusion d'une information fautive, la sanction était imputable aux personnes qui, au sein de l'émetteur, « devaient savoir ou auraient dû

savoir que les informations communiquées étaient inexactes ou trompeuses »⁵¹.

L'initiateur ne pouvait pas non plus mettre en œuvre un retrait obligatoire dans la foulée de son offre contractuelle. Comme l'avait rappelé l'Autorité des marchés financiers⁵², le retrait obligatoire ne pouvait intervenir qu'à l'issue d'une offre obligatoire (qui prendrait place en cas de franchissement du seuil de 50 %) ou d'une offre publique de retrait.

La liberté des offres volontaires contractuelles sur Alternext était surtout très relative dans la mesure où l'Autorité des marchés financiers exerçait un contrôle *a posteriori*. Aux termes de la réglementation applicable aux systèmes multilatéraux de négociation organisés⁵³, en cas de franchissement du seuil de 50 % du capital ou des droits de vote par suite d'une offre publique volontaire contractuelle, l'initiateur devait déposer un projet d'offre publique. L'Autorité des marchés financiers s'assurait alors que la première offre avait bien respecté les principes généraux des offres publiques.

L'initiateur avait donc intérêt, dans cette perspective et dans un souci de cohérence, à préparer pour les besoins de l'offre volontaire une documentation d'offre conforme à celle qui était établie dans le cadre de l'offre obligatoire « subséquente ».

La situation était « paradoxale »⁵⁴ puisque l'Autorité des marchés financiers venait postérieurement remettre en cause la liberté qui avait présidé à la phase contractuelle de l'offre publique : elle s'assurait que « les principes de libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information, de transparence et d'intégrité du marché voire de loyauté dans les transactions et la compétition »⁵⁵ avaient bien été respectés, alors même que plus de la moitié du capital avait changé de mains.

2.2. La convergence du marché Alternext et du marché Euronext

Si Alternext a été à l'origine conçu comme un espace de liberté pour les petites et moyennes entreprises, les réformes ont progressivement conduit à une perte de spécificité de cette plate-forme de transactions, que d'aucuns qualifient d'opportune.

Alternext a été conçu, à partir du 17 mai 2005, comme une plate-forme de transactions organisée, dotée de règles souples, visant à satisfaire les besoins des petites et moyennes entreprises de la zone euro. Il ne s'agissait pas d'un « marché réglementé »⁵⁶, mais d'un système multilatéral de négociation organisé⁵⁷.

Si la flexibilité était à l'origine la marque distinctive d'Alternext, cette dernière a néanmoins progressivement été contre-

47 Alain Pietrancosta et Dominique Bompont, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réformes des offres publiques (en date...) », RTDF n° 2 – 2010.

48 Benjamin Prouvost, « Les offres contractuelles volontaires sur Alternext », Option Finance n° 1048, 19 octobre 2009.

49 Article 232-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : « Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement ».

50 Jérôme Brosset et Nicolas Cuntz, « Les offres publiques sur Alternext : une réforme incomplète », Bull. Joly Bourse 2011, § 10, p. 563.

51 Article 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

52 RG Autorité des marchés financiers, « Homologation des modifications apportées au livre II (« Émetteurs et information financière ») » : Comm. Autorité des marchés financiers, 1^{er} fév. 2011.

53 Article 235-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

54 *Ibid.*

55 *Ibid.*

56 Au sens de la directive européenne sur les services en investissement et au sens de l'article L. 421-1 du code monétaire et financier.

57 Au sens de l'article L. 424-1 du code monétaire et financier et de l'article 524-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

balancée par la mise en place d'un ensemble de garanties. Ainsi, « *l'écart réglementaire existant avec les marchés réglementés s'est considérablement comblé au fil des réformes* »⁵⁸.

Deux séries de mesures ont contribué à combler l'écart entre Euronext et Alternext : les « *mesures communes originelles* »⁵⁹, parmi lesquelles on dénombre l'approbation par l'Autorité des marchés financiers des règles d'organisation établies par l'entreprise de marché, l'existence d'une procédure de garantie de cours, ou encore la soumission aux dispositions du livre VI du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatives aux abus de marché et des mesures plus récentes, parmi lesquelles on relèvera les mesures relatives aux franchissements de seuil⁶⁰, celles portant sur le rachat d'actions⁶¹, les mesures introduites par l'ordonnance du 22 janvier 2009⁶² et enfin les mesures introduites par la loi du 19 octobre 2009⁶³.

Il est intéressant de revenir sur la suppression du dispositif de garantie de cours. Cette procédure obligeait toute personne procédant à l'acquisition d'un bloc de titres, lui conférant la majorité du capital ou des droits de vote de la société, à offrir d'acquiescer tous les titres des actionnaires minoritaires de cette société, et ce au prix de cession du bloc majoritaire. Soit un double avantage pour les minoritaires : d'une part, la garantie de pouvoir sortir de la société en cas de changement de contrôle de cette dernière et, d'autre part, la possibilité d'obtenir un prix de cession de leurs titres égal à celui obtenu par le cédant du bloc majoritaire. Cette procédure n'allait cependant pas sans susciter de critiques : en effet, dans le cas où le contrôle des sociétés pouvait se trouver modifié sans que ce changement ne soit dû à une acquisition du bloc de contrôle de la société cotée⁶⁴, la protection des minoritaires n'était pas nécessairement assurée.

Fort de ce constat, sont intervenus la loi de régulation bancaire et financière le 22 octobre 2010, puis l'arrêté du 14 juin 2012 portant homologation des modifications du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. La garantie de cours a alors été supprimée sur Alternext et remplacée par une procédure d'offre publique obligatoire, dont le seuil de déclenchement est fixé à 50 % du capital ou des droits de vote de la cible. Cette procédure est, comme son nom l'indique, obligatoire, ce qui a pour conséquence de voir sa violation sanctionnée par la privation automatique des droits de vote au-delà du seuil de 50 %. De plus, l'Autorité des marchés financiers pourrait, en cas de violation, demander au juge judiciaire de prononcer une injonction contraignant l'acheteur à déposer une offre publique. Enfin, si l'acheteur manque

de faire savoir qu'il a franchi le seuil des 50 %, des sanctions administratives, voire des sanctions pénales sont susceptibles d'être encourues.

Cependant, l'obligation de déposer une offre publique en cas de franchissement du seuil de 50 % du capital ou des droits de vote de la cible connaît des dérogations « *que ce soit en l'absence de véritable changement de contrôle ou encore lorsque la société connaît des difficultés financières* »⁶⁵. En plus des cas de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique sur le marché réglementé, Alternext connaît deux autres dérogations propres à donner plus de flexibilité aux opérations sur le capital que sont⁶⁶ : la souscription à une augmentation de capital réservée soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires, et l'exercice du droit à l'attribution d'actions attaché à des titres donnant accès au capital lorsque l'émission réservée de ces titres a été préalablement soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires.

La réforme du 14 juin 2012 renforce la convergence entre Euronext et Alternext puisqu'elle conduit à une application quasi-complète sur Alternext du régime des offres publiques sur Euronext.

Cet alignement d'Alternext sur Euronext n'est pas total. La réforme n'a pas modifié le seuil de l'offre publique obligatoire sur Alternext, qui demeure à 50 % du capital et des droits de vote⁶⁷ (par opposition au seuil de 30 % sur Euronext). La réforme n'a pas non plus, comme nous l'avons vu, conduit à imposer une obligation de passivité⁶⁸ des organes sociaux de la société visée par l'offre publique.

II. L'affaire « Foncière Paris France »

Les modalités de la prise de contrôle de la société d'investissement immobilier cotée Foncière Paris France SA (« **Foncière Paris France** ») par son actionnaire Paris Hôtels Roissy Vaugirard (« **PHRV** ») ont retenu notre attention, notamment eu égard aux singularités de la procédure d'offre initiée à l'automne 2011.

Le 4 avril 2011, le capital social de Foncière Paris France était principalement détenu par, respectivement, le concert des sociétés Cofitem-Cofimur et PHRV (à hauteur de 24,37 %), Predica SA (à hauteur de 14,73 %), et Holding Wilson 250 (à hauteur de 10,57 %), pour un flottant représentant 39,22 % du capital social⁶⁹.

Affichant une bonne santé financière permettant d'anticiper une hausse de son chiffre d'affaires en 2011⁷⁰, Foncière Paris France suscita dans un premier temps la convoitise de la société Foncière des Régions, qui annonça un projet d'offre publique d'échange sur les titres de Foncière Paris France le 27 juillet 2011.

58 Alain Pietrancosta et Dominique Bompont, « *Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réformes des offres publiques (en date...)* », RTDF n° 2 – 2010.

59 *Ibid.*

60 Prévues par la loi du 26 juillet 2005.

61 Introduites par la loi LME du 4 août 2008.

62 Cette ordonnance a multiplié les cas d'application aux sociétés cotées sur un SMNO de dispositions autrefois réservées aux seules sociétés cotées sur un marché réglementé.

63 Cette loi a instauré une passerelle entre Euronext et Alternext, en permettant aux sociétés cotées sur Euronext de transférer leur cotation sur Alternext à des conditions simplifiées, en échange du maintien de règles applicables sur le marché Euronext.

64 Prise de contrôle indirecte via une holding détenant un bloc de titres conférant plus de 50 % du capital ou des droits de vote ; franchissement du seuil de 50 % consécutivement à une augmentation de capital réservée ; acquisition de droits de vote double.

65 Stéphane Sylvestre, « *L'apparition de l'offre publique obligatoire sur Alternext* », Bull. Joly Bourse, 1^{er} février 2012.

66 Article 235-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

67 Vanina Paolaggi et Guillaume Kessler, « *Offres publiques : un contrôle de plus en plus normé* », Bull. Joly Bourse, 1^{er} novembre 2012.

68 Voir *supra*.

69 Rapport annuel Foncière Paris France, 2010, p. 96.

70 Boursier.com, 27 avril et 24 juin 2011.

Le projet bénéficiait alors du soutien de la majorité du conseil d'administration de Foncière Paris France⁷¹, représenté par son président directeur général, Monsieur Jean Paul Dumortier, qui déclarait : « [j]e me réjouis de l'adossement futur de Foncière Paris France à un groupe dont la culture immobilière est proche de la nôtre. Cette opération s'inscrit dans une dynamique de développement que notre société a connue depuis sa création et permettra à notre actionnariat d'évoluer au sein d'un plus grand groupe »⁷². Ultérieurement, alors que les marchés actions plongèrent brutalement dès la fin juillet 2011, le projet d'offre publique d'échange avec Foncière des Régions fut abandonné avant que l'offre ne fut déposée, « la baisse brutale des cours de bourse [...] remettant en cause les parités fixées [...] entre les parties »⁷³.

Puis, au vu du maintien des perspectives de croissance de Foncière Paris France⁷⁴, son actionnaire minoritaire, PHRV déposa le 7 octobre 2011⁷⁵ une offre publique d'achat non sollicitée sur les titres de Foncière Paris France. L'initiateur entendait ainsi « mettre en œuvre une démarche de long terme, privilégiant une concentration de son investissement immobilier en Île-de-France »⁷⁶. PHRV proposait d'acquérir la totalité des actions et titres donnant accès au capital (obligations subordonnées remboursables par action « OSRA » 2006 et 2010 ; BSA 2005 et 2010) n'appartenant pas au concert formé entre PHRV et Cofitem-Cofimur. Le prix proposé par action s'élevait à 100 euros⁷⁷. L'initiateur fixa également un seuil de renonciation dans le cas où, à la clôture de l'offre, il viendrait à détenir moins de 50,01 % du capital de la cible.

Deux accords de reclassement des titres furent conclus par PHRV de façon à ce que le concert formé entre PHRV et Cofitem-Cofimur ne détienne jamais plus de 60 % du capital existant de Foncière Paris France et, partant, que le statut de SIIC (sociétés d'investissement immobilier cotées) de Foncière Paris France ne soit pas remis en cause⁷⁸.

Les deux accords de reclassement bénéficiaient respectivement à la société Foncière des 6^e et 7^e arrondissements de Paris, d'une part et le groupe Covéa ainsi que les Associations Mutuelles Le Conservateur, d'autre part.

Dans un communiqué publié le 12 octobre 2011, le conseil d'administration de Foncière Paris France affirma qu'« au regard des conditions de son annonce et de son dépôt, [...] le projet d'offre était hostile ». À cette occasion Foncière Paris France mit notamment en doute la transparence des objectifs poursuivis par PHRV, craignant que ce dernier ne vise, en réalité, une « prise de contrôle ou un renforcement à bon compte de sa position ». Le conseil d'administration conclut ainsi que « les prix proposés et plus généralement l'offre de la

société PHRV [n'étaient] attractifs ni pour les actionnaires de Foncière Paris France ni pour les porteurs d'obligations et de BSA ».⁷⁹

Autorisée par l'assemblée générale des actionnaires du 23 mars 2011 à procéder à un rachat de ses propres actions, Foncière Paris France s'empressa de faire usage de cette faculté, en rachetant l'équivalent de 2,46 % du capital social entre le 10 et le 24 octobre 2011.⁸⁰

Le conseil d'administration de Foncière Paris France proposa en outre l'adoption de trois résolutions visant à contrer l'offre de PHRV à savoir **(i)** l'émission de « bons d'offre »⁸¹ attribués gratuitement aux actionnaires pendant la durée de l'offre⁸², **(ii)** la mise en œuvre d'une offre publique de rachat de ses propres actions par Foncière Paris France à l'issue de la période de l'offre en surenchère, au prix proposé par action de 117 euros, et **(iii)** la poursuite de l'exécution d'un plan de rachat d'actions au prix maximum de 117 euros⁸³.

Face à la défiance affichée par la direction de Foncière Paris France, principalement justifiée à l'égard du prix offert par l'initiateur, PHRV déposa auprès de l'Autorité des marchés financiers une seconde offre publique d'achat en surenchère le 29 novembre 2011, sans attendre l'issue des délibérations de l'assemblée générale de la cible. Le prix proposé par action fut relevé de 100 euros à 110 euros⁸⁴, représentant une prime de 16,1 % sur la moyenne du cours des actions Foncière Paris France durant le mois précédant le dépôt de l'offre, le prix des BSA et OSRA étant également relevé corrélativement. Hormis le seuil de renonciation à l'offre qui fut abandonné par PHRV, l'ensemble des termes et conditions de la première offre (dont les conventions de reclassement) demeura inchangé⁸⁵.

Réunie le 8 décembre 2011, l'assemblée générale des actionnaires rejeta les deux premières résolutions **(i)** et **(ii)**, mais adopta la troisième **(iii)**, laissant présager une issue favorable pour l'initiateur.

Après avoir reconnu la conformité de l'offre en surenchère⁸⁶, l'Autorité des marchés financiers détermina le calendrier de l'offre⁸⁷, ouverte du 16 décembre 2011 au 20 janvier 2012 inclus.

PHRV, qui détenait individuellement 11,02 % du capital de Foncière Paris France, (29,54 % de concert avec Cofitem-

71 Le concert formé par PHRV et Cofitem-Cofimur n'a pas approuvé le plan de rapprochement. (source : Rapport annuel AMF 2011, p. 107).

72 Communiqué de presse du 27 juillet 2011.

73 Boursier.com, 5 septembre 2011.

74 Boursier.com, 23 septembre 2011.

75 D&I numéro 211C1829 « Dépôt d'un projet d'offre publique d'achat visant les titres de la société », 7 octobre 2011.

76 « Note d'information établie par la société PHRV », visa AMF 11-572.

77 Soit l'équivalent d'une décote de 26 % par rapport à l'actif net réévalué selon la méthode EPRA (European Public Real Estate Association) au 30 juin 2011 (source : « Communiqué du Conseil d'administration suite au projet d'offre publique d'achat initié par PHRV », 12 octobre 2011).

78 Le régime fiscal des sociétés SIIC est fixé aux articles 208 C et suivants du code général des impôts. Pour en bénéficier, aucun actionnaire ne doit détenir seul ou de concert plus 60 % du capital.

79 « Communiqué du Conseil d'administration suite au projet d'offre publique d'achat initié par PHRV », 12 octobre 2011.

80 Rapport Annuel AMF 2011, p. 107.

81 Tels que visés par l'article L. 233-32 du code de commerce.

82 « Bons Breton », tels que prévus par l'article L. 233-32 I du code de commerce.

83 Soit une décote équivalant à 21 % de l'actif net réévalué EPRA au 31 décembre 2011 (source : Foncière Paris France : « Rapport du Conseil d'administration à l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 28 mars 2012 »).

84 Soit l'équivalent d'une décote de 19,6 % par rapport à l'actif net réévalué selon la méthode EPRA (European Public Real Estate Association) au 30 juin 2011 (source : « Note établie par la société Foncière Paris France en réponse à la note d'information établie par la société PHRV », visa AMF 11-573, 13 décembre 2011).

85 D&I numéro 211C2161 « Dépôt d'un projet d'offre publique d'achat en surenchère visant les titres de la société », 29 novembre 2011.

86 D&I numéro 211C2228 « Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat en surenchère visant les titres de la société », 13 décembre 2011.

87 En application des articles 231-32 et 232-2 du RG Autorité des marchés financiers.

Cofimur) à l'ouverture de l'offre publique, porta dans le cadre de l'offre sa participation à 68,05 % (84,01 % de concert avec Cofitem-Cofimur⁸⁸) du capital.

Comme annoncé, PHRV exécuta alors les deux conventions de reclassement le 8 février 2012. Consécutivement, Covéa et ses actionnaires vinrent à détenir 22,47 % du capital de Foncière Paris France⁸⁹, alors que la part de Foncière des 6^e et 7^e arrondissements de Paris était portée à 6,29 %⁹⁰.

Compte tenu du succès de l'offre, cette dernière fut ouverte de nouveau pour dix jours ouvrés, soit du 9 au 22 février 2012 inclus⁹¹. Une fois le résultat définitif de l'offre publique publié par l'Autorité des marchés financiers le 29 janvier 2012, PHRV détenait individuellement 44,45% du capital de Foncière Paris France, et 60,41% de concert avec Cofitem-Cofimur⁹².

Par une ultime cession de titres réalisée au profit de Covéa par PHRV, la participation de Covéa dans le capital de Foncière Paris France fut portée à 29,67 %⁹³.

L'analyse de cette affaire et de la décision de l'Autorité des marchés financiers de ne pas imposer à Covéa d'offre publique obligatoire en raison d'un franchissement de seuil indirect, est l'occasion de revenir sur les règles gouvernant l'obligation de dépôt d'une offre publique obligatoire en cas de franchissement indirect du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote de la cible (1.).

Cette affaire est également une illustration intéressante des techniques que peut utiliser un assaillant pour déjouer les défenses anti-OPA d'une cible (2.).

1. Offre publique obligatoire indirecte

Pour mieux comprendre la décision de l'Autorité des marchés financiers de ne pas obliger Covéa à déposer une offre publique obligatoire (1.2.), il convient de revenir sur l'évolution du régime des offres publiques obligatoires indirectes (1.1.).

1.1. Évolution législative et réglementation des offres publiques obligatoires indirectes

Le régime des offres publiques obligatoires tant directes qu'indirectes fut introduit en droit français par la loi du 2 août 1989⁹⁴ à la suite de l'entrée en vigueur de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs⁹⁵. L'article 15 de la loi du

2 août 1989 précitée permettait au Règlement général du Conseil des bourses de valeurs de fixer « *les conditions dans lesquelles toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert et venant à détenir, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote aux assemblées générales d'une société dont les titres sont inscrits à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou à la cote du second marché, est tenue d'en informer immédiatement le conseil et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée de titres de la société* ».

À la faveur d'un arrêté du 28 septembre 1989⁹⁶, le Règlement général du Conseil des bourses de valeurs précisa la « *fraction de capital ou des droits de vote* » mentionnée à l'article 15 de la loi du 2 août 1989 précitée, à savoir une proportion supérieure au tiers. L'article 5-3-3 du Règlement général du Conseil des bourses de valeurs disposait ainsi : « *les personnes physiques ou morales agissant seules ou de concert sont tenues au respect de l'obligation définie à l'article 5-3-1⁹⁷ lorsque, en prenant le contrôle d'une société, elles viennent à détenir, directement ou indirectement, plus du tiers des titres de capital ou plus du tiers des droits de vote aux assemblées générales d'une société française dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à la cote du second marché, dès lors que les titres détenus par la société dont le contrôle est pris représentent une part essentielle de ses actifs* ». La loi ancienne faisait d'ores et déjà référence aux trois critères de l'offre publique obligatoire indirecte que sont la « *prise de contrôle* » de la société holding, la « *détention indirecte* » dans la société cotée, et la « *part essentielle des actifs* » de la société holding.

L'arrêté du 15 mai 1992⁹⁸, rendu au visa de la loi du 2 août 1989 précitée opéra seulement, en ce qui concerne les offres publiques obligatoires indirectes, une renumérotation de l'article 5-3-3 du Règlement général du Conseil des bourses de valeurs, devenu l'article 5-4-3 du même Règlement.

Le régime fut ensuite précisé après la publication de l'arrêté du 5 novembre 1998⁹⁹, rendu au visa des articles 32 et 33 de la loi du 2 juillet 1996¹⁰⁰ instaurant le Conseil des marchés financiers. Reprenant la terminologie employée par la loi du 2 août 1989, l'article 33 de la loi de modernisation des activités financières disposait ainsi que « *le règlement général du Conseil des marchés financier fixe [...] les conditions dans lesquelles toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert [...] et venant à détenir, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, est tenue d'en informer immédiatement le conseil et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée de titres de la société* ».

Dans la mesure où le seuil du tiers ne fut pas remis en cause, certains auteurs ont pu considérer, dès lors, qu'il n'y eut pas

88 D&I numéro 212C0156, « *Résultat de l'offre publique d'achat visant les titres de la société* », 27 janvier 2012.

89 D&I numéro 212C0268, « *Déclaration de franchissement de seuils et déclaration d'intention* », 15 février 2012.

90 D&I numéro 212C0247, « *Déclaration de franchissement de seuils et déclaration d'intention* », 10 février 2012.

91 D&I numéro 212C0223, « *Réouverture de l'offre publique d'achat visant les titres de la société* », 8 février 2012.

92 D&I numéro 212C0341, « *Résultat définitif après réouverture de l'offre publique d'achat visant les titres de la société* », 8 février 2012.

93 D&I numéro 212C0415, « *Déclaration de franchissement de seuils et déclaration d'intention* », 20 mars 2012.

94 Loi n° 89-531 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, JORF 4 août 1989, n° 9822, NOR : ECOX8900024L, v. Alain Couret et Bruno Solle, « *La réforme des offres publiques obligatoires* », JCPE, n° 6, 11 février 1999, p. 262.

95 Loi n° 88-70, JORF 23 janvier 1988, n° 1111, NOR : ECOX8700048L.

96 Arrêté du 28 septembre 1989, portant homologation du Règlement général du Conseil des bourses de valeurs. JORF n° 266 du 30 septembre 1989, NOR : ECOT8920104A.

97 C'est-à-dire le dépôt obligatoire du projet d'offre publique.

98 Arrêté portant homologation de modifications du Règlement général du Conseil des bourses de valeurs relatives aux offres publiques d'acquisition, JORF 19 mai 1992, n° 6729, NOR : ECOT9220011A.

99 Arrêté du 5 novembre 1998, portant homologation de dispositions du Règlement général du Conseil des marchés financiers et abrogation de dispositions du Règlement général du Conseil des bourses de valeurs. JORF n° 266 du 17 novembre 1998, NOR : ECOT9820080A.

100 Loi n° 96-597 de modernisation des activités financières, JORF n° 154 du 4 juillet 1996, NOR : ECOX9500164L.

« de changement très sensible par rapport au droit antérieur »¹⁰¹. Il convient toutefois de souligner que le titre V du Règlement du Conseil des marchés financiers envisagea l'offre publique obligatoire indirecte dans un texte particulier plus précis que l'ancien. L'offre publique obligatoire indirecte était mentionnée à l'article 5-5-3 du Règlement général du Conseil des marchés financiers : « Lorsque plus du tiers du capital ou des droits de vote d'une société dont les titres de capital sont admis sur un marché réglementé est détenu par une autre société et constitue une part essentielle de ses actifs, l'obligation définie à l'article 5-5-2 s'applique quand :

- une personne vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens de l'article [L. 233-3 du code de commerce]¹⁰² ;

- un groupe de personnes agissant de concert vient à détenir plus de 50 % du capital ou des droits de vote de la société détentrice sans qu'aucune d'entre elles continue à disposer, à elle seule, du contrôle au sens de l'article [L. 233-3 du code de commerce].[...] ».

Dans le cas où les participations en cause ne constituaient pas une « part essentielle » des actifs de la société détentrice dont le contrôle avait changé¹⁰³, l'opération ne donnait pas lieu au dépôt obligatoire du projet d'offre publique.

Les deux régimes d'offre publique directe et indirecte avaient vocation à coexister. Toutefois leur appréciation respective de la détention des titres différait sensiblement. L'article 5-5-2 du Règlement général du Conseil des marchés financiers visait indifféremment les « titres de capital » ou les « droits de vote ». À l'inverse, les dispositions de l'article L. 233-3 du code de commerce indiquaient qu'« une société est considérée [...] comme en contrôlant une autre [...] lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société ».

Les titres de capital ne conférant pas de droits de vote à leurs détenteurs étaient exclus du calcul du contrôle, alors même qu'ils demeuraient intégrés à l'assiette des seuils d'offre obligatoire définis à l'article 5-5-2 précité. Dans l'appréciation du décompte étaient dès lors intégrés les droits de vote double et écartées les actions à dividende prioritaire privées de droit de vote ou les actions auto-détenues par l'émetteur.

À noter que certains auteurs avaient pu considérer « surprenant[e] »¹⁰⁴ la distinction entre, d'une part, le régime applicable à une offre publique liée au contrôle indirect, dite « offre dérivée », où le contrôle s'apprécie « forcément et uniquement » au vu des droits de vote ; et d'autre part l'offre publique directe, où le franchissement de seuil peut se réaliser

indifféremment au regard de la détention du capital ou des droits de vote¹⁰⁵.

Pourtant, la démarche visant à distinguer le régime des offres directes et indirectes était assez logique, dans la mesure où pour apprécier le franchissement de seuil indirect, encore fallait-il que la personne concernée acquière le contrôle des titres cotés eux-mêmes et donc celui de la société qui les détenait.

Un arrêté du 15 novembre 2002¹⁰⁶ modifia les dispositions de l'ancien article 5-5-3 du Règlement général du Conseil des marchés financiers comme suit : « lorsque plus du tiers du capital ou des droits de vote d'une société dont les titres de capital sont admis sur un marché réglementé est détenu par une autre société et constitue une part essentielle de ses actifs, l'obligation définie à l'article 5-5-2 s'applique quand :

- une personne vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à cette dernière ;

- un groupe de personnes agissant de concert vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à cette dernière, sauf si l'une ou plusieurs d'entre elles disposaient déjà de ce contrôle et demeurent prédominantes et, dans ce cas, tant que l'équilibre des participations respectives n'est pas significativement modifié.[...] ».

S'agissant du concert, la « prise de contrôle » supplanta la référence à la détention de plus de la moitié du capital ou des droits de vote antérieurement en vigueur. Les dispositions nouvelles permettaient, en outre, à un investisseur extérieur de s'agréger de façon minoritaire au sein d'un concert de contrôle d'une holding détenant plus du tiers des actions ou des droits de vote d'une société cotée, sans pour autant déclencher la procédure d'offre obligatoire.

L'article L. 233-3 du code de commerce est devenu l'unique référentiel de la prise de contrôle, commun aux domaines du droit boursier et du droit des sociétés. Cette modification a pu être saluée par la doctrine comme constituant « une nouvelle phase d'adaptation positive et un perfectionnement sensible du droit français des offres publiques »¹⁰⁷.

Comme pour le franchissement de seuil direct, dans le cas où « une ou plusieurs [personnes agissant de concert venant à prendre le contrôle de la société détentrice] disposaient déjà de ce contrôle et demeure[ai]ent prédominantes et, dans ce cas, tant que l'équilibre des participations respectives n'[était] pas significativement modifié », le dépôt d'une offre publique n'était pas exigé¹⁰⁸.

L'entrée en vigueur de la directive du 21 avril 2004¹⁰⁹ sur les offres publiques d'acquisition a également retenu la notion

101 Alain Couret et Bruno Solle, « La réforme des offres publiques obligatoires », JCPE, n° 6, 11 février 1999, p. 262, 13.

102 [article 355-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966].

103 Dominique Carreau et Hervé Letrégully, « Offres publiques d'acquisition : les réformes apportées par le nouveau règlement général du Conseil des marchés financiers », Revue des sociétés, 2000, p. 687, 44. à 47.

104 L'imprécision du texte était déjà critiquée suite à la publication de l'arrêté du 28 septembre 1989 précité. v. André Tunc, « Les prises de contrôle par l'intermédiaire du marché », Revue internationale de droit comparé, 2-1994, III A 1.

105 Hervé Le Nabasque et Marc Baffreau, « L'obligation de déposer ou de maintenir une offre publique », Actes pratiques sociétés, juillet/août 1999, p. 9.

106 Arrêté du 15 novembre 2002 portant homologation de modifications du titre V du Règlement général du Conseil des marchés financiers ; JORF n° 285 du 7 décembre 2002 page 20231, NOR : ECOT0220026A.

107 Franck Auckenthaler, « Aperçu de la réforme du titre V du règlement général du CMF sur les offres publiques », JCPE, n° 2, 9 janvier 2003.

108 Nicolas Rontchevsky, « Réforme des dispositions du titre V du règlement général du Conseil des marchés financiers concernant les offres publiques d'acquisition », RTD com. 2003, p. 132.

109 Directive 2004/25 du Parlement européen et du Conseil, JOUE du 30 avril 2004, L. 142/12.

d'offre publique obligatoire indirecte. Son article 5.1 était rédigé comme suit : « *Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1^{er}, paragraphe 1, qui, additionnés à toutes les participations en ces titres qu'elle détient déjà et à celles des personnes agissant de concert avec elle, lui confèrent directement ou indirectement un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société, les États membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre [...] ».*

En assimilant la prise de contrôle au franchissement de seuil indirect, apprécié exclusivement au regard d'un « *pourcentage déterminé de droits de vote* », l'approche de la directive apparaît analogue à celle de la loi du 2 août 1989 précitée qui figure toujours à l'article L. 433-3 du code monétaire et financier¹¹⁰. La lettre de ces articles de la directive et du code monétaire et financier ne présuppose pas la détention du contrôle de la *holding* intermédiaire pour apprécier la participation indirecte. Pour autant, l'article 5-3-3 du Règlement général du Conseil des marchés financiers, devenu l'article 234-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, demeurerait inchangé continuant à faire référence à la notion de prise de contrôle de la *holding*.

À part l'abaissement du seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire à 30 %, le régime des offres publiques obligatoires indirectes ne fut pas remanié par la loi du 22 octobre 2010 dite de « *Régulation bancaire et financière* »¹¹¹.

En revanche, à cette occasion, un arrêté du 31 janvier 2011¹¹² a homologué le remaniement des articles 231-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatifs aux offres publiques obligatoires. Alors que sous le régime antérieur, « *la clef [était] la démonstration d'une prise de contrôle* »¹¹³ au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, la rédaction actuelle de l'article 234-2 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers reprend la rédaction de l'article L. 433-3 du code de commerce pour faire référence à une détention directe ou indirecte, sans faire référence à la notion de prise de contrôle de la *holding*.

Considérée comme une entité distincte du concert qui venait de réaliser l'acquisition de la majorité du capital de Foncière Paris France, la question pouvait se poser de savoir si compte tenu des multiples participations croisées, Covéa ne se trouvait pas en situation d'offre publique obligatoire à l'issue de l'offre publique d'acquisition. Bien que la réglementation actuelle soit bien moins précise que par le passé, l'Autorité des marchés financiers exclut que Covéa ait à réaliser une offre publique obligatoire. Cette analyse montre qu'en matière de « *franchissement de seuil indirect* », l'Autorité des marchés financiers n'a pas modifié son analyse fondée sur le contrôle de la participation indirecte, malgré la nouvelle rédaction de son Règlement général.

110 v. *supra*.

111 Loi n° 2010-1249, NOR : ECEX0928177L, JORF n° 0247 du 23 octobre 2010 page 18984.

112 Arrêté du 31 janvier 2011 portant homologation de modifications du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, NOR : EFIT1102284A, JORF 1^{er} février 2011, n° 26.

113 Alain Viandier, « *OPA, OPE, et autres offres publiques* », éd. Francis Lefebvre, 4^e éd. 2010, 1620.

1.2. La qualification d'une participation indirecte

Comme nous l'avons vu, avant l'entrée en vigueur de l'arrêté du 31 janvier 2011¹¹⁴, le franchissement de seuil indirect était régi par l'article 234-3¹¹⁵ du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui faisait notamment référence à la notion de prise de contrôle de la société *holding* afin d'apprécier s'il y avait lieu ou pas de déposer un projet d'offre publique obligatoire.

L'arrêté du 31 janvier 2011, visant l'harmonisation des dispositions relatives à la procédure d'offre publique obligatoire, a intégré la détention directe et indirecte au sein de l'article 234-2 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers sans faire référence à la notion de contrôle. Selon certains, l'article 234-3 précité était devenu « *redondant avec l'article 234-2 s'agissant de l'obligation d'offre publique en cas de franchissement indirect du seuil du tiers* »¹¹⁶. L'Autorité des marchés financiers a dès lors entendu seulement « *sauvegarder la dimension dérogatoire* » de l'article 234-3.

Formellement, l'article 234-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers est abrogé par l'arrêté. Les trois situations envisagées par l'article sont appréhendées sous la forme de dérogations au sein d'articles voisins. Le 1^o de l'article 234-3 (prise de contrôle en amont de la chaîne de détention) est inséré au 8^o de l'article 234-9 du Règlement général précité. Le 2^o (concert en amont de la chaîne de détention entraînant une prise de contrôle) est inséré à l'article 234-7 du même Règlement général. Le dernier alinéa enfin (fusion ou apport en amont de la chaîne de détention) est réaffecté au 9^o l'article 243-9 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

De l'aveu du régulateur, la coexistence de la version nouvelle de l'article 234-2 avec le maintien de l'article 234-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers « *[pouvait] s'avérer source d'interprétations contradictoires* »¹¹⁷. Minoritaire, une position avait ainsi proposé de supprimer le contenu de l'article 234-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers¹¹⁸. Désormais absent du Règlement général précité, l'article 234-3 demeure, paradoxalement, particulièrement présent. Peut en témoigner la dispersion de ses dispositions demeurant inchangées¹¹⁹.

On peut s'interroger sur les conséquences de cette abrogation-transfert sur l'intelligibilité du régime du franchissement de seuil indirect en matière d'offre publique obligatoire, du fait de la coexistence des dispositions de

114 v. *supra*.

115 v. not. Jean-Pierre Martel et Alexis Marraud des Grottes, « *Offres publiques obligatoires et offres publiques volontaires* » in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », éd. Litec, 2009, p. 323, 621.

116 Consultation publique de l'Autorité des marchés financiers sur son projet de Règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, 3 décembre 2010, p. 2 et 67.

117 Consultation publique de l'Autorité des marchés financiers sur son projet de Règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, 3 décembre 2010, p. 2.

118 Consultation publique de l'Autorité des marchés financiers sur son projet de Règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, 3 décembre 2010, p. 2.

119 Consultation publique de l'Autorité des marchés financiers sur son projet de Règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, 3 décembre 2010, p. 67.

l'article 234-2 remanié et de celles des articles 234-7 à 234-9 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

La question porte désormais sur le maintien ou non de l'approche antérieure sous l'empire des nouvelles dispositions. Faute de précision explicitant plus avant la méthode de détermination de la détention indirecte, il semble donc, ici également, devoir s'en remettre à son application concrète par l'Autorité des marchés financiers afin de dégager la portée du régime.

À la lettre de l'article 234-2 mais également de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier, l'obligation de déposer une offre publique n'est plus liée à la prise de contrôle de la *holding*, mais à la détention indirecte. Or, à proprement parler, une détention indirecte n'est autre que la détention à travers une société d'une autre société, sans prise en compte d'un seuil de contrôle. Les participations devraient donc être calculées par transparence.

Compte tenu de l'historique de l'évolution législative et réglementaire mentionnée en (1.) ainsi que de la lettre de l'article 234-9 8°, il semble qu'aujourd'hui encore pour les besoins de la réglementation sur les offres publiques obligatoires, une participation est détenue pour autant que l'intéressé ait le contrôle de la *holding*. Il s'agit d'apprécier la capacité pour l'actionnaire direct ou indirect d'exercer le contrôle de la société cotée. Pour exercer le contrôle indirectement, il faut détenir le contrôle, seul ou de concert, de la société qui détient la participation¹²⁰.

Détenant 31,40 % de PHRV¹²¹, et 18,24 % de Cofitem-Cofimur au 31 décembre 2010¹²², Covéa ne contrôlait pas pour autant, en droit ou en fait, les concertistes.

En effet, PHRV était détenue à égalité par Covéa et le groupe Allianz (31,40 % du capital social chacun) ainsi que Cofitem-Cofimur détenant 31,14% du capital. Dans la mesure où aucun pacte d'actionnaires n'existait et que la présomption de contrôle de l'article L. 233-3 du code de commerce fixée à 40 % n'était pas atteinte, il était impossible d'un point de vue boursier de considérer que PHRV était contrôlée par Covéa.

Quant à Cofitem-Cofimur, le groupe Allianz détenait avec 20,76 % du capital social, la participation la plus importante (le groupe Covéa ne détenant que 18,66 % du capital social)¹²³.

Aucune des deux sociétés concertistes n'étant contrôlée par Covéa seule ou de concert, le calcul de ses participations indirectes dans le capital de Foncière Paris France n'est logiquement pas entré en ligne de compte dans la détermination des seuils déclenchant l'offre publique obligatoire.

Il est vrai que Covéa était un actionnaire significatif des deux *holdings* de contrôle et qu'elle s'est engagée à reprendre une partie de la participation du nouvel actionnaire de contrôle.

120 Sur la notion de contrôle et de concert : offre publique obligatoire, action de concert et contrôle conjoint : Stéphane Torck, *Chronique d'une pièce inachevée*, Mélanges en l'honneur de Philippe Merle.

121 Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Paris Hôtels Roissy Vaugirard en date du 14 décembre 2011, p. 5.

122 Cofitem-Cofimur, Rapport du Conseil d'administration à l'Assemblée générale mixte du 12 avril 2012.

123 www.cofitem-cofimur.fr/actionnariat au 31 décembre 2012.

Pour autant, aucune action de concert n'a été caractérisée à cette occasion.

Cette affaire montre que, bien que l'article 234-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ait été supprimé et que la rédaction de l'article 234-2 soit ambiguë, l'Autorité des marchés financiers maintient les règles et son interprétation qui prévalaient avant la modification de son Règlement général en 2011.

2. Neutralisation des dispositifs qui protégeaient Foncière Paris France contre un assaillant non sollicité

2.1. Offre publique en surenchère et défenses anti-OPA¹²⁴ de la société Foncière Paris France

La présentation des moyens de défenses anti-OPA proposés aux actionnaires de Foncière Paris France souligne les limites et contraintes liées à la liquidité que peut offrir une société cotée à ses actionnaires.

Dans son rapport annuel pour l'année 2011, l'Autorité des marchés financiers indique que « *parmi les offres de procédure normale intervenues en 2011, une seule a été déposée de façon non-sollicitée* », à savoir celle de PHRV sur Foncière Paris France¹²⁵. C'est également la première fois depuis leur création en 2006, qu'une société tente de mettre en œuvre des bons d'offre (« *Bons Breton* »)¹²⁶ « à chaud » (c'est-à-dire en cours d'offres) et propose à ses actionnaires de voter une résolution y relative.

Franchissant notamment le seuil de 10 % de détention du capital social de Foncière Paris France le 4 avril 2011, PHRV de concert avec Cofitem-cofimur déclarait alors « *ne pas envisager d'acquérir le contrôle de la société Foncière Paris France* »¹²⁷ pendant six mois. Lorsque PHRV déposa son premier projet d'offre publique le 7 octobre 2011 visant les titres de la société Foncière Paris France, l'initiateur se situait juste après la fin de cette période de six mois qui courait du 4 avril 2011 au 4 octobre 2011.

L'expert indépendant¹²⁸ désigné par le conseil d'administration de Foncière Paris France souligna « *la sous-évaluation du prix de l'offre de PHRV à 100 euros* »¹²⁹ par action, se basant sur la méthode EPRA (*European Public Real Estate Association*), qui faisait ressortir une valeur de l'action Foncière Paris France à 135 euros au 30 juin 2011.

124 V. sur l'ensemble de la question Didier Martin et Nicolas Molfessis, « *Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA* », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », éd. Litec, 2009, p. 573, 1228 et s.

125 Autorité des marchés financiers, Rapport annuel 2011, p. 104.

126 Autorité des marchés financiers, Rapport annuel 2011, p. 107.

127 Autorité des marchés financiers, « *Déclarations de franchissements de seuils et déclaration d'intention* », n° 211C0410, 6 avril 2011.

128 Article 261-1 I 5° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

129 Rapport du cabinet Détroit Associés, 15 novembre 2011 (offre initiale) et 7 décembre 2011 (offre en surenchère). (source : D&I numéro 211C2228 « *Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat en surenchère visant les titres de la société Foncière Paris France* », 13 décembre 2011).

Fort de ce constat, le conseil d'administration¹³⁰ de la cible s'attacha à mettre en relief la structure financière solide de Foncière Paris France en évoquant des perspectives optimistes conduisant notamment à un « *actif net réévalué EPRA par action [...] en progression* », et la « *progression du résultat net récurrent par action* »¹³¹.

Le conseil d'administration déplora également l'absence de communication préalable du projet de PHRV à Foncière Paris France « *alors même qu'ils avaient publiquement déclaré par lettre de déclaration de franchissement de seuil en date du 4 avril 2011 que leur intention n'était pas de prendre le contrôle de la société* », que les membres du concert « *ne propos[ai]ent pas de projet industriel* »¹³², et que le changement de contrôle conduirait à faire peser « *un risque financier important* » sur la société¹³³.

Le conseil d'administration de Foncière Paris France conclut donc en considérant que « *l'offre constitu[ait] une opération financière opportuniste [...] et dont le prix ne reflète pas la valeur que les actionnaires [pouvaient] légitimement attendre* » et que, dès lors, « *l'offre n'était conforme ni à l'intérêt de la Foncière Paris France, ni à celui de ses salariés, actionnaires et porteurs de titres donnant accès au capital* »¹³⁴.

Malgré l'offre en surenchère déposée par l'initiateur, relevant le prix proposé par action à 110 euros, le conseil d'administration n'infléchit en aucune façon sa position. Constatant que « *l'opération proposée rest[ait] encore sous évaluée et ne traduisait toujours pas un juste prix* »¹³⁵, le conseil d'administration s'attacha également à souligner l'abandon du seuil de renonciation de 50,1 % par l'initiateur¹³⁶ et le risque d'une « *prise de contrôle rampante* » par le concert à bon prix. Au soutien de sa prétention, la cible évoqua l'acquisition par PHRV et Cofitem-Cofimur d'actions de la cible représentant 29,54% du capital social, « *soit à un niveau immédiatement en dessous du seuil de déclenchement d'une OPA obligatoire* »¹³⁷.

Dans le cadre du contrôle de conformité, l'Autorité des marchés financiers releva, sur la base du rapport de l'expert concernant la valorisation de l'action Foncière Paris France que le prix de 110 euros proposé par l'initiateur « *ne reflét[ait]*

pas la valeur intrinsèque de Foncière Paris France telle qu'elle ressort des dernières valeurs d'actif net réévalué publiées par la société »¹³⁸.

L'Autorité des marchés financiers en se fondant sur le régime de l'offre publique volontaire¹³⁹, souligna que « *s'agissant des actions, le prix [...] est librement fixé par l'initiateur* »¹⁴⁰. S'agissant des différentes catégories de titres donnant accès au capital, les prix proposés pour ces titres apparaissent cohérents avec le prix de 110 euros par action, et « *n'étaient pas de nature à porter atteinte à l'égalité de traitement entre leurs porteurs* »¹⁴¹. Au vu de l'ensemble des éléments de l'offre, l'Autorité des marchés financiers déclara conforme le projet d'offre publique d'acquisition déposé par PHRV¹⁴².

Afin d'organiser la défense de Foncière Paris France face à l'opération envisagée par l'initiateur, deux mesures furent soumises à l'approbation de l'assemblée générale mixte des actionnaires¹⁴³, à savoir l'émission de bons d'offre, dits « *Bons Breton* », et la mise en œuvre d'une offre publique de rachat d'actions.

Créé par la loi du 31 mars 2006 et codifié à l'article L. 233-32 du code de commerce, le mécanisme des bons d'offre repose sur la possibilité offerte aux actionnaires d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'émettre des bons permettant de souscrire à des conditions préférentielles à des actions de la société, et leur attribution gratuite à tous les actionnaires de la société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre publique. Dans l'esprit du gouvernement, cette nouvelle mesure de défense « *constitu[ait] essentiellement un instrument de négociation et de dissuasion destiné à renforcer la main du conseil d'administration de la société cible dans ses discussions avec l'initiateur de l'offre, et à inciter cet initiateur à améliorer les termes de son offre* »¹⁴⁴.

Pour mémoire, dans le cadre de l'offre de Sanofi sur les titres d'Aventis, cette dernière avait envisagé d'émettre des bons dits « *bons Plavix* »¹⁴⁵, « *dont l'exercice était conditionné à la commercialisation d'un générique du Plavix avant le 31 décembre 2007* » afin de permettre aux actionnaires de la cible de bénéficier de l'éventuelle création de valeur y relative¹⁴⁶. Par le communiqué du 23 avril 2004 relatif à la mise en place des « *Bons Plavix* », l'Autorité des marchés financiers réaffirma le principe selon lequel « *les mesures de défense*

138 D&I numéro 211C2228 « *Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat en surenchère visant les titres de la société Foncière Paris France* », 13 décembre 2011.

139 Articles 232-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

140 Sur le prix des offres volontaires voir notamment nos précédentes chroniques de 2010.

141 D&I numéro 211C2228 « *Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat en surenchère visant les titres de la société Foncière Paris France* », 13 décembre 2011.

142 Visa n° 11-572 en date du 13 décembre 2011 sur la note d'information de l'initiateur.

143 Article L. 233-32, I du code de commerce.

144 Didier Martin et Nicolas Molfessis, « *Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA* », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », éd. Litec, 2009, p. 620, 1290.

145 V. sur le sujet Didier Martin, Florian Bouaziz et Benjamin Kanovitch, « *Chronique de jurisprudence boursière* », RTDF 2006, n° 1, p. 79.

146 Jean-Michel Darrois, Marie-Noëlle Dompé, « *Le contentieux en matière d'offres publiques* », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », éd. Litec, 2009, p. 72, 175.

130 À l'exception des représentants des sociétés du concert, l'ensemble des membres du conseil d'administration s'accordait sur la nature hostile de l'offre de PHRV.

131 Foncière Paris France, « *Note en réponse la note d'information établie par la société PHRV* », 13 décembre 2011, p. 62.

132 *Ibid.*, p. 63.

133 En raison de la renégociation ou du remboursement des lignes de crédit consenties à Foncière Paris France.

134 Foncière Paris France, « *Note en réponse la note d'information établie par la société PHRV* », 13 décembre 2011, p. 63.

135 Le conseil d'administration évoque une décote de 19,6% (26 % dans l'offre initiale) au regard de l'actif net réévalué EPRA de 135 euros.

136 Article 231-9 RG Autorité des marchés financiers : « *L'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive* ».

137 Foncière Paris France, « *Note en réponse la note d'information établie par la société PHRV* », 13 décembre 2011, p. 63 et 64.

contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet »¹⁴⁷.

Toutefois, les « bons Plavix » furent déclarés incompatibles avec la réglementation boursière d'alors au nom du principe d'égalité entre les compétiteurs, n'étant « destinés à jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles »¹⁴⁸ et ce « quand bien même l'émission de ces bons aurait été soumise à l'autorisation expresse de l'assemblée des actionnaires d'Aventis »¹⁴⁹.

On considère que plus les bons d'offre seront dilutifs, plus l'effet répulsif sera grand¹⁵⁰. Encore faut-il recueillir au préalable l'accord de la majorité des actionnaires présents ou représentés au jour de l'assemblée générale, et que, par conséquent, l'initiateur ne soit pas en mesure de faire échec, par son refus exprimé lors du vote, à l'émission des bons.

En l'espèce, il était proposé aux actionnaires d'approuver une délégation de compétence au profit du conseil d'administration de Foncière Paris France, pour une durée maximale de dix-huit mois, afin de procéder à l'émission gratuite de bons d'offre plafonnée à 35 000 000 euros¹⁵¹, soit environ 40 % du capital social¹⁵². Au terme de l'assemblée générale extraordinaire du 8 décembre 2011, la résolution ne recueillit que 48,3 % de votes favorables, la proposition d'émission de bons d'offre fut donc rejetée¹⁵³.

Un autre moyen de défense employé par Foncière Paris France fut de proposer de mettre en œuvre une offre publique de rachat d'actions (OPRA) par la cible.

L'offre publique de rachat d'actions est régie par les articles L. 225-206 et suivants du code de commerce relatifs à la réduction de capital dans les sociétés anonymes, d'une part ; et les articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, d'autre part.

De manière générale, l'offre publique de rachat d'actions vise à offrir une opportunité de liquidité pour les actionnaires qui le souhaitent, et à obtenir un effet relatif sur le bénéfice par action¹⁵⁴. Il s'agit en fait d'une forme de distribution exceptionnelle par laquelle la société cherche à « fidéliser ses actionnaires et [à] les dissuader d'apporter leurs titres à l'offre hos-

tile »¹⁵⁵. La pratique peut se révéler particulièrement efficace dans une optique de sécurisation de l'actionnariat, « ce qui présente l'intérêt certain de diminuer le "flottant" et de faire monter le cours du titre »¹⁵⁶.

Le simple fait de réduire le capital de la cible n'est pas, en soit, une mesure de défense, la mesure anti-OPA en l'espèce tient essentiellement à l'effet d'une telle offre publique de rachat sur le prix des actions de la société.

Il convient de rappeler que l'offre publique de rachat d'actions déposée en cours d'offre est soumise aux règles relatives à la surenchère en lien avec l'offre publique initiale¹⁵⁷ et que c'est la raison pour laquelle elle est annoncée pendant l'offre pour être réalisée postérieurement.

Notons que ce moyen de défense avait été envisagé par la société Arcelor pour contrer l'offre déposée par la société Mittal Steel, mais n'a finalement pas été mis en œuvre¹⁵⁸.

L'offre publique de rachat d'actions envisagée par Foncière Paris France portait sur 450.000 actions au maximum, au prix unitaire de 117 euros par action, plafonnée à 22.500 000 euros¹⁵⁹, soit environ 25,9 % du capital social de la cible¹⁶⁰. Elle entendait contraindre l'initiateur au relèvement de son offre, dans des proportions plus conformes à la valorisation de l'EPRA de Foncière Paris France, établissant le titre à plus de 135 euros au 30 juin 2011. En pratique, le conseil d'administration de la cible, une fois autorisé par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, aurait eu la faculté de formuler auprès des actionnaires une offre de rachat de leurs actions, dans la limite des plafonds et tout en respectant l'égalité de traitement des actionnaires, dont le dépôt serait intervenu dès la fin de la période d'offre.

Réunie en date du 8 décembre 2011, l'assemblée générale extraordinaire de Foncière Paris France rejeta de justesse la résolution autorisant l'offre publique de rachat d'actions¹⁶¹. Alors que la majorité était fixée aux deux tiers, les votes favorables ne représentèrent que 62,24 %.

En renonçant à son seuil de réussite, PHRV retrouva sa capacité à réaliser des achats sur le marché en période d'offre¹⁶². Ce fut très opportun puisque jusqu'à la date de réunion de l'assemblée générale mixte des actionnaires fixée au 8 décembre 2011, l'initiateur acquit au fil de l'eau et par

147 Didier Martin et Nicolas Molfessis, « Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « Les offres publiques d'achat », éd. Litec, 2009, p. 584, 1241 et s. citant Autorité des marchés financiers, communiqué du 23 mars 2004.

148 Jean-Michel Darrois, Marie-Noëlle Dompé, « Le contentieux en matière d'offres publiques », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « Les offres publiques d'achat », éd. Litec, 2009, p. 72, 175.

149 Didier Martin et Nicolas Molfessis, « Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « Les offres publiques d'achat », éd. Litec, 2009, p. 595, 1254.

150 Didier Martin et Nicolas Molfessis, « Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « Les offres publiques d'achat », éd. Litec, 2009, p. 624, 1296.

151 Bulletin d'annonces légales obligatoires, « Convocation et ordre du jour et texte des résolutions de l'Assemblée générale mixte (ordinaire et extraordinaire) du 8 décembre 2011 », bulletin n° 144, 2 décembre 2011, Foncière Paris France.

152 Calcul effectué par nos soins au vu des informations du Bulletin d'annonces légales obligatoires précité (40,23 %).

153 Bulletin d'annonces légales obligatoires, « Foncière Paris France, résultats des votes AGM du 8 décembre 2011 », bulletin n° 150, 16 décembre 2011.

154 Arnaud Berdou, « Le rachat d'actions, une défense anti-OPA efficace ? », Droit des sociétés n° 5, mai 2012.

155 Didier Martin et Nicolas Molfessis, « Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « Les offres publiques d'achat », éd. Litec, 2009, p. 619, 1289.

156 Dominique Carreau et Hervé Letréguilly, « Offres publiques (OPA, OPE, OPR) » Répertoire de droit des sociétés, p. 370.

157 Didier Martin et Pierre Servan-Schreiber, « Les offres publiques internationales », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « Les offres publiques d'achat », éd. Litec, 2009, p. 856, 1627.

158 Didier Martin et Pierre Servan-Schreiber, « Les offres publiques internationales », in Guy Canivet, Didier Martin, Nicolas Molfessis, « Les offres publiques d'achat », éd. Litec, 2009, p. 856, 1627.

159 Bulletin des annonces légales obligatoires, n° 144, 2 décembre 2011, Foncière Paris France, « Convocation et ordre du jour et texte des résolutions de l'assemblée générale mixte (ordinaire et extraordinaire) du 8 décembre 2011 ».

160 Calcul effectué par nos soins au vu des informations du Bulletin d'annonces légales obligatoires précité (25,89 %).

161 Bulletin des annonces légales obligatoires, « Foncière Paris France, résultats des votes AGM du 8 décembre 2011 », bulletin n° 150, 16 décembre 2011.

162 Article 231-38 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

cession de bloc, une participation d'environ 4 % qui lui permet sans doute de mettre en échec les mesures défensives, au vu des majorités requises. Ainsi, entre le 30 novembre 2011 et le 1^{er} décembre 2011, PHRV porta sa participation dans Foncière Paris France à 9,64 %, puis à 11,02 % à la suite de l'acquisition de la participation cédée par Axa IM.

Compte tenu du taux d'absentéisme aux assemblées de sociétés cotées, la participation détenue par le concert au jour de l'assemblée générale, environ 29,5 %, fut suffisante pour lui permettre de mettre en échec l'offre publique de rachat d'actions – 62,2 % de votes favorables pour une approbation aux 2/3¹⁶³.

La mise en échec des moyens de défense envisagés par Foncière Paris France met en exergue la flexibilité avec laquelle une surenchère peut être déposée¹⁶⁴ et les contraintes liées à la convocation d'une assemblée générale des actionnaires. En effet, bien que considérablement réduit par rapport au délai ordinaire de convocation de 35 jours calendaires¹⁶⁵, la contrainte liée au délai de convocation de 15 jours calendaires diminue la marge de manœuvre et la réactivité de la cible en période d'offre, plaçant cette dernière dans une situation déséquilibrée au regard de la latitude dont jouit l'initiateur.

2.2. Mise en place de conventions de reclassement et contraintes liées au régime SIIC

Foncière Paris France a opté en 2006 pour l'application du régime fiscal des Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC)¹⁶⁶. Afin de pouvoir bénéficier de ce régime fiscal avantageux détaillé dans les articles 208 C et suivants du code général des impôts, la société doit se conformer à plusieurs exigences, lesquelles doivent être respectées sans interruption une fois l'application du régime devenue effective, sous peine de perte du statut.

Les SIIC sont des sociétés par actions dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé français au capital social minimum de quinze millions d'euros qui ont pour objet principal l'acquisition ou la construction d'immeubles en vue de la location, ou la détention indirecte de participations dans des sociétés de personnes ou dans des sociétés relevant de l'impôt sur les sociétés de plein droit ou sur option, dans la mesure où ces sociétés ont un objet social identique¹⁶⁷ à celui de la SIIC.

Le maintien du bénéfice du statut de SIIC est étroitement lié au respect du plafond de détention de 60 % par un ou plu-

sieurs actionnaires agissant de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce.

Dans le cas de l'offre publique d'achat initiée par PHRV, de concert¹⁶⁸ avec Cofitem-Cofimur, visant Foncière Paris France, il était dès lors nécessaire pour les initiateurs de recourir à une méthode assurant *in fine* le respect du plafond de détention de 60 % du capital social. Or, en droit français, une offre publique vise nécessairement « *la totalité des titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée* »¹⁶⁹. De prime abord, l'option pour ce statut constituait une difficulté quant à la prise de contrôle de Foncière Paris France, puisque la perte de ce statut aurait été très onéreuse et aurait donc fait perdre de sa valeur à la cible.

L'initiateur a donc passé avec la société Foncière des 6^e et 7^e arrondissements de Paris, le groupe Covéa ainsi que les Associations Mutuelles Le Conservateur des accords de reclassement des titres acquis au-delà du seuil de 60 %.

Le 8 février 2012, Foncière des 6^e et 7^e arrondissements de Paris déclarait auprès de l'Autorité des marchés financiers avoir franchi à la hausse le seuil de 5 % de détention des actions Foncière Paris France, conséquence directe de l'acquisition, *via* le reclassement, d'une participation égale à 6,29 % du capital social de la cible.

Le groupe Covéa annonça le 8 février 2012, puis le 12 mars 2012 avoir franchi successivement les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 % puis 25 % du capital de Foncière Paris France, établissant sa participation finale à 29,67 %.

III. L'affaire « Rhodia - Solvay »¹⁷⁰

Le 4 avril 2011, le groupe Solvay (ci-après « **Solvay** ») et le chimiste français, Rhodia, (ci-après « **Rhodia** ») ont annoncé dans un communiqué de presse conjoint, leur rapprochement par voie d'offre publique d'achat amicale lancée par Solvay sur Rhodia et portant sur la totalité des valeurs mobilières composant son capital ou pouvant y donner accès¹⁷¹. Lors de l'annonce du projet d'offre au marché, le communiqué de presse a notamment indiqué que le conseil d'administration de Rhodia, convaincu de l'intérêt stratégique et financier d'une telle opération de rapprochement, avait recommandé, à l'unanimité, le projet d'offre et autorisé la conclusion d'un protocole d'accord précisant les modalités de l'offre¹⁷².

C'est dans ce contexte que, Morgan Stanley & Co. International plc, agissant en qualité d'établissement présentateur a déposé, pour le compte de Solvay, le 6 avril 2011, un projet d'offre publique d'achat auprès de l'Autorité des marchés financiers¹⁷³. Le projet d'offre visait l'ensemble des titres

163 Foncière Paris France, compte rendu de l'assemblée générale mixte du 8 décembre 2011.

164 Aux termes de l'article 232-6 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'initiateur a la faculté de surenchérir sur les termes de son offre au plus tard cinq jours de négociation avant la clôture de l'offre. À cette occasion, l'Autorité des marchés financiers effectue un contrôle de conformité emportant visa du document complémentaire. Ainsi, une offre ne sera déclarée conforme qu'à la condition de présenter un prix supérieur de 2 % au moins à l'offre initiale, ou si celui-ci emporte une amélioration significative des conditions proposées aux porteurs des titres et notamment l'abandon d'un seuil de réussite. Un récent arrêté du 14 juin 2012 vient en outre de préciser que constitue également une surenchère l'hypothèse où l'initiateur, « *sans modifier les termes stipulés dans l'offre précédente, [...] abaisse le seuil en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive* ».

165 Article R. 225-73 code de commerce.

166 Régime effectif à compter du 1^{er} avril 2006 (source : Foncière Paris France, Document de référence et rapport financier, 2010, p. 19).

167 Loi n° 2008-1425 du 27 décembre 2005, article 24, III et VII.

168 Pour une vue d'ensemble voir notamment l'ouvrage de Franck Martin Laprade, « *Concert et contrôle* », éd. Joly, 2007.

169 Article 231-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

170 Le cabinet Bredin Prat était le conseil de la société Rhodia lors de cette opération.

171 Communiqué de presse conjoint de Rhodia et Solvay du 4 avril 2011, « *Solvay crée avec Rhodia un acteur majeur de la chimie leader mondial sur ses métiers* ».

172 Avis motivé du conseil d'administration en date du 1^{er} mai 2011.

173 D&I numéro 211C0415 « *Dépôt d'un projet d'offre publique d'achat visant les titres de la société* », 6 avril 2011.

composant le capital de Rhodia¹⁷⁴. Le prix proposé était de « 31,60€ par action composant le capital de la société ainsi que les actions Rhodia susceptibles d'être émises à raison de la conversion des « Océanes », de l'exercice des bons de souscription en actions et de l'exercice des options de souscription d'actions Rhodia et de l'éventuel paiement en action du dividende versé au titre de l'exercice 2010 »¹⁷⁵ et de 52,30 euros par « Océane ».

Le prix offert faisait ainsi ressortir une prime de 50 % par rapport au cours de clôture de Rhodia de 31,07 euros le 1^{er} avril et de 44 % par rapport à la moyenne des cours des trois mois précédant le dépôt de l'offre¹⁷⁶.

Le projet d'offre prévoyait également la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les titres Rhodia non présentés à l'offre dans le délai de trois mois suivant la clôture de l'offre si lesdits titres ne représentaient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la société.

Il était prévu que l'initiateur ne donnerait pas de suite à son offre si le « nombre d'actions apportées ne lui permet pas de détenir au moins 50 % du capital et des droits de vote de Rhodia, plus une action ».

La réussite de l'offre publique d'achat lancée par Solvay sur Rhodia restait soumise à l'obtention de certaines autorisations. L'ouverture de l'offre était conditionnée par l'obtention des autorisations du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie au titre de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier relatif au contrôle des investissements étrangers réalisés en France et de l'Autorité de contrôle prudentiel, au titre de l'article 2 du Règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière relatif aux modifications de situation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille.

La clôture de l'offre était, quant à elle, soumise à la condition suspensive de l'obtention de l'autorisation des autorités de la concurrence des États-Unis d'Amérique et de l'Union européenne¹⁷⁷.

Le 2 mai 2011, le projet de note en réponse établi par Rhodia a été déposé¹⁷⁸. Dans son avis motivé, le conseil d'administration de Rhodia a considéré que « le projet de rapprochement des deux groupes [s'effectuait] dans un cadre amical et concerté et que l'offre, notamment le projet industriel et social présenté par Solvay, ainsi que les conditions financières qui [étaient] offertes par Solvay aux détenteurs des titres de Rhodia, [était] dans l'intérêt de la société et de ses salariés ainsi que des détenteurs des titres qui y [trouvaient] une liquidité à un prix attractif représentant une prime importante sur les cours, et

[recommandait] à l'unanimité aux porteurs d'actions, d'ADS et d'Océane, d'apporter leurs titres à l'offre¹⁷⁹ ».

S'agissant d'une offre publique portant sur deux catégories de titres distincts, Accuracy a été désigné en vertu de l'article 261-1 5° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le 3 avril 2011, par le conseil d'administration de Rhodia, en qualité d'expert indépendant. Le rapport rendu le 29 avril 2011 a conclu que « les conditions de cette offre [étaient] équitables d'un point de vue financier pour les deux catégories de porteurs de titres visés par l'offre¹⁸⁰ ».

Sur la base de ces informations, l'Autorité des marchés financiers a déclaré, le 10 mai 2011¹⁸¹, le projet d'offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Après avoir reçu les autorisations préalables à l'ouverture de l'offre, requises au titre de la réglementation française, l'Autorité des marchés financiers a prononcé l'ouverture de l'offre à compter du 15 juin 2011¹⁸². La date de clôture de l'offre a été communiquée par l'Autorité des marchés financiers le 5 août 2011, après l'obtention des autorisations préalables à la clôture de l'offre de la *Federal Trade Commission* américaine et de la Commission européenne au titre du contrôle des concentrations et fixée au 24 août 2011 inclus¹⁸³.

À la clôture de l'offre, le chimiste belge détenait 94,25 % des actions et 97,25 % des Océanes Rhodia¹⁸⁴. Dans la mesure où l'autocontrôle était de 0,85 %, les actionnaires minoritaires ne représentaient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote et un retrait obligatoire de ces derniers pouvait être envisagé¹⁸⁵.

Par courrier en date du 13 septembre 2011, Morgan Stanley & Co. International plc, agissant pour le compte de la société Solvay, a informé l'Autorité des marchés financiers de la décision de Solvay de procéder à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire portant sur les actions et les « Océanes » Rhodia non apportées à l'offre par les porteurs minoritaires sur le fondement des articles L. 433-4 III et IV du code monétaire et financier et 237-16 I 1^{er} du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. L'Autorité des marchés financiers a annoncé, le 13 septembre 2011, que le retrait obligatoire interviendrait le 16 septembre 2011¹⁸⁶.

L'affaire Rhodia-Solvay est un exemple intéressant des autorisations qui peuvent conditionner la réalisation d'une offre publique d'achat. Il existe deux types de conditions : celles qui sont préalables à l'ouverture de l'offre (1.) et celles qui sont préalables à la clôture de l'offre (2.).

179 Réunion du conseil d'administration de Rhodia en date du 1^{er} mai 2011.

180 Bruno Husson, « Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par Solvay sur les actions, les ADSs et les océanes émis par Rhodia », pour Accuracy, le 29 avril 2011.

181 D&I numéro 211C0628 « Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat visant les titres de la société », 10 mai 2011.

182 D&I numéro 211C0938 « Ouverture de l'offre publique d'achat visant les actions de la société », 14 juin 2011.

183 D&I numéro 211C1461 « Calendrier de l'offre publique d'achat visant les titres de la société », 5 août 2011.

184 D&I numéro 211C1601 « Résultat de l'offre publique d'achat visant les titres de la société », 31 août 2011.

185 Article 237-14 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

186 D&I numéro 211C1696 « Mise en œuvre du retrait obligatoire », 13 septembre 2011.

174 D&I numéro 211C0415 « Dépôt d'un projet d'offre public d'achat », 6 avril 2011.

175 La distribution d'un dividende de 0,50€ par action au titre de l'exercice 2010 devait être proposée à l'assemblée générale de Rhodia du 18 mai 2011.

176 L'Echo Dépêche, 4 avril 2011, « Solvay lance une OPA amicale sur Rhodia ».

177 Note d'information relative à l'offre publique d'achat portant sur les actions de Rhodia initiée par la société Solvay ayant reçu le visa n° 11-148 en date du 10 mai 2011.

178 Projet de note d'information en réponse de la société Rhodia ayant reçu le visa n° 11-149 en date du 10 mai 2011.

1. La problématique des conditions préalables à l'ouverture de l'offre relative à l'obtention d'autorisations réglementaires

Le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit que l'ouverture d'une offre peut être conditionnée par l'octroi d'autorisations préalables imposées par la législation en vigueur : « *L'offre est ouverte le jour de bourse suivant le plus tardif des événements suivants : [...] 3° Le cas échéant, la réception par l'Autorité des marchés financiers des autorisations préalables requises par la législation en vigueur*¹⁸⁷ ».

L'imprécision de ce texte implique de se demander quelles sont ces autorisations préalables qui conditionnent l'ouverture d'une offre publique. Le texte ne donne aucune définition de ces autorisations et ne délimite pas le champ d'application du texte. Il s'agit certainement d'autorisations imposées par la législation française. Mais pourrait-il s'agir également d'autorisations imposées par des législations étrangères ? En effet, compte tenu des activités toujours plus globales des sociétés françaises, l'Autorité des marchés financiers devrait-elle attendre, avant d'ouvrir l'offre, la délivrance par les autorités publiques étrangère de leur autorisation ? Même si l'intention première devait être de viser la législation française, en l'état, la lettre du texte n'écarte pas l'application d'une autorisation administrative préalable étrangère.

Ces autorisations réglementaires conditionnent l'ouverture de l'offre. En ce sens, elles se distinguent des conditions suspensives de la clôture de l'offre qui couvrent l'obtention de l'autorisation de l'autorité de concurrence compétente dans le domaine du contrôle des concentrations qui sera abordée dans une deuxième partie.

1.1. Les inconvénients liés au caractère préalable à l'ouverture de l'offre

La difficulté principale réside dans l'interdiction faite aux investisseurs de réaliser l'opération avant d'avoir obtenu l'autorisation des autorités compétentes. Les autorisations sont des conditions préalables à la réalisation de l'investissement et à l'ouverture de l'offre. Le projet d'offre déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers doit obligatoirement contenir les conditions d'ouverture de l'offre et notamment le type d'autorisation préalable requise.

Compte tenu de la confidentialité des offres et de leur influence sur le cours des titres sur le marché, l'initiateur d'une offre n'a, en pratique, pas d'autre choix que de déposer les demandes d'autorisations concomitamment au dépôt du projet d'offre publique.

Ces autorisations sont, de manière générale, requises lorsque la société cible exerce son activité dans certains secteurs déterminés ou lorsque l'initiateur de l'offre est établi à l'étranger. Le plus souvent, il s'agit du secteur financier et de celui des investissements étrangers en France¹⁸⁸.

Il en est ainsi dans le secteur bancaire et le secteur des assurances, dans lesquels une autorisation des autorités compétentes est requise.

L'article 2.1 du Règlement du comité de la réglementation bancaire et financière n° 96-16 du 20 décembre 1996 modifié par l'arrêté du 2 novembre 2009 soumet toute opération de prise ou d'augmentation de participation par une personne dans une entreprise d'investissement à l'autorisation préalable de l'Autorité de contrôle prudentiel lorsque « *(i) la fraction des droits de vote détenus par cette ou ces personnes passe au-dessus ou en dessous du dixième, du cinquième, du tiers ou de la moitié ou (ii) l'entreprise assujettie devient, ou cesse d'être, la filiale de cette ou ces personnes* ». De la même manière, les articles R. 322-11-1 et R. 322-11-2 du code des assurances prévoient un dispositif analogue lorsque la société cible est une entreprise d'assurance.

Le secteur de la presse est également assujéti à une telle réglementation. Aux termes de l'article 7 de la loi du 1^{er} août 1986, les étrangers ne peuvent procéder à une acquisition « *ayant pour effet de porter directement ou indirectement, leur part à plus de vingt pour cent du capital social ou des droits de vote d'une entreprise éditant une publication de langue française* ». Ici, l'interdiction est totale lorsque l'investisseur n'est pas un ressortissant de l'Union européenne ou d'un État ayant conclu un engagement international avec la France comportant une clause de réciprocité.

En matière d'investissements étrangers, l'article L. 151-3 du code monétaire et financier prévoit que « *les investissements étrangers dans une activité en France, qui, même à titre occasionnel, participe à l'exercice de l'autorité publique ou relève de certains domaines réputés sensibles* », sont soumis au régime de l'autorisation préalable du ministre de l'Économie.

Dans tous les cas, ces autorisations offrent aux autorités publiques un large pouvoir d'appréciation et de contrôle sur les offres publiques d'achat.

L'une des difficultés de ces autorisations préalables réside en effet dans le traitement réservé, par les autorités compétentes, à ces demandes d'autorisation. « *Une chose est la réglementation, une autre la manière dont on l'applique*¹⁸⁹ ».

Les autorités publiques françaises ont toujours été soucieuses de protéger leur économie et surveillent les offres publiques déposées par des entreprises étrangères en vue d'acquiescer des sociétés françaises. Certaines offres sont, à ce titre, à l'origine de la réglementation française en matière d'investissements étrangers réalisés en France.

Certaines OPA non sollicitées, dont les initiateurs étaient étrangers, ont conduit le gouvernement français à présenter un décret destiné à contrôler plus efficacement les investissements étrangers réalisés dans certains secteurs sensibles de l'économie. Le 31 décembre 2005, le « Décret anti-OPA » était publié. Tout investissement étranger intervenant dans certains secteurs jugés sensibles devait désormais faire l'objet d'une autorisation préalable. Parce qu'il s'agit de secteurs jugés « sensibles », il existe toujours un risque d'« instrumentalisation »¹⁹⁰ de la réglementation par les autorités compétentes pour délivrer leurs autorisations.

Les autorités compétentes influent largement le déroulement de l'offre notamment parce que le délai pendant lequel les

187 Article 231-32 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

188 V. notamment, Pierre-Henri Conac, « *L'offre publique d'acquisition conditionnelle* », Droit bancaire et financier, in Mélanges AEDBF-France, IV, p. 105.

189 Alain Viandier, « *OPA, OPE et autres offres publiques* », 4^e éd. F. Lefebvre, n° 121, p. 27.

190 Alain Viandier, « *OPA, OPE et autres offres publiques* », 4^e éd. F. Lefebvre, n° 121, p. 27.

autorisations peuvent être données peut varier selon que les pouvoirs publics sont ou non favorables à la réalisation de l'opération en cause. L'ouverture de l'offre peut ainsi se voir retardée¹⁹¹ et les investisseurs découragés.

En amont, les pouvoirs publics peuvent également user de leur influence afin d'inciter les actionnaires à ne pas donner de suite favorable à l'offre ou menacer les investisseurs de mettre en œuvre la réglementation française afin de bloquer la réalisation de l'opération. Dans le cadre de l'offre publique d'achat envisagée par l'américain Danaher sur la société française Ingenico, le gouvernement français avait ainsi, selon les articles de presse, demandé à l'un des actionnaires importants dont l'État possédait une participation dans le capital, de ne pas vendre sa participation à l'initiateur¹⁹². Certains actionnaires importants ont finalement refusé l'offre, estimant le prix insuffisant. Prix insuffisant ou pression du gouvernement, cette offre n'a jamais été déposée¹⁹³.

Dans l'offre inamicale lancée par Sanofi sur Aventis¹⁹⁴, l'État français semble également être intervenu afin de protéger le laboratoire français d'une prise de contrôle étrangère. En effet, à la suite de l'offre déposée par Sanofi, le laboratoire suisse Novartis a fait connaître son intention d'examiner la possibilité d'un rapprochement avec la société Aventis. Le gouvernement aurait alors « *laisser planer la menace d'un recours à l'article L. 151-3 du code monétaire et financier, qui [soumettait] à l'autorisation préalable du gouvernement les investissements directs de groupes n'appartenant pas à l'Union européenne, s'ils [étaient] de nature à créer des risques sérieux pour la santé publique* »¹⁹⁵. L'opération se réalisera finalement avec Sanofi. Ici encore, l'influence des autorités publiques a, semble-t-il, joué un rôle important dans le déroulement de l'opération.

La réglementation française a également été critiquée par les autorités communautaires qui avaient qualifié la réglementation française de « *discriminatoire voire protectionniste* » et contraire au principe communautaire de libre circulation des capitaux¹⁹⁶. En conséquence, cette réglementation a été modifiée par le décret du 7 mai 2012 n° 2012-691 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation qui a supprimé de la liste des secteurs contrôlés les casinos et qui définit avec plus de précision les secteurs devant encore faire

l'objet d'une autorisation préalable. Malgré cet assouplissement, les pouvoirs publics conservent aujourd'hui encore un pouvoir d'appréciation non négligeable.

En outre, ces procédures ralentissent le déroulement des offres publiques généralement caractérisées par leur rapidité. Concernant les investissements étrangers en France, d'aucuns ont fait remarquer que « *la position de l'administration face à cette (nouvelle) réglementation inquiète notamment les investisseurs étrangers qui redoutent que les acquisitions en France par des groupes étrangers soient bloquées alors que les entreprises françaises sont très actives dans les acquisitions à l'étranger* »¹⁹⁷.

Cela est d'autant plus marqué dans l'hypothèse d'une offre hostile. L'initiateur est seul pour défendre son opération et convaincre les autorités compétentes de son bien-fondé et de la préservation des intérêts nationaux. La demande d'autorisation est unilatérale et les informations, notamment concernant la cible, peuvent être difficiles à obtenir. Le dossier sera moins complet et le délai d'instruction ne commencera à courir qu'à compter de la réception de l'ensemble des informations¹⁹⁸ et pièces requises. La société cible pourra mettre à profit ce délai pour organiser sa défense. De la même manière, l'annonce de l'offre pourra susciter un intérêt chez les concurrents qui peuvent ainsi plus aisément préparer leur propre projet d'offre.

Quoi qu'il en soit, une réflexion est actuellement en cours afin de faire éventuellement évoluer la réglementation française des offres publiques en vue de permettre aux organes sociaux des sociétés cotées, et plus particulièrement le conseil d'administration, de mieux résister aux offres publiques hostiles.

Lorsque l'offre est amicale, le risque est moins grand dans la mesure où les parties joignent au dossier leurs accords sur les modalités et les conditions de l'opération envisagée. Les deux entreprises œuvrent ensemble pour « *convaincre le marché et l'ensemble de leurs parties prenantes du bien-fondé de l'opération* »¹⁹⁹. Pour autant, même dans cette hypothèse, le combat peut être difficile compte tenu de l'attitude « *conservatrice de l'opinion à l'égard des investissements étrangers en France* »²⁰⁰. Il n'en demeure pas moins qu'il est plus facile de convaincre et de défendre une opération lorsque tous les intervenants agissent ensemble pour la défense d'un même objectif.

Solvay devait donc tenir compte de ces contraintes et de ces délais dans la préparation et la réalisation de son opération qui a toutefois été facilitée par son caractère amical.

1.2. Le déroulement de l'offre publique Rhodia-Solvay

L'offre publique lancée sur Rhodia était soumise à deux autorisations préalables. L'autorisation préalable requise au

191 V. notamment, l'OPA lancée par la Compagnie d'assurance italienne Generali sur la Compagnie du Midi pour laquelle le Comité des établissements de crédit a mis plus de trois mois pour accorder l'autorisation requise ; À l'inverse, V. notamment, l'OPA lancée par Marceau Investissement sur la Société Générale, dans le cadre de laquelle le Comité des établissements de crédit a accordé l'autorisation quelques jours seulement après la demande.

192 Les Echos, 20 décembre 2010, « *L'État s'oppose à la vente d'Ingenico à l'américain Danaher* ».

193 Le Figaro, 19 décembre 2010, « *L'État trouve la parade au rachat d'Ingenico* », affirme qu'« *en réalité, selon [leurs] informations, cette décision aurait été prise en grande partie sous la pression du gouvernement (...) et l'Élysée aurait demandé à Eric Besson le ministre de l'Industrie, d'intervenir pour trouver la parade à cette tentative de rachat. Ce dernier [aurait] pris contact avec le PDG de Safran pour obtenir toutes les garanties concernant Ingenico* ».

194 D&I numéro 204C0127 « *dépôt d'un projet d'offre publique* », 26 janvier 2004.

195 Les Echos, 25 mars 2004, « *Aventis : le gouvernement affiche en coulisse son hostilité au suisse Novartis* ».

196 Communications de la Commission européenne IP/06/1353 et IP/06/438 critiquant la conformité du régime français au droit de l'Union européenne et plus précisément au droit d'établissement et au principe de la libre circulation des capitaux.

197 Eyal Chvika, « *Aménagement du contrôle des investissements étrangers dans les secteurs stratégiques en France* », D. 2006, p. 218.

198 Notamment la répartition du capital de la cible avant et après la prise de contrôle : article 4 de l'arrêté du 7 mars 2003.

199 Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, « *Information et communication dans les offres publiques* » in Guy Canivet, Didier Martin et Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », éd. Litec, 2009, p. 558.

200 *Ibid*, donnant l'exemple de l'offre publique d'achat amicale lancée par la société Hong Kong SA Watson sur la société Marionnaud.

titre de la réglementation bancaire et celle requise au titre de la réglementation sur les investissements étrangers réalisés en France.

Une autorisation est généralement nécessaire lorsque l'initiateur prend le contrôle de la société cible ou une part significative de son capital social ou de ses droits de vote. Or, il convient de noter que préalablement à la réalisation d'une offre publique d'achat, rien ne permet d'affirmer de manière certaine que l'initiateur obtiendra, à l'issue de l'offre, le contrôle ou une participation significative du capital de la société cible. En effet, en dehors de tout engagement des actionnaires d'apport des titres à l'offre, l'initiateur n'est pas assuré de prendre le contrôle de la société. Il apparaît donc paradoxal de considérer que le critère de prise de contrôle ou de détention d'une participation dans le capital de la société cible soit rempli alors même que l'opération n'a pas encore été réalisée et que la condition n'est finalement pas encore remplie au jour de la demande d'autorisation.

Cette circonstance s'impose en réalité eu égard au principe d'irrévocabilité des offres publiques. Une fois déposée, l'offre ne peut en principe pas être révoquée par son auteur²⁰¹. Il est possible de qualifier ces prises de contrôle de prises de contrôle potentielles mais irréversibles en vertu de ce principe. Il est donc indispensable, afin que l'opération ne se réalise pas en contravention avec la législation, d'exiger que les autorisations soient obtenues avant la réalisation définitive de l'opération.

L'application de la réglementation française sur les investissements étrangers nécessite de tenir compte de deux critères.

D'une part, toute offre publique d'achat, qui permet à l'initiateur de franchir certains seuils²⁰², entre dans le champ d'application du texte relatif à l'autorisation préalable. L'offre publique d'achat lancée par Solvay, société dont le siège social est établi en Belgique, sur Rhodia, société dont le siège social est établi en France, visait l'ensemble des titres composant le capital de Rhodia et devait donc permettre, à ce titre, à l'initiateur, de prendre le contrôle de la société cible.

D'autre part, seuls certains secteurs jugés « sensibles » sont soumis à autorisation préalable. Le domaine contrôlé a fait l'objet d'une modification par la loi du 9 décembre 2004 de simplification du droit²⁰³. Un décret en Conseil d'État est venu apporter des précisions et définir les secteurs contrô-

lés²⁰⁴. À l'origine, entraient dans le champ d'application de la réglementation les secteurs des jeux d'argent, les activités réglementées de sécurité privée, les activités de nature à mettre en cause l'ordre public, la sécurité publique ou la santé publique et les secteurs ayant trait à la défense nationale et aux armes et explosifs²⁰⁵. Désormais, sont notamment concernés, les secteurs des jeux d'argent (à l'exception des casinos), de la défense, des technologies duales, de la cryptologie, de l'interception des communications, de la production d'antidotes et de la sécurité des systèmes d'information²⁰⁶.

Plus particulièrement, les « activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale²⁰⁷ » sont visées par la réglementation.

Or, Rhodia est considérée comme un « opérateur d'importance vitale » au sens de l'article L. 1332-1 du code de la défense et est à ce titre « dépositaire de secrets de la défense²⁰⁸ », notamment parce qu'elle est « partie à certains contrats conclus avec une entreprise fournisseur du ministère de la défense²⁰⁹ ».

L'offre publique Solvay-Rhodia constituait donc un investissement étranger réalisé en France devant être soumis à l'autorisation préalable du ministre de l'Économie et des Finances.

S'agissant du secteur bancaire, toute opération de prise ou d'augmentation de participation par une personne dans une entreprise d'investissement est soumise à l'autorisation préalable de l'Autorité de contrôle prudentiel lorsque « (i) la fraction des droits de vote détenus par cette ou ces personnes passe au-dessus ou en dessous du dixième, du cinquième, du tiers ou de la moitié ou (ii) l'entreprise assujettie devient, ou cesse d'être, la filiale de cette ou ces personnes²¹⁰ ».

La note d'information de Solvay indiquait qu'« en cas de succès de l'offre, l'initiateur contrôlerait indirectement Orbéo, qui [était] une société commune détenue à parts égales par Rhodia Energy (filiale de Rhodia) et Société Générale Énergie (filiale de Société générale) (...) ayant le statut d'entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel ». Cette information était également indiquée dans le document de référence 2009 de Rhodia qui mentionnait que la société Orbéo avait « le statut d'entreprise d'investissement et [était], à ce titre, agréée par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement²¹¹ ».

L'offre publique devait donc être, préalablement à son ouverture, autorisée par l'Autorité de contrôle prudentiel.

En conséquence, le projet d'offre publique d'achat lancée par Solvay sur Rhodia indiquait qu'« à la date de la présente note

201 Cf *infra*.

202 La notion d'investissement au sens de cet article est définie à l'article R. 153-1 du code de monétaire et financier pour ce qui est des investissements étrangers en provenance de pays tiers et à l'article R. 153-3 du même code pour ce qui est des investissements en provenance des États membres de la Communauté européenne. Il s'agit, dans le premier cas, du fait pour un investisseur « 1° Soit d'acquérir le contrôle, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, d'une entreprise dont le siège social est établi en France ; 2° Soit d'acquérir tout ou partie d'une branche d'activité d'une entreprise dont le siège social est établi en France ; 3° Soit de franchir le seuil de 33,33 % de détention du capital ou des droits de vote d'une entreprise dont le siège social est établi en France ». Concernant les investissements en provenance des États membres de la Communauté européenne, l'article R. 153-3 ne fait référence qu'aux deux premières situations envisagées par l'article R. 153-1.

203 V. notamment, Eyal Chvika, « Aménagement du contrôle des investissements étrangers dans les secteurs stratégiques en France », D. 2006 ; p. 218 ; Geoffroy de Vries, « Investissements étrangers en France : le nouveau régime issu du décret du 30 décembre 2005 », JCP E n° 22, 1^{er} juin 2006, p. 1849.

204 Articles R. 153-2 9° et R. 153-2 11° (par renvoi) du code monétaire et financier.

205 Décret n° 2003-196 du 7 mars 2003 réglementant les relations financières avec l'étranger.

206 Articles 2 et 6 du décret n° 2012-691 du 7 mai 2012.

207 Article R. 153-2 du code monétaire et financier.

208 Note d'information relative à l'offre publique d'achat portant sur les actions de Rhodia initiée par la société Solvay ayant reçu le visa n° 11-148 en date du 10 mai 2011.

209 L'Echo, 11 mai 2011, « Les secrets défense » de Rhodia.

210 Article 2.1 du Règlement du comité de la réglementation bancaire et financière n° 96-16 du 20 décembre 1996 modifié par l'arrêté du 2 novembre 2009.

211 Document de référence de Rhodia pour 2009, p. 95.

*d'information, l'ouverture de l'offre [était], en vertu des dispositions de l'article 231-32 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, subordonnée à l'obtention de l'autorisation préalable du ministère de l'économie conformément à l'article L. 151-3 du code monétaire et financier relatif aux investissements étrangers réalisés en France (...) et à l'obtention de l'autorisation préalable de l'Autorité de contrôle prudentiel conformément à l'article 2 du règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière n° 96-16 du 20 décembre 1996 relatif aux modifications de situation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille*²¹² ».

Le projet d'offre publique d'achat a été déposé le 6 avril 2011 auprès de l'Autorité des marchés financiers et l'offre n'a été ouverte que le 15 juin 2011. Les demandes d'autorisation ayant été déposées auprès des autorités compétentes le 5 avril 2011, l'ouverture de l'offre ne pouvait intervenir qu'après l'obtention de ces autorisations, soit au plus tard deux mois après la réception du dépôt du dossier complet²¹³. Cependant, tant le ministre de l'Économie que l'Autorité de contrôle prudentiel peuvent demander des compléments d'information à l'initiateur de l'offre et ainsi suspendre le délai de deux mois imparti à l'autorité pour accorder ou refuser l'autorisation.

L'opération en cause a reçu un accueil favorable des autorités françaises, l'Autorité des marchés financiers publiant son ouverture le 14 juin 2011 après avoir obtenu les autorisations nécessaires : « *L'Autorité des marchés financiers a reçu les autorisations préalables requises par la législation en vigueur (à savoir l'autorisation du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, requise par l'article L. 151-3 du code monétaire et financier relatif aux investissements étrangers réalisés en France, obtenue le 10 juin 2011, et l'autorisation de l'Autorité de contrôle prudentiel, obtenue le 27 mai 2011) (...) en conséquence, en application des articles 231-32 et 232-2 du règlement général, l'offre publique d'achat sera ouverte le 15 juin 2011*²¹⁴ ».

2. La problématique des conditions préalables à la clôture de l'offre

« *Le dépôt (d'un projet d'offre) est effectué par lettre adressée à l'AMF garantissant, sous la signature d'au moins un des établissements présentateurs, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur*²¹⁵ ».

En vertu du principe d'irrévocabilité des offres publiques, il est, par principe, interdit de conditionner une offre à la réalisation de certains événements. Ce principe est l'un des plus anciens de la réglementation boursière et a pour objectif principal la protection du marché et des actionnaires. Il s'agit d'assurer la stabilité et la sécurité juridique du marché boursier en empêchant que le fonctionnement du marché puisse être perturbé par la volonté unilatérale et discrétionnaire de

l'initiateur d'une offre publique de se rétracter. Ce principe d'irrévocabilité de l'offre prend effet à compter du moment où l'offre est jugée conforme à la réglementation boursière par l'Autorité des marchés financiers²¹⁶. L'offre ne peut en principe pas être révoquée par son auteur pendant le délai laissé à ses destinataires pour accepter ou refuser l'offre.

Il est toutefois aujourd'hui admis que ce principe ne puisse être assorti d'un caractère absolu. Il est, en effet, apparu nécessaire de concilier les objectifs du droit boursier avec les impératifs d'autres domaines. La réalité de la pratique et les réglementations étrangères ont conduit le législateur à assouplir le principe et permettre aujourd'hui à l'initiateur d'une offre publique d'assortir celle-ci de conditions.

Il en est ainsi dans le domaine du droit de la concurrence. Il peut apparaître difficile de concilier les objectifs du droit de la concurrence avec ceux du droit boursier. En effet, le droit de la concurrence impose parfois l'obtention d'une autorisation des autorités de concurrence portant sur certaines opérations. Le droit de la concurrence doit trouver un équilibre et « *une voie permettant de concilier l'effet bloquant, indispensable au maintien du statu quo concurrentiel, et la nécessité de ne pas retarder indéfiniment le déroulement d'une offre*²¹⁷ ».

2.1. Un régime dérogatoire au principe d'irrévocabilité des offres

Avant la loi NRE du 15 mai 2001²¹⁸, le contrôle français des concentrations était facultatif. Sous l'impulsion du droit communautaire, toute opération de concentration doit aujourd'hui obligatoirement être notifiée à l'autorité de concurrence compétente avant sa réalisation²¹⁹. La définition française de la notion de concentration a été alignée sur celle du droit communautaire. Il y a concentration lorsque, notamment, « *deux ou plusieurs entreprises antérieurement indépendantes fusionnent* », ou « *lorsqu'une ou plusieurs personnes, détenant déjà le contrôle d'une entreprise au moins, ou lorsqu'une ou plusieurs entreprises acquièrent, directement ou indirectement, que ce soit par prise de participation au capital ou achat d'éléments d'actifs, contrat ou autre moyen, le contrôle de l'ensemble ou de parties d'une ou plusieurs autres entreprises*²²⁰ ».

L'offre publique d'achat, en ce qu'elle permet potentiellement à l'initiateur de l'offre de prendre le contrôle de la société cible, est soumise au contrôle des concentrations et doit être autorisée par les autorités compétentes en la matière.

Les concentrations de dimension communautaire, qui affectent le marché intracommunautaire²²¹, relèvent de la compétence de la Commission européenne, les concentrations de

212 Note d'information relative à l'offre publique d'achat portant sur les actions de Rhodia initiée par la société Solvay ayant reçu le visa n° 11-148 en date du 10 mai 2011.

213 Article R. 153-8 du code monétaire et financier et article 2.1 Règlement du comité de la réglementation bancaire et financière n° 96-16 du 20 décembre 1996 modifié par l'arrêté du 2 novembre 2009.

214 D&I numéro 211C0938 « *Ouverture de l'offre publique d'achat visant les actions de la société* », 14 juin 2011.

215 Article 231-13 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

216 Pierre-Henri Conac, « *L'offre publique d'acquisition conditionnelle* », Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France, IV, p. 87.

217 Guy Canivet, Didier Martin et Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », éd. Litec, 2009, p. 188.

218 Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles réglementations économiques.

219 Article L. 430-3 du code de commerce et article 4.1 du règlement (CE) n° 139/2004 du 20 janv. 2004.

220 Article L. 430-1 du code de commerce.

221 Par principe, le marché communautaire est affecté, lorsque le chiffre d'affaires total réalisé sur le plan mondial par l'ensemble des entreprises concernées représente un montant supérieur à 5 milliards d'euros, et que le chiffre d'affaires total réalisé individuellement dans l'Union par au moins

dimension nationale, qui n'affectent que le marché français²²², relèvent de la compétence de l'Autorité de la concurrence.

L'initiateur de l'offre doit notifier son offre à l'autorité de concurrence compétente lorsque les parties « *sont en mesure de présenter un projet suffisamment abouti pour permettre l'instruction du dossier et notamment lorsqu'elles ont conclu un accord de principe, signé une lettre d'intention ou dès l'annonce d'une offre publique* »²²³. L'autorité de concurrence compétente dispose ensuite d'une première phase (en général cinq semaines) pour se prononcer sur l'opération de concentration à compter de la notification faite.

À l'origine, l'offre publique ne pouvait être ouverte qu'après l'obtention des autorisations des autorités de concurrence compétentes. En 1986, ce dispositif a été abandonné afin de tenir compte des impératifs du droit boursier. L'offre pouvait être ouverte avant même d'avoir été soumise aux autorités de concurrence. Cette possibilité, toujours en vigueur, constitue la principale différence avec la condition préalable à l'ouverture de l'offre.

L'initiateur d'une offre avait donc le choix. Il lui était possible de soumettre l'opération au contrôle des autorités de la concurrence avant ou après le dépôt du projet d'offre. Cette faculté permettait d'éviter le risque de refus des autorités compétentes après la clôture de l'offre qui pouvait contraindre l'initiateur à céder, à l'issue de l'opération, les titres acquis.

En effet, en décidant de soumettre l'opération aux autorités de concurrence avant sa réalisation, l'initiateur ne prenait aucun risque et pouvait librement renoncer à l'acquisition envisagée dans l'hypothèse d'un refus des autorités de la concurrence ou d'une autorisation soumise à certaines conditions notamment de désinvestissement. Cette faculté présentait néanmoins l'inconvénient d'une procédure longue et dangereuse pour l'initiateur notamment dans le cas d'une offre hostile.

Comme nous l'avons vu pour les conditions préalables à l'ouverture de l'offre, la durée pendant laquelle les autorités de concurrence examinaient l'opération, pouvait permettre à la société cible d'organiser sa défense afin de faire échouer l'offre. Il existait également un risque de dépôt d'un projet

d'offre de la part d'un concurrent avant même que l'initiateur n'ait lui-même déposé son projet²²⁴.

Une autre voie consistait, pour l'initiateur, à déposer son projet d'offre publique et à soumettre, dans le même temps, l'opération aux autorités de concurrence compétentes. L'offre publique d'achat pouvait donc être réalisée alors même que l'opération n'avait pas encore été autorisée. Cette circonstance facilitait la réalisation des offres publiques d'achat et la célérité nécessaire à ces opérations.

Pour autant, il était possible que l'autorité de concurrence compétente déclare finalement que l'offre était constitutive d'une entrave à la concurrence effective sur le marché. Or, en vertu du principe d'irrévocabilité des offres, l'initiateur ne pouvait renoncer à son offre et si l'entreprise avait déjà acquis les titres de la société cible, comme le droit le permettait, elle pouvait se voir contrainte de revendre les actions acquises en risquant de perdre, notamment, la prime de contrôle qu'elle avait dû payer. Le risque était donc grand, pour l'initiateur d'une offre publique d'achat, de se voir contraint de procéder à un « désinvestissement »²²⁵. L'initiateur supportait donc l'entière responsabilité d'une éventuelle décision défavorable de l'autorité de concurrence.

En définitive, l'initiateur d'une offre publique d'achat avait deux options présentant chacune un risque : retarder le déroulement de l'opération et prendre ainsi le risque de la voir échouer, ou déposer un projet d'offre et prendre le risque de se voir contraint de céder les titres acquis. La législation ne permettait pas de prévoir une condition suspensive dans le projet d'offre.

Ce refus du droit français de conditionner le succès d'une offre à l'obtention des autorisations requises a perduré jusqu'en 2002. Cette situation, que certains auteurs ont qualifié de « *scénario catastrophe* »²²⁶, s'est présentée dans les affaires Schneider/Legrand et Tetra Laval/Sidel qui ont eu pour conséquence d'entraîner une évolution de la réglementation.

Dans ces deux affaires qui concernaient des offres publiques d'achat, la Commission européenne avait rendu des décisions défavorables alors même que les opérations avaient déjà été réalisées²²⁷. Les entreprises en cause s'étaient donc retrouvées dans l'obligation de « défaire » l'opération par la revente des titres acquis²²⁸.

Cette situation très inconfortable pour les initiateurs des offres et l'influence des législations étrangères ont conduit le législateur à réagir face à cette mauvaise interaction entre le droit boursier et le droit de la concurrence. Le droit français était, à ce titre, en retard, eu égard à de nombreuses législations étrangères qui permettaient de conditionner une offre à

deux des entreprises concernées représente un montant supérieur à 250 millions d'euros. Lorsque la concentration n'atteint pas ces seuils, elle reste de dimension communautaire si, (i) le chiffre d'affaires total réalisé sur le plan mondial par l'ensemble des entreprises concernées représente un montant supérieur à 2,5 milliards d'euros, (ii) dans chacun d'au moins trois États membres, le chiffre d'affaires total réalisé par toutes les entreprises concernées est supérieur à 100 millions d'euros et (iii) dans chacun d'au moins trois États membres, le chiffre d'affaires total réalisé individuellement par au moins deux des entreprises concernées est supérieur à 25 millions d'euros, et si, (iv) le chiffre d'affaires total réalisé individuellement dans l'Union par au moins deux des entreprises concernées représente un montant supérieur à 100 millions d'euros.

222 Par principe, le marché français est affecté lorsque, (i) le chiffre d'affaires total mondial hors taxes de l'ensemble des entreprises ou groupes de personnes physiques ou morales parties à la concentration est supérieur à 150 millions d'euros, (ii) le chiffre d'affaires total hors taxes réalisé en France par deux au moins des entreprises ou groupes de personnes physiques ou morales concernés est supérieur à 50 millions d'euros et (iii) l'opération n'entre pas dans le champ d'application du règlement (CE) n° 139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations entre entreprises.

223 Article L. 430-3 du code de commerce.

224 V. notamment, Pierre-Henri Conac, « *L'offre publique d'acquisition conditionnelle* », Droit bancaire et financier, in Mélanges AEDBF-France, IV, p. 91.

225 Pierre Arhel, « *Concentration* », Répertoire de droit commercial.

226 Guy Canivet, Didier Martin et Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », *op. cit.*, p. 193.

227 Décision de la Commission, 10 oct. 2001, Aff. Comp/M.2283, Schneider/Legrand ; décision de la Commission, 30 oct. 2001, Aff. Comp/M.2416, Tetra Laval/Sidel.

228 Il convient de préciser que les décisions de la Commission ont ensuite été annulées par le TPICE, 22 oct. 2002, aff. T-310/01 et T-70/02 et TPICE, 22 oct. 2002, aff. T 5/02 et T 80/02 et que la Commission a été condamnée à indemniser le groupe Schneider pour avoir empêché, à tort, son rapprochement avec la société Legrand.

l'accord des autorités de concurrence²²⁹. Il était nécessaire d'autoriser la soumission d'une offre publique d'achat à la condition suspensive d'obtention des autorisations des autorités de concurrence compétentes. Cette entrave au principe d'irrévocabilité des offres était justifiée par la protection de l'ensemble des intérêts en présence. En effet, autoriser la soumission d'une offre publique d'achat à la réalisation de la condition suspensive permettait de protéger (i) l'initiateur de l'offre du risque de devoir désinvestir à moindre prix, (ii) la société du risque de déstabilisation de sa structure, et enfin (iv) le marché dans la mesure où cette nouvelle faculté avait l'avantage de faciliter et d'encourager les opérations sur le marché²³⁰.

Le Règlement général du Conseil des marchés financiers a donc été modifié par un arrêté du 15 novembre 2002 afin de tenir compte de ces lacunes²³¹.

La nouvelle législation a abandonné le principe absolu d'irrévocabilité des offres et a permis de conditionner l'offre publique d'achat à l'autorisation des autorités de la concurrence. Le Règlement prévoyait ainsi que « *si le projet d'offre publique [faisait] l'objet, au titre du contrôle des concentrations, d'une notification à la Commission européenne, au ministre de l'Économie, à l'autorité compétente à cet égard d'un autre État de l'Union européenne ou des États-Unis, l'initiateur de cette offre [pouvait] y stipuler une condition suspensive d'obtention de la décision prévue (...) à l'article L. 430-5 du code de commerce*²³² ». Cette nouvelle mesure permettait donc à l'initiateur d'une offre publique de prévoir une condition suspensive d'obtention de l'accord des autorités de concurrence.

Le législateur a laissé la faculté laissée à l'initiateur d'assortir son offre d'une condition suspensive, était cantonnée aux opérations relevant de la compétence des autorités de contrôle des concentrations (i) communautaires, (ii) françaises, (iii) d'un autre État membre de l'Union européenne ou (iv) des États-Unis d'Amérique. Les opérations qui relevaient de la compétence d'autres pays étrangers ne pouvaient pas être assorties de la condition suspensive d'obtention de l'autorisation dans ces pays.

En tout état de cause, en cas de passage en « phase II », l'offre devient caduque²³³.

Ce nouveau régime n'était pas totalement satisfaisant et continuait à faire peser le risque sur l'initiateur lorsque l'offre était soumise à l'obtention de l'autorisation des autorités de concurrence étrangères. En effet, « *dès lors que la condition*

*suspensive de l'offre [était] levée car les autorisations en considération desquelles elle [avait] été stipulée [étaient] obtenues, la situation [devenait] extrêmement délicate si, à ce moment-là, l'autorisation n'[avait] toujours pas été obtenue dans un ou plusieurs États tiers dont la législation [interdisait] la réalisation de l'opération avant son autorisation*²³⁴ ».

Dans l'hypothèse où la législation de l'État tiers n'interdisait pas la réalisation de l'opération de concentration en dehors de son territoire, les parties pouvaient alors prévoir, pas le biais d'un portage à travers un *trust* ou par la vente de l'activité dans le pays en question, de ne pas réaliser l'opération dans le pays tiers avant d'avoir obtenu l'autorisation requise mais de la réaliser, en revanche, à l'intérieur de l'Union européenne ou aux États-Unis d'Amérique.

La situation était plus dangereuse lorsque le pays tiers en question interdisait la réalisation de l'opération, même en dehors de son territoire²³⁵.

Cette réglementation était une arme efficace contre les offres publiques hostiles. Ainsi, lors de l'offre publique déposée par Mittal en vue de prendre le contrôle d'Arcelor, la cible avait acquis, en cours d'offre, une société de droit canadien qu'elle avait transférée à une fondation de droit néerlandais qui interdisait de céder cet actif, contraignant ainsi l'initiateur à une nouvelle notification auprès des autorités de concurrence canadienne et américaine. La note déposée par Mittal auprès de l'Autorité des marchés financiers prévoyait ainsi que si le commissaire de la concurrence (canadien) contestait « *avec succès cette acquisition par la suite, Mittal Steel aura l'obligation de céder des actifs ou des actions afin de remédier à ces atteintes à la concurrence*²³⁶ ». Mittal ne pouvait conditionner son offre qu'à l'obtention de l'autorisation des autorités de concurrence communautaire et américaine.

En raison de ce type de difficulté, une consultation publique a été lancée par l'Autorité des marchés financiers le 9 décembre 2011 portant notamment sur l'extension de la condition suspensive liée aux procédures de contrôle des concentrations autres qu'européennes et américaines.

Le collège de l'Autorité des marchés financiers a finalement décidé d'étendre aux procédures de contrôle des concentrations relevant d'États autres que la France, l'Union européenne et les États-Unis d'Amérique, la faculté pour l'initiateur d'assortir son offre d'une condition suspensive relative aux autorisations en matière de concurrence visée à l'article 231-11 du Règlement général²³⁷. Le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers a donc été récemment modifié sur plusieurs points et notamment sur la faculté, pour l'initiateur d'une offre publique d'achat, de conditionner le succès de son offre à l'autorisation des autorités de concurrence²³⁸.

229 Par exemple, le droit britannique, le droit américain ainsi que le droit allemand autorisaient la soumission des offres publiques à de telles conditions suspensives.

230 Sur ce point, V. notamment, Pierre-Henri Conac, « *L'offre publique d'acquisition conditionnelle* », *op. cit.*

231 JO, 7 déc. 2002, p. 2023 ; V. notamment, Frédéric Bucher, « *Droit de la concurrence et des offres publiques* », *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} janv. 2003, n° 1, p. 1.

232 Ancien article 5-1-3-3 du Règlement général du Conseil des marchés financiers.

233 Article 231-11 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers paragraphe 3 : « *L'offre est caduque dès lors que l'opération projetée fait l'objet de l'engagement de la procédure prévue à l'article 6-1 c du règlement (CE) n° 139/2004, (Arrêté du 14 juin 2012) « de la procédure prévue à l'article L. 430-5 (III), troisième tiret, du code de commerce » ou de l'engagement d'une procédure de même nature par l'autorité compétente de l'État étranger. L'initiateur fait connaître s'il poursuit l'examen de l'opération projetée avec les autorités ainsi saisies* ».

234 Guy Canivet, Didier Martin et Nicolas Molfessis, « *Les offres publiques d'achat* », *op. cit.*, p. 195.

235 Sur ce point, V. notamment, Didier Théophile, « *Contrôle des concentrations et offres publiques : quelques aspects procéduraires* », *RTDF* n° 3, 2006, p. 84 et s.

236 Note d'information relative à l'offre publique mixte portant sur les actions d'Arcelor initiée par Mittal ayant reçu le visa n° 06-139 en date du 16 mai 2006.

237 Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 déc. 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition, 24 avr. 2012, p. 12.

238 Arrêté du 14 juin 2012 : JO du 11 juil. 2012, p. 11334.

L'affaire Solvay-Rhodia était antérieure à cette réforme et n'a pu en bénéficier.

2.2. L'affaire Solvay-Rhodia, une prise de risque désormais écartée

L'offre publique d'achat lancée par Solvay sur Rhodia entrainait dans le champ d'application de la législation du droit de la concurrence de plusieurs pays. Conformément à ce que prévoyait la législation française, l'offre publique d'achat était réalisée sous condition suspensive d'obtention de l'autorisation par l'autorité américaine compétente en matière de concurrence et de l'autorisation par la Commission européenne : « *l'offre est soumise aux conditions suspensives suivantes : l'obtention de l'autorisation par l'autorité américaine compétente en matière de concurrence à l'expiration de la période d'examen de la demande applicable aux termes du Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act de 1976 et l'obtention de l'autorisation de l'opération par la Commission européenne en application de l'article 6(1)(b) du Règlement CE n° 139/2004* »²³⁹.

L'offre serait donc devenue caduque dans l'hypothèse où ces autorités de concurrence n'auraient pas autorisé l'opération. Ces autorisations ont été accordées²⁴⁰.

Cependant, l'offre devait également obtenir l'autorisation d'autres autorités de la concurrence et en particulier en Chine et en Russie, sans que ces autorisations puissent être des conditions suspensives à l'offre. Solvay prenait un risque.

Comme nous l'avons vu, le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit désormais que « *les dispositions des alinéas précédents (notification des opérations aux autorités de concurrence européennes et américaines) s'appliquent également à un projet d'offre devant faire l'objet d'une notification au titre du contrôle des concentrations auprès d'une autorité compétente étrangère autre que celles précédemment citées, si la procédure suivie aux fins d'obtention de ladite autorisation est encadrée par des délais compatibles avec une durée de dix semaines à compter de l'ouverture de l'offre publique, sauf accord de l'AMF pour proroger le calendrier de l'offre* »²⁴¹.

La recherche du juste équilibre entre impératifs du droit boursier et contraintes du droit de la concurrence a conduit l'initiateur d'une offre à ne pouvoir conditionner son opération à l'obtention des autorisations des autorités de concurrence étrangères pour autant que la procédure prévue dans ces pays ne retarde pas excessivement la réalisation de l'opération. La condition suspensive ne pourra ainsi être valable que si les délais pendant lesquelles les autorisations doivent être données sont « *compatibles avec une durée de dix semaines à compter de l'ouverture de l'offre publique* ». L'Autorité des marchés financiers dispose toutefois d'un pouvoir

d'appréciation lorsque les délais sont plus longs²⁴² et se voit ainsi reconnaître le pouvoir de proroger le calendrier.

À l'origine, l'Autorité des marchés financiers proposait de restreindre la possibilité à un « *test de matérialité, de sorte qu'un initiateur n'invoque une telle condition que pour une procédure antitrust étrangère dont l'issue soit absolument décisive pour la transaction envisagée ou revête une importance matérielle au regard de l'offre* »²⁴³. Le critère proposé résidait dans la notion d'actif essentiel. Il s'agissait de limiter la possibilité de recourir à la condition suspensive aux seuls pays étrangers dans lesquels les opérateurs exerçaient leurs activités principales. L'idée était de ne réserver cette possibilité qu'« *aux situations dans lesquelles l'autorisation en cause [constituait] un véritable enjeu* »²⁴⁴. Ce critère n'a finalement pas été retenu par le collège en raison des difficultés pratiques de sa mise en œuvre. Seul le critère de la compatibilité de la procédure étrangère avec une durée normale de l'offre publique a été retenu.

IV. L'affaire APRR-Eiffarie²⁴⁵

C'est à la suite du franchissement du seuil de 95 % du capital des Autoroutes Paris Rhin Rhône (« **APRR** ») qu'Eiffarie déposa le 30 juillet 2010 auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions APRR en application de l'article L. 433-4 du code monétaire et financier²⁴⁶. Le 8 septembre 2010, l'Autorité rendit une décision de conformité sur ce projet²⁴⁷. Selon le calendrier établi, l'offre devait être ouverte du 10 septembre au 23 septembre 2010, le retrait obligatoire intervenant le 24 septembre 2010²⁴⁸.

Alors que l'offre était en cours, la cour d'appel de Paris a été saisie les 17 et 20 septembre 2010 de deux recours en annulation à l'encontre de la décision de conformité formés par deux actionnaires minoritaires, respectivement le département de Saône-et-Loire (le « **département** ») qui détenait à cette date une participation de 0,025 % du capital et un particulier, Monsieur Z. Le département sollicitait également le même jour le sursis à exécution de cette décision au motif qu'elle aurait des conséquences manifestement excessives. Dans l'attente de l'ordonnance du premier président de la cour d'appel de Paris sur cette demande, l'Autorité des marchés financiers informa le marché que l'offre était prorogée. Par

239 Note d'information relative à l'offre publique d'achat portant sur les actions de Rhodia ayant reçu le visa n° 11-148 en date du 10 mai 2011.

240 D&I numéro 211C1461 « *Calendrier de l'offre publique d'achat visant les titres de la société* », « *L'Autorité des marchés financiers a reçu copie des autorisations de la Federal Trade Commission américaine et de la Commission européenne au titre du contrôle des concentrations, lesquelles ont été octroyées respectivement les 6 mai et 5 août 2011 ; ainsi, l'offre publique n'est plus soumise à la condition suspensive prévue à l'article 231-11 du règlement général* », 5 août 2011.

241 Nouvel article 231-11 al. 4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

242 C'est notamment le cas pour certains régimes comme en Chine ou au Brésil.

243 Autorité des marchés financiers, « *Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition* », 24 avril 2012.

244 *Ibid.*

245 Le cabinet Bredin Prat est le conseil des sociétés Eiffarie et APRR dans cette affaire.

246 Communiqué de l'Autorité des marchés financiers n° 210C0734 du 30 juillet 2010, dépôt d'un projet d'offre publique suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société APRR.

247 D&I n° 210C0881 du 8 septembre 2010 : « *Décision de conformité du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société* ».

248 D&I n° 210C0883 du 9 septembre 2010 : « *Ouverture et calendrier de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société APRR* ».

ordonnance du 7 octobre 2010²⁴⁹, l'offre fut suspendue jusqu'à ce que la cour d'appel ait rendu sa décision au fond, et ce, en raison de l'irréversibilité induite par l'exécution de la décision de conformité litigieuse.

En outre, cette procédure de recours en annulation a donné lieu à deux demandes de transmission de questions prioritaires de constitutionnalité à la Cour de cassation. La première fut déposée par Monsieur Z., le 20 septembre 2010, par laquelle il mettait en cause la conformité de l'article L. 433-4-II du code monétaire et financier à l'article 17 de la Déclaration des droits de l'Homme et du Citoyen en ce qu'il constituerait un cas de vente forcée. Si la cour d'appel, en raison de la théorie de la loi écran ne peut pas se prononcer sur la constitutionnalité du retrait obligatoire, elle a eu l'occasion à plusieurs reprises d'affirmer que ce mécanisme ne portait pas atteinte au droit de propriété garanti par le protocole additionnel à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme. Il résulte en effet d'une jurisprudence bien établie que le transfert de propriété lié à l'obligation faite aux minoritaires de céder leurs actions à l'initiateur de l'offre publique de retrait satisfait à l'intérêt général du bon fonctionnement du marché, dès lors que ce transfert s'opère moyennant une indemnité juste et équitable.²⁵⁰ Ainsi, sans faillir à sa jurisprudence, la cour d'appel rejeta la demande de transmission de Monsieur Z. pour manque de caractère sérieux.²⁵¹

La seconde demande fut formulée par le département à l'appui de laquelle il faisait valoir que l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier méconnaîtrait, d'une part, le principe de libre administration des collectivités territoriales prévu à l'article 72 al. 3 de la Constitution et, d'autre part, serait contraire aux principes d'insaisissabilité et d'inaliénabilité des biens des personnes publiques. La Cour déclara sa demande irrecevable pour tardiveté²⁵² au motif qu'une question prioritaire de constitutionnalité est un moyen²⁵³, et qu'à ce titre, cette dernière ne peut être déclarée recevable plus de quinze jours après le dépôt d'un recours formé devant la cour d'appel de Paris²⁵⁴. En l'espèce le département avait déposé sa demande de transmission le 18 janvier 2010, soit quatre mois après son recours.

Par ailleurs, à l'appui de son recours au fond, le département invoquait à titre principal l'appartenance au domaine public des biens d'une collectivité territoriale et voulait en déduire que la cession forcée de titres détenus par une personne publique à l'occasion du retrait obligatoire portait atteinte au principe d'inaliénabilité de ses biens. La question était donc d'apprécier la domanialité des titres APRR du département. Par arrêt du 17 mars 2011, la Cour considéra que la question soulevée par le département était sérieuse, mais qu'elle relevait de la compétence du juge administratif. Elle décida alors

de surseoir à statuer et de saisir le juge administratif par voie préjudicielle.²⁵⁵

À ce stade de la procédure, l'offre initiée par Eiffarie était toujours suspendue *sine die* jusqu'au prononcé de l'arrêt de la cour d'appel sur le fond. Le calendrier de procédure se prolongea, APRR et Eiffarie ont saisi le 31 mai 2011 le premier président de la cour d'appel de Paris pour obtenir la rétractation de l'ordonnance qui avait suspendu l'offre en octobre 2010. La rétractation était ordonnée le 28 juillet 2011 et il était donné acte à l'Autorité des marchés financiers de ce qu'elle s'engageait, dans l'intérêt du marché et à titre conservatoire, à rouvrir provisoirement l'offre publique de retrait dès que possible pour une durée d'une dizaine de jours de négociation, puis à la rouvrir de nouveau après l'arrêt de la cour d'appel au fond pour une durée d'au moins dix jours de négociation, le retrait obligatoire n'intervenant qu'à l'issue de celle-ci²⁵⁶. La réouverture provisoire de l'offre est ainsi intervenue du 29 août au 9 septembre 2011.

Quelques mois plus tard, le tribunal administratif saisi sur renvoi préjudiciel rejeta la thèse du département considérant que les actions APRR qu'il détenait appartenaient à son domaine privé²⁵⁷. Le département fit appel de ce jugement devant le Conseil d'État qui confirma, et ce, de manière définitive, le jugement attaqué²⁵⁸.

Le juge administratif ayant tranché la question de la domanialité des titres APRR détenus par le département, l'affaire revenait devant la cour d'appel de Paris qui, par arrêt du 29 novembre 2012, rejeta les recours en annulation formés par le département et Monsieur Z. deux ans auparavant. L'offre en conséquence fut rouverte du 4 au 17 décembre 2012, le retrait obligatoire étant intervenu le 18 décembre 2012.

Cette affaire est remarquable dans la mesure où le sursis à exécution d'une décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers n'a trouvé application qu'en de rares occasions à raison de l'engagement pris quasiment systématiquement depuis de nombreuses années par l'Autorité des marchés financiers de proroger l'offre. Mais l'apparition de circonstances nouvelles a permis à Eiffarie et APRR d'obtenir la rétractation du sursis et, en conséquence, la réouverture provisoire de l'offre (1.). Elle contribue également à clarifier le régime juridique des actionnaires publics au sein des sociétés commerciales²⁵⁹ en consacrant l'appartenance au domaine privé de leurs participations dans de telles sociétés et à admettre en conséquence que les principes d'insaisissabilité et d'inaliénabilité des biens appartenant aux personnes publiques ne font pas obstacle à la cession forcée de leurs titres dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (2.).

249 CA Paris, 7 octobre 2010, RG n° 2010/18689 ; Didier Martin, Benjamin Kanovitch et Guillaume Giuliani, « L'affaire APRR-Eiffarie », « *Public M&A – Offres publiques* », RTDF, n° 1/2, 2011, p. 127.

250 CA Paris, 3 juillet 1998, Elyo, Bull. Joly Bourse 1^{er} septembre 1998, n° 5, p. 636 – position confirmée par la Cour de cassation : Cass. com., 12 juillet 2001, Bull. Joly Bourse, VIII 2001, n° 6, p. 541, CA Paris, 16 sept. 2003, n° 200/6255, Bull. Joly Bourse nov. 2003, p. 749, n° 88.

251 CA Paris, 2 novembre 2010, refus de transmission de la question prioritaire de constitutionnalité, RG n° 2010/18707.

252 CA Paris, 9 février 2011, RG n° 2011/00961, ordonnance d'irrecevabilité de la question prioritaire de constitutionnalité.

253 Au sens de l'article 145 du code de procédure civile.

254 Articles R. 621-44 et R. 621-46 I du code monétaire et financier.

255 CA Paris 17 mars 2011, n° RG 2010/18633.

256 Ord. 1^{er} prés. CA Paris, 28 juillet 2011, pôle 5, chambre 5-7, RG n° 2011/10354.

257 Tribunal administratif de Paris, 21 octobre 2011, *Société APRR et société Eiffarie*, n° 1105713 et 1107940.

258 CE, 4 juillet 2012, *Revue juridique de l'économie publique* n° 704, janvier 2013, comm. 4.

259 Gabriel Eckert, « Une collectivité territoriale est-elle un actionnaire ordinaire ? », *Revue juridique de l'économie publique*, n° 704, janvier 2013, comm. 4.

1. La rétractation d'une décision de sursis à exécution en matière d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire

Le département, arguant de l'irréversibilité de la procédure de retrait obligatoire, a sollicité du premier président de la cour d'appel de Paris le sursis à exécution de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers.

Pour motiver une telle requête, le département s'est fondé sur l'article L. 621-30 du code monétaire et financier qui dispose que « la juridiction saisie peut ordonner qu'il soit sursis à l'exécution de la décision contestée si celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives ». Le magistrat donna une réponse positive à sa requête.²⁶⁰

Comme nous l'avons indiqué lors de notre chronique précédente²⁶¹, le sursis à exécution a rarement été ordonné dans des cas d'espèce similaires²⁶². Par le passé, le premier président de la cour d'appel « donnait acte » à l'Autorité des marchés financiers de ce qu'elle s'engageait à proroger l'offre et ne prononçait pas de sursis à exécution²⁶³. Pour la doctrine, cet engagement « s'avère garant des intérêts des actionnaires minoritaires qui peuvent ainsi soit continuer à apporter leurs titres à l'offre, qui demeure ouverte, soit attendre l'issue du recours au fond en conservant la possibilité d'apporter en définitive leurs titres en toute connaissance de cause, sans qu'une situation aux conséquences irréversibles (le retrait obligatoire) ait été créée ».²⁶⁴

Lorsque fut ordonné le sursis à exécution de l'offre, le calendrier de la procédure au fond initiée par les deux minoritaires était arrêté et connu de tous ; selon l'usage, elle ne devait durer que quelques mois, mais des circonstances nouvelles sont apparues la prolongeant de manière indéterminée et indéterminable. En effet, à la suite de l'arrêt de renvoi, APRR et Eiffarie ont été contraintes de déposer elles-mêmes le recours pour question préjudicielle devant le tribunal administratif, alors que le département était demandeur à ce renvoi. Ce dernier n'avait toujours pas déposé de mémoire devant la juridiction administrative de sorte que la procédure engagée devant la cour d'appel était prolongée *sine die* et l'offre publique suspendue de manière indéfinie. Cette situation était préjudiciable pour les minoritaires qui n'avaient pas pu profiter de l'offre publique de retrait avant qu'elle ne soit suspendue. Prisonniers de l'offre initiée, les actionnaires qui avaient besoin d'une liquidité immédiate étaient obligés de vendre leurs actions au prix du marché, prix qui était bien inférieur au prix que proposait Eiffarie dans le cadre de son offre. Ils se retrouvaient ainsi lésés par rapport aux autres minoritaires qui avaient apporté leurs titres à l'offre.

260 Ord. 1^{er} prés. CA Paris, pôle 5, chambre 7, 7 octobre 2010, JurisData n° 2010-025548.

261 Didier Martin, Benjamin Kanovitch, Guillaume Giuliani, « L'Affaire APRR-Eiffarie », « *Public M&A – Offres publiques* », RTDF, n° 1/2, 2011, p. 127.

262 Voir notamment, CA Paris, 1^{er} président, Ord., 6 déc. 1993, Bergé : Dr. Sociétés 1994, comm. 121, obs. H. Hovasse pour un sursis octroyé en matière de décision de publication de sanction. Voir aussi, CA Paris, 6 déc. 2001 : JurisData n° 2001-161975 ; Dr. Sociétés 2002, comm. 100, note Th. Bonneau.

263 Ord. 1^{er} prés. CA Paris, 29 juin 1988, Holophane, JCP E 1988, II, 15337, obs. T. Forschbach ; Ord. 1^{er} prés. CA Paris, 21 mai 1991, Galeries Lafayette, Bull. Joly Bourse 1991, p. 715, § 258, note A. Viandier.

264 Benoît Descours, « *Sursis or not sursis ?* », Bull. Joly Bourse 2010, p. 468.

C'est dans ce contexte particulier que l'Autorité des marchés financiers, à la demande d'Eiffarie et APRR, informa le magistrat saisi de la demande de rétractation que, selon sa pratique habituelle, elle s'engageait à rouvrir l'offre publique de retrait pendant une dizaine de jours de négociations pour la clôturer provisoirement puis à la rouvrir à nouveau après l'arrêt de la cour au fond pour une durée d'au moins dix jours de négociations, le retrait obligatoire n'intervenant qu'à l'issue de celle-ci. Cette solution permettait de ne mettre en œuvre le retrait obligatoire qu'après le prononcé de l'arrêt au fond de sorte qu'aucun actionnaire ne serait dépossédé de ses actions sans que la cour ait au préalable validé la décision de conformité litigieuse.

À la lumière de ces éléments, le juge considéra que cette situation constituait une « *circonstance nouvelle* » au sens de l'article 488 du code de procédure civile²⁶⁵, puisqu'il s'agissait en l'espèce de l'apparition d'une circonstance imprévue et imprévisible pour la cour comme pour les parties lorsque fut rendue l'ordonnance de sursis à exécution le 7 octobre 2010²⁶⁶.

Considérant que la solution proposée par l'Autorité des marchés financiers était protectrice des intérêts des actionnaires minoritaires en ce qu'elle évitait tant la création d'une situation irréversible que la privation d'un droit effectif de recours contre la décision de conformité, le juge ordonna la rétractation de l'ordonnance du 7 octobre 2010 et donna acte à l'Autorité des marchés financiers de ce qu'elle s'engageait, dans l'intérêt du marché, à rouvrir l'offre publique de retrait.

2. L'actionnaire personne publique

La question préjudicielle soumise au tribunal administratif par la cour d'appel était la suivante : « *Les actions ou autres parts et instruments financiers détenus par le département de Saône-et-Loire dans le capital de la société (forme non précisée) APRR sont-ils susceptibles d'aliénation forcée, en l'occurrence sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire ?* »²⁶⁷.

Saisi en ces termes, le tribunal administratif a considéré que les actions en cause n'appartenaient pas au domaine public au motif que les participations financières ultra-minoritaires du département dans le capital d'APRR n'étaient indispensables ni à l'exercice de ses missions de service public ni au contrôle par les autorités publiques de la mission de service public national d'exploitation des autoroutes confiées à APRR. Il s'est en revanche déclaré incompétent pour statuer sur les conséquences à tirer de cette qualification juridique ainsi que sur les autres moyens opposés à la décision de conformité et notamment sur l'application du principe d'insaisissabilité des biens appartenant à une personne publique²⁶⁸.

En appel, le département, ayant renoncé à invoquer l'appartenance au domaine public de ses titres APRR, faisait valoir

265 Article 488 du code de procédure civile : « *L'ordonnance de référé n'a pas, au principal, l'autorité de la chose jugée. Elle ne peut être modifiée ou rapportée en référé qu'en cas de circonstances nouvelles* ».

266 Ord. 1^{er} prés. CA Paris, 28 juillet 2011, pôle 5, chambre 5-7, RG n° 2011/10354.

267 Question posée dans le dispositif de l'arrêt de la cour d'appel du 11 mars 2011.

268 Tribunal administratif de Paris, 21 octobre 2011, *Société APRR et société Eiffarie*, n° 1105713 et 1107940.

que ses actions APRR relevant de son domaine privé ne pouvaient faire l'objet d'une cession forcée à raison de leur insaisissabilité, sauf s'il était démontré que la collectivité locale avait procédé à une opération de déclassement. Le Conseil d'État, à l'instar du tribunal administratif, s'est déclaré incompétent pour se prononcer sur la question de savoir si les titres détenus par une collectivité locale pouvaient faire l'objet d'un retrait obligatoire. Il rappela à cet égard que la juridiction administrative n'était pas saisie d'un acte émanant d'une personne publique et que le contentieux de l'espèce impliquait une décision de l'Autorité des marchés relevant de la seule compétence du juge judiciaire en vertu des dispositions expresses de l'article L. 621-30 du code monétaire et financier.

La procédure de renvoi préjudiciel trouvait ainsi son épilogue, l'arrêt du 4 juillet 2012 du Conseil d'État, statuant en dernier ressort, était définitif.

Dans ces circonstances, la procédure de recours au fond pouvait reprendre et permettre à la cour d'appel de statuer sur les recours en annulation formés par le département et Monsieur Z. plus de deux ans auparavant.

La cour d'appel devait se prononcer sur la question de savoir si les actions détenues par le département pouvaient faire l'objet d'une cession forcée dans le cadre d'une offre publique de retrait. Selon la thèse soutenue par le département, les principes d'insaisissabilité et de libre administration des collectivités territoriales y feraient obstacle. C'est l'occasion pour la cour d'appel de rappeler que le principe d'insaisissabilité à une portée limitée en ce qu'il a vocation à exclure la mise en œuvre des voies d'exécution de droit commun pour obtenir le paiement d'une créance détenue sur une personne publique ; pour autant, il ne s'oppose pas à l'application des procédures d'exécution de droit public²⁶⁹ et n'a jamais empêché l'expropriation pour cause d'utilité publique d'un bien relevant du domaine privé d'une personne publique²⁷⁰. La cour décida en conséquence que ce principe ne saurait faire échec à l'application de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier qui ne fait aucune distinction selon que les titres cotés et soumis à un régime de droit privé, sont détenus par une personne publique ou privée. Le département faisait également valoir que quand bien même les actions APRR relèveraient de son domaine privé, celles-ci ne pourraient faire l'objet d'une aliénation forcée sans une décision de son assemblée délibérative. À cet égard, la cour rappela la portée du principe de libre administration des collectivités territoriales qui n'a vocation qu'à régir les relations entre l'État et les collectivités et entre collectivités, et ne saurait, par là même, faire obstacle à la mise en œuvre du retrait obligatoire qui n'a institué aucune procédure particulière lorsque l'actionnaire minoritaire concerné est une personne publique. La cour condamna cette position et rejeta les recours formés par les minoritaires.²⁷¹

L'arrêt au fond de la cour d'appel étant désormais intervenu, le 3 décembre 2012, l'Autorité des marchés financiers était en mesure d'informer le marché de la réouverture de l'offre du 4 au 17 décembre 2012. Le département, le dernier jour de

l'offre, a déposé une requête aux fins de sursis à exécution de cette « décision » de l'Autorité des marchés financiers du 3 décembre 2012²⁷², le retrait obligatoire étant intervenu le 18 décembre 2012 et les actions APRR radiées d'Euronext le même jour. Suivant une jurisprudence bien établie, le magistrat délégué par le premier président de la cour d'appel rappela que « la « décision » du 3 décembre 2012 ne constituait, en réalité, qu'un simple avis donné au marché sur le calendrier de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire [...] cet avis, simple mesure d'application de la décision de conformité, n'est donc pas susceptible de faire grief aux requérants. »²⁷³ et déclara irrecevable, le 15 janvier 2013, la requête déposée par le département.

Cette affaire n'a pourtant pas encore atteint son point d'achèvement, puisque le département de Saône-et-Loire a formé un pourvoi en cassation à l'encontre de l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 29 décembre 2012. ■

269 CE sect., 18 nov. 2005, n° 271898, Sté fermière de Campoloro, JurisData n° 2005-069227.

270 CE, 6 août 1910, Maraumont, Rec. CE p. 717 ; CE, 27 nov. 1970, Bizière, D. 1972, p. 25, note Tagourdeau.

271 CA Paris, 29 novembre 2012, RG n° 2010/18633.

272 D&I n° 212C1595 du 3 déc. 2012 : « Réouverture de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société ».

273 CA Paris, 3 avril 2001, Mines de Kali Sainte-Thérèse ; CA Paris, 4 juillet 2006, Hyparlo.

Loyauté du dirigeant à l'égard des associés au regard des opportunités d'affaires

Didier Poracchia

Professeur à l'Université d'Aix Marseille
Directeur de l'Institut de droit des affaires

Cass. com., 18 déc. 2012, n° 11-24.305

L'acceptation des fonctions de dirigeant n'implique pas la volonté d'être lié par une clause de non-concurrence statutaire.

Cass. com., 10 juillet 2012, n° 11-20.268

Le dirigeant de toute société doit non seulement être compétent et diligent, il doit encore être loyal. Cette obligation de loyauté (et de fidélité du moins à l'égard de la société, Cass. com., 15 nov. 2011, n° 10-15.049, D. 2011, Bull. Joly Sociétés 2012, p. 112, note H. Le Nabasque, Dr. sociétés 2012, p. 21, note M. Roussille, D. 2012, p. 134, note Th. Favario, JCP E, n° 50, note A. Couret et B. Dondero, Gaz. Pal. 11 févr. 2012, note B. Saintourens ; Dr. et patrimoine mai 2012, p. 94, obs. D. Poracchia ; v. déjà Cass. com., 12 févr. 2002, n° 06-11.602, Dr. et patrimoine mai 2002, p. 94, obs. D. Poracchia) qui bénéficie tant aux associés qu'à la société, doit notamment lui interdire de faire concurrence à la société. Dans cette perspective, le dirigeant doit s'abstenir de négocier un marché pour lui-même ou pour une société qu'il a constitué, dès lors que ce marché entre dans le domaine d'activité de la société qu'il dirige (Cass. com., 15 nov. 2011, précité) Il ne peut en quelque sorte capter à son profit des opportunités d'affaires qui pourraient bénéficier (ou intéresser, v. G. Helleringer, *Le dirigeant à l'épreuve des opportunités d'affaires*, D. 2012, p. 1560) à la société.

Le peut-il lorsque ces opportunités peuvent bénéficier aux associés et que ces derniers les convoitent ? Pour la Cour de cassation, la réponse est nuancée comme le montre l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 18 décembre 2012 (n° 11-24.305, D. 2013, p. 288, note Th. Favario ; BJS 2013, p. 200, note B. Dondero).

Dans cette affaire, plusieurs médecins constituent une société par actions simplifiée ayant pour objet l'exploitation d'une clinique. Plusieurs associés de la société souhaitaient acquérir l'immeuble dans lequel la clinique était exploitée. L'un d'entre eux, monsieur Besins, par ailleurs membre du comité de direction de la société, réalise cette opération immobilière par sociétés interposées, sans avertir au préalable les autres associés. Deux ans après l'opération, les autres personnes associées à cette époque l'assignent en paiement de dom-

mages intérêts pour avoir violé son devoir de loyauté à leur égard. Ils sont déboutés par les juges du fond qui considèrent que si l'opération d'acquisition de l'immeuble litigieux a été mise en œuvre sans la moindre transparence à l'égard des autres associés, la seule indéclicatesse de M. Besins dans son comportement ou la recherche à son seul profit d'une opération financièrement avantageuse ne suffisent pas à caractériser une faute de ce dirigeant envers les associés. Les juges du fond estiment également qu'aucune faute ne peut être retenue à l'encontre de monsieur Besins, puisque ce n'est pas en qualité de dirigeant qu'il a agi en participant à l'opération d'acquisition par le biais d'un crédit-bail.

Cette décision est cassée par la Cour de cassation au visa des articles L. 227-8 et L. 225-251 du Code de commerce :

« Attendu qu'en statuant ainsi, alors qu'elle constatait que M. Besins, dirigeant de la société CEPS, avait laissé les autres associés dans l'ignorance de l'opération d'acquisition pour son compte personnel d'un immeuble que les associés entendaient acheter ensemble pour y exercer leur activité, ce dont il résultait que ce dirigeant avait manqué à son devoir de loyauté envers eux, la cour d'appel a violé les textes susvisés ».

Plusieurs éléments peuvent être tirés de cette décision. On notera en premier lieu que pour la Cour de cassation l'obligation de loyauté semble bien s'étendre à tous les dirigeants, qu'ils soient exécutifs ou non exécutifs. En l'espèce, en effet, monsieur Besins n'était pas le président de la SAS, ni un directeur général ou un directeur général délégué. Il n'était que membre d'un organe collectif institué par les statuts et devant collégialement diriger la société.

La Cour réaffirme ensuite l'étendue de l'obligation de loyauté, laquelle bénéficie aux associés. Une telle obligation doit conduire le dirigeant qui connaît le projet commun de ceux qui l'ont investi de sa confiance – les associés –, non de s'abstenir d'agir, mais d'adopter un comportement transparent à leur égard. Le dirigeant peut donc faire obstacle au projet commun des associés, mais en agissant de manière transparente et en assumant toutes les conséquences relativement au sort de son mandat social.

Il existe donc des degrés dans la loyauté due par le dirigeant. Absolue, à l'égard de la société dont il dirige l'action et dont il doit toujours faire prévaloir les intérêts sur les siens, ce qui peut le conduire à devoir s'abstenir d'agir (il doit être fidèle à la société, v. not. Cass. com., 15 nov. 2011, précité). Relative, à l'égard des associés qui l'ayant investi de leur confiance sont seulement créanciers d'une obligation de transparence portant notamment sur les opérations les intéressant et dans lesquelles le dirigeant est impliqué grâce à ses fonctions sociales (pour d'autres informations entrant dans le domaine de l'obligation de loyauté, v. not. Cass. com., 27 févr. 1996, BJS 1996, p. 485, note A. Couret ; v. réc. Cass. com., 6 mai 2008, n° 07-13198, BJS 2008, p. 885, note Th. Massart ; Rev. sociétés 2009, p. 95, note L. Godon), voire sur lesquelles il détient

seulement des informations pertinentes¹. En d'autres termes, les fonctions sociales ne doivent pas être l'occasion pour le dirigeant de bénéficier d'informations qu'il pourrait utiliser au détriment des associés alors que ceux-ci ont placé leur confiance en lui. Plus encore, les informations précitées doivent être transmises par le dirigeant, car elles peuvent modifier substantiellement l'appréhension que les associés ont de la personne de leur dirigeant. À l'évidence, en l'espèce, si les associés avaient su que le dirigeant convoitait l'immeuble qu'ils souhaitaient acquérir, leur confiance dans leur dirigeant aurait été pour le moins ébranlée, et l'on peut penser qu'une telle information les aurait conduits à le révoquer. La loyauté due par le dirigeant l'obligeait donc en l'espèce à informer les associés de son comportement de nature à leur faire perdre la confiance qu'ils avaient en lui.

Allant au-delà, la question pourrait se poser de savoir si toute information pertinente susceptible de modifier la perception que les associés ont de leur dirigeant et détenue par lui ne devrait pas être portée à leur connaissance, sous réserve toutefois de la protection de sa vie privée.

Quoi qu'il en soit, si l'obligation de loyauté interdit au dirigeant de faire concurrence à la société pendant le temps de son mandat social, une telle obligation cesse avec ledit mandat, sauf si la personne ayant occupé les fonctions de dirigeant social s'est engagée, postérieurement à l'expiration de son mandat, à ne pas concurrencer la société. Dès lors, un dirigeant ayant seulement accepté sa mission alors que les statuts comprennent une telle clause, est-il tenu de la respecter après la fin de son mandat ? Non répond sans surprise la Cour de cassation (Cass. com., 10 juillet 2012, n° 11-20.268, BJS 2013, p. 31, note J-F. Barbiéri ; Dr. sociétés 2013, comm. 19, note R. Mortier ; Rev. sociétés 2013, p. 219, note M. Roussille) en considérant que la mention portée sur le procès verbal de nomination signé par lui et portant la mention « *bon pour acceptation des fonctions de gérant* » ne caractérise pas son acceptation de la clause de non-concurrence. La solution doit être selon nous approuvée. En sa qualité de dirigeant, la personne qui accepte cette fonction doit respecter les statuts qui s'imposent à elle du fait de la fonction qu'elle occupe (cf. art. L. 225-251 C. com.). En revanche, lorsque la personne n'occupe plus la fonction de dirigeant, les statuts ne peuvent s'imposer à elle à raison de cette qualité. Par conséquent, sauf à avoir été expressément acceptée, aucune obligation prévue par les statuts ne peut s'imposer à celui qui n'a pas ou plus cette qualité (v. déjà Cass. com., 12 nov. 1996, n° 94-16.216, Bull. Joly Sociétés 1997, p. 157, note J.-C. Hallouin), pas même une obligation post-mandat social de non-concurrence. Et la mention « *bon pour acceptation des fonctions de gérant* » n'est pas suffisante pour établir la preuve d'une telle acceptation, dans la mesure où, finalement, elle ne marque que l'acceptation desdites fonctions lesquelles n'impliquent pas une adhésion aux statuts, mais simplement leur respect pendant le temps de l'exercice de la mission. ■

1 V. réc. Cass. com., 12 mars 2013, n° 12-11.970, considérant sur le fondement de l'article 1382 du Code civil que : « *manque à son devoir de loyauté le dirigeant social qui s'abstient d'informer l'associé cédant de circonstances de nature à influencer sur son consentement* ». On notera qu'en l'espèce, l'un des dirigeants avait racheté les titres de l'actionnaire demandeur avant de les revendre avec une plus-value très substantielle. Mais la demande en indemnisation fondée sur la violation de l'obligation de loyauté était également formée contre l'autre dirigeant qui n'était pas intervenu dans la cession, mais qui, à l'évidence, ne pouvait l'ignorer. Sa responsabilité est également retenue pour ne pas avoir informé le cessionnaire du prix auquel les deux dirigeants pourraient revendre leurs titres.

Transmission du pacte d'associés avec les titres sous-jacents : retour à l'orthodoxie

Jean-François Louit
Caroline Lan

Avocats à la Cour
Scotto & Associés

L'affaire opposant Veolia Propreté à SITA France, ayant donné lieu à la décision très contestée de la cour d'appel de Versailles en date de 27 juillet 2010², partiellement censurée par la Cour de cassation le 24 mai 2011³, vient d'être à nouveau tranchée par la cour d'appel de Versailles dans un arrêt du 22 mai 2012⁴. La question de fond principale concernait le transfert d'un pacte d'associés avec les actions cédées dont il aurait été l'accessoire.

Rappel des faits

Il n'est pas inutile de rappeler les faits relativement enchevêtrés de l'espèce et notamment le cheminement compliqué des différents accords contractuels. L'affaire concernait plus précisément la société anonyme Traitement des résidus urbains (TRU), aujourd'hui dénommée Esterra, dont le capital était détenu initialement par les sociétés Compagnie générale des eaux (CGE) et Lyonnaise des eaux chacune à 44,69%, le solde des actions (10,62%) étant réparti entre différents actionnaires, dont Monsieur O., titulaire de 7,19% des titres.

Le 27 août 1992, les sociétés Lyonnaise des eaux et CGE s'étaient engagées (par le biais d'une promesse), envers Monsieur O., actionnaire minoritaire, à lui racheter, à parts égales entre elles, à première demande de sa part ou de ses ayants droits, la totalité des actions TRU qu'il détenait.

Le 30 mars 1994, la société SITA venant aux droits de la Lyonnaise des eaux et CGE avaient conclu un protocole d'accord ayant pour objet l'organisation de la gestion de la société TRU.

Le 23 juillet 1999, la société CGEA venant aux droits de la CGE (à la suite de la cession par CGE de ses actions TRU à cette filiale) et SITA avaient conclu un avenant au protocole d'accord de 1994, réitérant notamment la promesse d'achat consentie au profit de Monsieur O. en 1992. Cet avenant prévoyait, entre autres, que chacune des parties s'interdisait d'acquiescer seule, directement ou indirectement, les actions TRU objet de la promesse consentie à Monsieur O., tout manquement à cet engagement étant sanctionné par la nullité de la cession. Il est important de noter enfin, pour comprendre l'origine du contentieux ultérieur sur la portée de cet

2 CA Versailles, 14^e ch., 27 juillet 2010, numéro 10/05559, Société Esterra.
3 Cass. com., 24 mai 2011, n° 10-24.869, FP+B, Sté Veolia Propreté c/ Sté Esterra.
4 CA Versailles, 12^e ch., 22 mai 2012, n° 11-04433, SA Veolia Propreté c/ SA SITA France.

accord, que cet avenant contenait une inexactitude dans la rédaction de son préambule concernant le pourcentage de participation de Monsieur O. (de 10 % du capital, soit la totalité du capital non détenu par les associés paritaires, au lieu de 7,19%).

Le 18 décembre 2000, la société SITA avait cédé à sa filiale, la société SITA France, la totalité de ses actions sauf une, sans qu'ait été expressément prévu un transfert de ces pactes au cessionnaire en même temps que la cession d'actions. La société SITA avait ensuite été absorbée par la société Suez Propreté, à qui l'unique action conservée par SITA avait ainsi été transférée.

Entre le 22 juin 2007 et le 8 avril 2009, la société Veolia Propreté (CGEA ayant changé de dénomination en 2005) avait acquis plusieurs actions auprès de différents actionnaires minoritaires dont les héritiers de Monsieur O.

La société SITA France a finalement assigné Veolia Propreté afin de voir ordonner la cession forcée à son profit de la moitié des actions ainsi acquises, considérant que ces acquisitions étaient intervenues en violation des engagements résultant de l'accord du 23 juillet 1999, et ce, afin de rétablir le principe de parité contractuellement prévu.

Les trois attendus controversés de la première décision de la cour d'appel de Versailles

La cour d'appel de Versailles, dans un arrêt du 27 juillet 2010, a donné droit à la société SITA France. Elle a tout d'abord jugé, par une application de la théorie de l'accessoire au visa de l'article 1692 du code civil (qui dispose que la vente ou cession d'une créance comprend les accessoires de la créance, tels que caution, privilège et hypothèque), que SITA en cédant à sa filiale SITA France les actions qu'elle détenait « *à nécessairement cédé à sa filiale le contenu des accords sur les modalités de gouvernance paritaire (...) et qui constituent l'accessoire de ladite cession d'actions* ».

La cour d'appel de Versailles a ensuite étendu la portée de l'accord de non-acquisition à la totalité des actions détenues par les minoritaires (alors que l'accord avait été conclu par un seul d'entre eux), considérant, sur le fondement de l'article 1156 du code civil, qu'il convenait de « *rechercher quelle a été la commune intention des parties contractantes plutôt que de s'arrêter au sens littéral des termes* ». En effet, compte tenu de l'ambiguïté de l'accord sur le périmètre de l'interdiction d'acquisition⁵, SITA France revendiquait une application de l'accord de parité à l'intégralité des actions détenues par les minoritaires.

Enfin, la cour d'appel de Versailles, pour sanctionner la violation du principe de parité et rétablir la situation dans laquelle les parties se seraient trouvées si Veolia avait respecté l'avenant, a ordonné, au visa de l'article 1143 du code civil (selon lequel le créancier d'une obligation de ne pas faire dispose du « *droit de demander que ce qui aurait été fait par contravention à l'engagement soit détruit* »), la cession forcée par Veolia à SITA France de la moitié des actions acquises de

façon litigieuse. Néanmoins, il fut d'avis unanime que les stipulations du protocole lui-même et la lettre de l'article 1143 du code civil auraient dû conduire la cour à sanctionner ce manquement par la seule nullité des cessions d'actions litigieuses.

La question centrale du transfert du pacte d'associés au cessionnaire des titres

La Cour de cassation, saisie sur pourvoi de la société Veolia Propreté, a cassé partiellement l'arrêt d'appel, notamment sur les deux derniers points.

En effet, s'agissant de la portée de l'accord de parité, la haute juridiction a considéré que la cour d'appel, en étendant la portée de l'accord de non-acquisition à la totalité des actions détenues par les minoritaires, avait dénaturé une clause claire et précise.

S'agissant de la sanction de la violation de l'accord de parité, la Cour a censuré l'arrêt d'appel sur le fondement du « *principe de la réparation intégrale du préjudice* »⁶, en considérant que la sanction de la cession forcée, laquelle se traduisait par une majoration de la participation de la société SITA France, était allée au delà du préjudice subi.

Concernant le premier point, et la question de savoir si l'acquéreur de droits sociaux succède de plein droit au cédant dans sa qualité de cocontractant du pacte extrastatutaire d'associés, la Cour de cassation n'avait pas censuré l'arrêt de la cour d'appel. Elle s'était seulement prononcée sur la recevabilité de l'action et par conséquent sur l'existence d'un intérêt à agir, non subordonné à la démonstration préalable du bien-fondé de l'action. La Cour de cassation a ainsi décidé que l'existence d'un lien de droit entre les sociétés Veolia et SITA France est indifférente pour justifier l'intérêt à agir.

La société SITA France, quoiqu'en situation de tiers par rapport au pacte d'actionnaires, demandait en justice que soit ordonnée la cession à son profit de la moitié des actions Esterra acquises par la société Veolia Propreté en violation du pacte, afin de rétablir le principe de parité. Pour cette raison, selon Veolia Propreté, l'action de SITA France n'est pas recevable en raison du fait que le demandeur à l'action n'est pas le signataire du pacte.

En effet, selon une analyse classique, en application du principe de l'effet relatif des conventions, les parties à un contrat ne peuvent pas faire naître d'obligations à la charge d'un tiers et inversement, un tiers ne peut invoquer de droits sur le fondement d'un contrat auquel il n'est pas partie. En pratique néanmoins, s'agissant de pactes d'associés notamment, des stipulations sont en général insérées dans ces contrats afin de permettre au cessionnaire des actions de bénéficier des stipulations du pacte, notamment *via* des clauses d'adhésion (subordonnant la cession envisagée à l'adhésion préalable du pacte par le cessionnaire pressenti) ou un engagement de porte-fort du cédant que le cessionnaire adhère au pacte.

En l'espèce, aucune clause de ce type n'avait été prévue dans le protocole de 1994 ou son avenant de 1999, ce qui aurait dû

5 Laquelle provenait de la contradiction entre le préambule et l'avenant lui-même au sujet du nombre de titres détenus par Monsieur O., seul minoritaire partie à l'acte.

6 Lequel s'oppose à ce que la réparation puisse être supérieure ou inférieure au préjudice subi.

en principe empêcher SITA France, cessionnaire des actions TRU de la société Lyonnaise des Eaux, de réclamer l'exécution du pacte d'actionnaires.

Néanmoins, la cour d'appel de Versailles dans son arrêt du 27 juillet 2010 avait décidé l'inverse. Cette décision et notamment l'application qui est faite par la cour de l'article 1692 du code civil, a fait l'objet de nombreuses critiques⁷, tant sur le fondement de l'effet relatif des contrats⁸ que sur la qualification juridique de la cession d'actions en une simple cession de créances ou encore sur l'application à un accord de parité⁹ de la théorie de l'accessoire des actions cédées¹⁰.

C'est justement sur cette question de la transmission du pacte extrastatutaire que la cour d'appel de Versailles, autrement composée, revient dans son arrêt en date du 22 mai 2012.

Absence de transfert automatique du pacte selon la dernière décision de la cour d'appel de Versailles

La cour rappelle en effet, au visa de l'article 1165 du code civil et du principe de l'effet relatif des conventions, que « *les pactes extra statutaires qui organisent les relations entre les associés signataires au sein d'une société commerciale n'ont d'effet qu'à l'égard des parties contractantes. Ils ne nuisent pas aux tiers et ne leur profitent pas, sauf le cas de la stipulation pour autrui prévue par l'article 1121 du code civil.* ». Elle en déduit par conséquent que les pactes ne peuvent créer des droits ou des obligations au profit ou à la charge de tiers qui n'y ont pas personnellement consenti, sauf stipulations particulières prévues pour en assurer l'efficacité au delà de ses signataires, notamment en cas de cession.

En l'espèce, les juges constatent que SITA France, cessionnaire des actions de TRU, n'est pas signataire de la promesse, du protocole de 1994 ou de son avenant de 1999 et que les actes en cause ne contenaient, en outre, aucune stipulation permettant de faire profiter à cette dernière des stipulations relatives à l'accord paritaire.

Par conséquent, la cour décide que, faute d'établir en quoi ces accords étaient des compléments nécessaires et indissociables des actions et cédés comme accessoires desdites actions, et notamment qu'il ne résultait pas du contenu de ces accords des prérogatives ayant vocation exclusive à profiter aux titres cédés et que ces derniers étaient détenus par SITA bien avant la conclusion de ces accords, la seule cession des actions ne peut suffire à la transmission de ces accords en tant qu'accessoire.

Au surplus, la cour relève l'observation de Veolia sur la question que poserait le transfert de plein droit de pactes extrastatutaires en cas de cession intervenue au profit de plusieurs cessionnaires. Comme le Professeur Alain Couret avait pu le

soulever¹¹, dans ce cas, faut-il « fractionner » entre les différents cessionnaires les droits et obligations contenus dans le pacte « transféré » ?

Enfin, s'agissant de la qualité de Suez pour invoquer les accords conclus par SITA, la cour rappelle que le principe de l'effet relatif des contrats et de l'autonomie des personnes morales fait échec à l'extension des obligations souscrites par une personne morale dans un pacte d'actionnaires à sa filiale ou de façon plus générale aux sociétés du même groupe, qui sont des tiers au pacte, sauf stipulations particulières en ce sens. La cour retient donc que Suez ne peut revendiquer à son profit les accords conclus par SITA, car rien dans les faits litigieux (notamment la référence erronée à un engagement pris par la Lyonnaise des Eaux au lieu de SITA, les règles de gouvernance paritaire au sein du groupe) ne permettait de caractériser l'intention non équivoque des signataires des accords de déroger à l'effet relatif des pactes extra-statutaires. Par ailleurs, à l'occasion de la fusion, Suez, société absorbante, n'avait pas expressément repris les accords de l'absorbée, SITA. Enfin, Suez ne détenant qu'une action de la société Esterra, la cour considère qu'elle n'a pas vocation à revendiquer l'application du maintien de la parité capitalistique.

Sur les autres points soulevés par SITA et Suez, la cour les déboute de leur demande, refusant ainsi de reconnaître la volonté des parties d'assurer par le biais de leurs actes successifs un accord sur une parité capitalistique totale, un comportement déloyal de Veolia à leur encontre ou encore la responsabilité délictuelle de Veolia.

La cour condamne par conséquent la société SITA France (i) à restituer à la société Veolia les actions cédées en exécution de l'arrêt de la cour d'appel de Versailles du 27 juillet 2010 et (ii) au paiement des sommes correspondant aux dividendes reçus au titre de ces actions.

Au total, par cet arrêt qui mérite approbation, la cour de Versailles retrouve la voie de l'orthodoxie, vers laquelle la Cour de cassation l'avait invitée à revenir. ■

7 Rev. Sociétés 2011. 90, note A. Couret ; RTD com. 2010. 730, obs. C. Champaud et D. Danet ; Bull. Joly 2011. 986, note P. Mousseron, RTDF n° 3-2010, p. 127 note J.-F. Louit et L. Lanvers-Shah.

8 D. Poracchia, H. Lecuyer, A. Raynouard, Relativité et opposabilité des pactes extrastatutaires, Dr. et patrimoine 2009. 64.

9 P. Mousseron, Bull. Joly nov. 2010, p. 900.

10 Sur une application récente de la question de la transmission d'une convention de garantie d'actif et de passif des titres cédés au sous-acquéreur, voir Cass. com., 9 oct. 2012, n° 11-21.528, P+B.

11 A. Couret, *op. cit.*, *loc. cit.*

L'impact de l'avis du Conseil d'État du 13 juillet 2012 sur la titrisation *whole business*

Dimitrios Logizidis

Avocat à la Cour, Associé
Solicitor (England & Wales)
Gide Loyrette Nouel

Jérémy Bismuth

Avocat à la Cour
Gide Loyrette Nouel

L'avis rendu par le Conseil d'État le 13 juillet 2012 concernant la nécessité du transfert effectif du personnel nécessaire à la poursuite de l'exploitation en cas de transfert d'une branche complète d'activité a été très commenté d'un point de vue de droit fiscal¹. Cet avis a cependant des conséquences en matière de titrisation, et notamment, concernant la faisabilité des opérations de titrisation dite *whole business* en ce que cet avis a pour conséquence d'exiger dorénavant le transfert des salariés de la branche complète d'activité à la société *ad hoc* (SPV) de la structure, et ce faisant, empêchant cette dernière d'avoir la qualité de *bankruptcy remote* conformément aux critères des agences de notation.

I. Description des opérations de titrisation *whole business*

À la différence des opérations de titrisation de créances commerciales classiques consistant en la cession par une société de ses créances commerciales existantes ou futures à un organisme de titrisation, les opérations de titrisation *whole business* ont pour objet d'isoler l'ensemble des actifs liés à l'activité concernée faisant l'objet d'un financement² et de les céder à un SPV établi conformément aux critères des agences

de notation afin de le qualifier comme étant « résistant à la faillite » (*bankruptcy remote SPV*)³.

La première étape d'une titrisation *whole business* consiste en la création de la structure d'accueil des actifs qui est donc un *bankruptcy remote SPV*, établi souvent sous forme de société par actions simplifiée. La société opérationnelle transfère ensuite les actifs à financer (dont notamment les contrats commerciaux conclus avec ses clients et les actifs opérationnels sous-jacents⁴) au SPV souvent sous forme d'apport partiel d'actifs de toute une branche d'activité en application notamment des articles L. 236-16 à L. 236-22 du Code de commerce. Cet apport peut être effectué en échange d'actions du SPV, soit d'un prix de cession exigible immédiatement, soit de manière différée sous forme de créance en compte courant. Les parties optent souvent dans le cadre de l'apport pour le régime juridique des scissions. Pour des raisons d'ordre fiscal, l'apport est souvent effectué en échange d'actions du SPV, auquel cas ce dernier devient une filiale de la société apporteuse.

Sauf stipulation contraire du traité d'apport, l'apport partiel d'actif opère transmission universelle du patrimoine de la société apporteuse à la société bénéficiaire de l'apport (à savoir le SPV de la structure de titrisation) pour la branche complète d'activité concernée ; la société bénéficiaire est substituée à la société apporteuse dans tous les biens, droits et obligations relatifs à la branche complète d'activité apportée. Cela a notamment pour conséquence que toutes les relations contractuelles établies par la société apporteuse concernant la branche complète d'activité apportée sont transmises à la société bénéficiaire sans aucune intervention de ses cocontractants (sauf bien évidemment pour les contrats *intuitu personae*).

La gestion quotidienne des contrats et des actifs opérationnels apportés au SPV reste confiée à l'entreprise opérationnelle dans le cadre de contrats de prestation de services conclus avec le SPV (l'entreprise souhaitant généralement maintenir sa relation commerciale avec ses clients et étant mieux placée pour gérer les actifs apportés).

L'apport de la branche complète d'activité au SPV a deux objectifs principaux.

Le premier concerne la possibilité pour la société apporteuse de bénéficier d'un régime de faveur d'un point de vue fiscal lors de l'apport de la branche complète d'activité au SPV sous forme d'apport partiel d'actifs conformément aux dispositions de l'article 210B du Code général des impôts. En effet,

1 « *Transmission d'une branche complète d'activité : nécessité du transfert effectif du personnel nécessaire à la poursuite de l'exploitation* », Conclusions du rapporteur public, Benoît Bohnert, note Th. Massart, Revue de droit Fiscal n° 39, 27 septembre 2012, n° 452, p. 35 ; Éditions Francis Lefebvre, BJT 11/12 n° 986, p. 896 ; Chronique Fiscalité des structures d'entreprises, Droit des Sociétés, octobre 2012, n° 175, p. 42 ; « *La transmission d'une branche complète d'activité : précisions jurisprudentielles* », Jean-Christophe Bouchard, Option Finance n° 1194, 29 octobre 2012, p. 27 ; « *Branche complète d'activité : seul le transfert du personnel nécessaire à la poursuite de l'exploitation autonome de l'activité transmise est exigé* », Florent Ruault, Option Finance n° 1197, 19 novembre 2012 ; Chronique de droit fiscal, Bulletin Joly Sociétés, juillet 2012, n° 483, p. 886.

2 Par exemple, activité de location de véhicules, de matériaux informatiques et bureautiques, etc.

3 Pour une description plus complète, « *La titrisation whole business* », Xavier de Kergommaux et Patrice Doat, Revue de Droit Bancaire et Financier, Juillet-Août 2006, p. 49 ; « *La titrisation whole business du LBO* », Xavier de Kergommaux, Louise-Marie Guillet et Adrien Simon, Revue de droit des affaires de l'Université Paris 2-Assas du 1^{er} septembre 2007, n° 4 p. 107-114.

4 Par exemple, des véhicules, des matériaux informatiques et bureautiques ou des appareils d'avion en tenant compte bien évidemment des problèmes de réenregistrement ou de licences informatiques si applicables.

L'apport partiel d'actif peut bénéficier du régime fiscal de faveur des fusions sous réserve du respect des conditions prévues aux articles 210A et 210B du Code général des impôts qui concernent, notamment, la nécessité pour la société apporteuse de transférer une « branche complète d'activité » et de conserver pendant au moins trois ans les titres remis en contrepartie de l'apport. Par l'effet de ce régime de faveur, les plus-values latentes sur les actifs transférés ne sont alors pas soumises à l'impôt sur les sociétés.

Le deuxième concerne l'isolation des actifs financés auprès d'un SPV *bankruptcy remote* afin de mieux protéger les créanciers de la titrisation en cas d'une éventuelle procédure collective de la société opérationnelle. Le caractère *bankruptcy remote* du SPV est ainsi un élément très important de l'opération, les agences de notation étant particulièrement attentives sur ce point lorsqu'elles notent les titres émis par l'organisme de titrisation.

Il convient alors de structurer le SPV conformément aux exigences et aux critères des agences de notation (y compris, entre autres, l'absence des salariés au niveau du SPV ou de toute dette de nature sociale non prévue lors de la mise en place de l'opération).

Il s'avère ainsi que l'absence de transfert des salariés par la société cédante au SPV quand bien-même il y a un transfert de toute une branche d'activité, est un élément primordial du caractère *bankruptcy remote* de ce dernier.

Le principe du transfert au nouvel employeur des contrats de travail en cours est pourtant prévu par l'article L. 1224-1 du Code du travail et par la jurisprudence⁵ en cas de transfert d'une « entité économique autonome » conservant son identité et dont l'activité est poursuivie ou reprise. Il s'avère cependant que les opérations de titrisation *whole business* sont structurées de sorte que les dispositions de l'article L. 1224-1 du Code du travail n'aient pas lieu à s'appliquer. En effet, la branche d'activité transférée n'est pas une « entité économique autonome » au sens de l'article L. 1224-1 du Code du travail (les salariés étant par exemple affectés à d'autres branches d'activité) et par ailleurs, l'activité commerciale d'origine (démarchage, conclusion des contrats commerciaux, service de maintenance concernant les actifs opérationnels, etc.) est toujours effectuée par les salariés de la société opérationnelle apporteuse en application des contrats de prestation de services conclus avec le SPV.

Le non-transfert des contrats de travail est ainsi un élément important de la structuration des opérations de titrisation *whole business*, et c'est sur ce point que l'avis du Conseil d'État du 13 juillet 2012 a aujourd'hui un impact significatif.

II. Les conséquences de l'avis du Conseil d'État du 13 juillet 2012 sur la titrisation *whole business*

En l'espèce, une société exerçant un commerce de produits œnologiques, avait cédé à une autre société une branche d'activité. Sur les quatre salariés de la société cédante, seuls deux avaient été transférés à l'entreprise cessionnaire. L'administration fiscale avait dès lors considéré que la société

cessionnaire n'avait pu poursuivre l'activité cédée que par ses moyens humains propres et avait donc refusé de faire bénéficier l'entreprise cédante du régime d'exonération de l'article 238 *quindecies* du Code général des impôts qui prévoit l'exonération, totale ou partielle, des plus-values réalisées à l'occasion de la transmission d'une entreprise individuelle ou d'une « branche complète d'activité ». La société Ondupack, venant aux droits et obligations de la société cédante, a saisi le tribunal administratif de Montpellier d'une requête dirigée contre la cotisation supplémentaire d'impôts sur les sociétés qui lui avait été appliquée par l'administration fiscale au titre de ce transfert d'activité.

Le Conseil d'État a ensuite été saisi par le tribunal administratif de Montpellier afin de statuer sur l'application des dispositions de l'article 238 *quindecies* du Code général des impôts et a ainsi dû statuer sur la question de savoir si l'ensemble des contrats de travail devait nécessairement être transféré afin que l'entreprise cédante puisse bénéficier du régime d'exonération.

Le Conseil d'État a répondu par l'affirmative et a posé le principe que la transmission d'une branche complète d'activité était « subordonnée au transfert effectif du personnel nécessaire, eu égard à la nature de l'activité et à la spécificité des emplois requis qui lui sont affectés, à la poursuite autonome de l'activité ». En conséquence, dans le cadre d'une cession ou d'un apport d'une branche d'activité, les contrats de travail de la société cédante ou apporteuse qui sont nécessaires à la poursuite de l'exploitation autonome de l'activité transmise doivent être transférés à la société cessionnaire ou bénéficiaire de l'apport au même titre que n'importe quel actif⁶.

Dans l'hypothèse où les salariés refuseraient d'être transférés, le Conseil d'État considère qu'il faut apprécier, au cas par cas, si « ce refus est de nature à faire obstacle à ce que le transfert des éléments essentiels de cette activité puisse néanmoins être regardé comme complet ».

Principalement relayé par les revues de droit fiscal car intéressant au premier chef la matière, cet avis du Conseil d'État a un impact très important pour la mise en place des titrisations *whole business* à venir. En effet, même si l'avis a été donné concernant le bénéfice des dispositions de l'article 238 *quindecies* du Code général des impôts, il semble avoir également vocation à s'appliquer aux dispositions de l'article 210B du Code général des impôts. En effet, tant la doctrine que le rapporteur public de l'avis⁷, considèrent que cet avis a une portée bien plus large que l'article 238 *quindecies* du Code général des impôts et qu'il doit s'appliquer notamment à l'article 210B du Code général des impôts, le rapporteur public, dans ses conclusions, précisant en effet qu'il s'agit d'une « question de droit nouvelle » et que la jurisprudence « n'a jamais tranché la question du transfert du personnel, que ce soit pour l'application du mécanisme d'exonération prévu à l'article 238 *quindecies* du CGI en cause dans la présente affaire, ou pour d'autres dispositifs, tels ceux codifiés aux arti-

5 Cass. ass. plén., 16 mars 1990, n° 89-45.730, n° 312 ; Cass. ass. plén., 16 mars 1990, n° 86-40.686, n° 311.

6 Conformément à l'article L. 1224-1 du Code du travail (anciennement article L. 122-12).

7 « Transmission d'une branche complète d'activité : nécessité du transfert effectif du personnel nécessaire à la poursuite de l'exploitation », Conclusions du rapporteur public, Benoît Bohnert, note Th. Massart, Revue de droit Fiscal n° 39, 27 septembre 2012, n° 452, p. 35 ; « Branche complète d'activité : seul le transfert du personnel nécessaire à la poursuite de l'exploitation autonome de l'activité transmise est exigé », Florent Ruault, Option Finance n° 1197, 19 novembre 2012 ; Chronique de droit fiscal, Bulletin Joly Sociétés décembre 2012, p. 891.

cles 151 octies ou 210B du CGI relatifs au régime de faveur d'imposition des plus-values en cas d'apport à une société de l'ensemble des éléments de l'actif immobilisé d'une société ».

Ainsi, dès lors qu'une opération de titrisation *whole business* nécessitera le transfert d'une branche complète d'activité sous forme d'apport partiel d'actifs, l'entreprise apporteuse devra également transférer les contrats de travail nécessaires à la poursuite de l'exploitation autonome de l'activité transmise au SPV pour bénéficier du régime d'exemption de l'article 210B du Code général des impôts. À défaut de démontrer qu'aucun salarié n'est nécessaire à la poursuite de l'exploitation autonome de l'activité transférée au SPV, ce transfert aura ainsi pour conséquence de ne pas permettre à ce dernier d'obtenir la qualité de *bankruptcy remote* par les agences de notation, ce qui aura un impact significatif sur la notation des titres émis par l'organisme de titrisation et/ou sur l'appréciation des risques effectuée par les banques apportuses de financement.

La structure classique des titrisations *whole business* pouvant être affectée par cette décision du Conseil d'État, il convient dès lors de réfléchir à d'autres structures alternatives.

III. Structures alternatives

Des alternatives peuvent aujourd'hui être envisagées pour la mise en place de titrisations *whole business*.

Une première alternative pourrait prendre la forme d'une opération où la société apporteuse apporterait de manière périodique à un premier SPV les contrats commerciaux conclus (et à conclure) avec ses clients en contrepartie d'actions nouvelles de ce SPV, les actifs sous-jacents opérationnels étant de leur côté cédés à un deuxième SPV⁸. Il convient de noter que cette structure alternative repose néanmoins sur l'hypothèse qu'il n'y aurait pas de différence positive entre la valeur réelle des contrats apportés au premier SPV et leur valeur comptable telle qu'enregistrée dans les comptes de la société apporteuse (sous peine d'imposition de la plus-value réalisée). En tout état de cause, la valeur réelle des contrats devrait être assez faible en raison du transfert du sous-jacent opérationnel au deuxième SPV. En effet, le commissaire aux apports devrait prendre en compte pour le calcul de la valeur réelle des contrats le fait que ces derniers ne peuvent pas être exécutés sans l'utilisation, à titre onéreux, des actifs sous-jacents opérationnels (souvent sous forme de location). Cette structure aurait pour avantage la mise en place de financements *whole business* sans déclencher le transfert des salariés de la société apporteuse au premier SPV, puisqu'aucune « branche complète d'activité », telle que visée dans l'avis du Conseil d'État, n'est transférée et que l'activité opérationnelle est toujours effectuée par la société apporteuse.

Une deuxième structure alternative pourrait être envisagée qui aurait comme objectif de financer uniquement des nouveaux contrats et actifs sous-jacents opérationnels. Dans cette hypothèse, un SPV obtiendrait un financement afin de lui permettre d'acquérir des actifs sous-jacents opérationnels qui seraient loués à la société opérationnelle afin que celle-ci puisse les exploiter commercialement. En garantie du paie-

ment de la dette financière du SPV⁹, les contrats conclus en rapport avec les nouveaux actifs sous-jacents seraient transférés à une fiducie-sûretés¹⁰. Cette fiducie serait gérée par un fiduciaire pour le bénéfice des créanciers du SPV¹¹. Comme dans la première structure, cette alternative ne devrait pas déclencher de taxation sur la plus-value des contrats mis en fiducie dès lors que l'hypothèse visée ci-dessus serait également respectée ; il ne devrait pas non plus y avoir plus de risque de transfert de salariés compte-tenu que cette structure envisage le transfert de contrats (droits et d'obligations) en fiducie, et non le transfert d'une branche complète d'activité.

Il conviendra de noter dans les deux structures exposées ci-dessus que les SPV et la fiducie devront conclure des contrats de prestation de services avec la société opérationnelle pour l'exécution des tâches opérationnelles. ■

8 Souvent sous forme d'une vente avec réserve de propriété au bénéfice du cédant.

9 Cette dette étant refinancée par le biais d'un organisme de titrisation.

10 Tel que semble l'autoriser l'article 12 (non codifié) de la loi du 19 février 2007.

11 Et *in fine*, les créanciers de la titrisation, suivant la cession de la créance du prêt effectué au SPV à l'organisme de titrisation.

Suspension des rachats et émission de parts d'OPC : vers un nouveau pouvoir d'urgence de l'AMF

Olivier Douvreur

Directeur des affaires juridiques de l'Autorité des marchés financiers

MOTS CLEFS : Loi de séparation et de régulation des activités bancaires. – Circonstances exceptionnelles. – Organismes de placement collectif. – Suspension des rachats. – Ventas à découvert. – Positions courtes nettes. – CDS souverains.

RÉSUMÉ : Le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, actuellement en discussion au Parlement, comporte des dispositions donnant à l'AMF de nouveaux pouvoirs d'urgence « en cas de circonstances exceptionnelles » : l'AMF pourra alors « exiger la suspension, à titre provisoire du rachat de parts ou d'actions ou de l'émission de parts ou d'actions nouvelles d'un organisme de placement collectif ». Cette prérogative s'ajoute à celles dont dispose déjà le régulateur en matière de négociation d'instruments financiers cotés et de CDS souverains, lorsque est menacée la stabilité du système financier.

Actuellement en cours de discussion parlementaire, le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires¹ ne manque pas d'aborder, parmi une grande variété de sujets, certains relevant des missions et des compétences dévolues au régulateur financier. En effet, aux dispositions qui relèvent de son objet même et qui en constituent le « cœur », – séparer les activités « utiles au financement de l'économie » et les activités « spéculatives » ; prévenir et gérer les crises bancaires par la mise en place d'un régime de « résolution bancaire » –, s'ajoutent des dispositions étendant les champs d'intervention de l'AMF, ainsi en matière de régulation du marché des matières premières agricoles (fixation des limites de position sur les dérivés, communication à l'AMF des positions excédant certains seuils), de *trading* algorithmique (déclaration à l'AMF de l'utilisation de dispositifs de traitement automatisé d'ordres) ou d'abus de marché (extension aux contrats commerciaux relatifs à des marchandises et liés à un instrument financier, répression de la tentative de manipulation de cours ou de diffusion d'une fausse information, répression de la manipulation du calcul d'un indice financier, extension de la répression des abus de marché commis sur les systèmes multilatéraux de négociation). De surcroît, le gouvernement a ajouté à son projet d'autres dispositions vouées au renforcement des pouvoirs de l'AMF : généralisation à l'ensemble des

missions du régulateur du droit de communication dont il dispose aujourd'hui dans le seul cadre de ses contrôle et enquête ; « légalisation » de l'usage d'une identité d'emprunt ; extension du champ des visites, improprement dénommées *domiciliaires*, aux faits relevant de la qualification de délit contre les biens² ; institution d'un « manquement d'entrave » imputable aux personnes qui ne défèreraient pas aux demandes de ses enquêteurs³.

Le Parlement, de son côté, a tenu dans le cours de la discussion à enrichir encore cet arsenal, en en élargissant le champ, au-delà des seuls sujets de contrôle et d'enquête, à la problématique des *pouvoirs d'urgence* de l'AMF, de nature à lui permettre de réagir à des *circonstances exceptionnelles*. Il s'est placé, pour ce faire, sur le terrain de la gestion collective en prévoyant, par amendement au projet du gouvernement, que le régulateur pourrait, à des conditions sur lesquelles on reviendra plus loin, « exiger la suspension, à titre provisoire du rachat de parts ou d'actions ou de l'émission de parts ou d'actions nouvelles d'un organisme de placement collectif »⁴. Introduit en première lecture au Sénat par le rapporteur du texte, cet amendement devrait, selon toute vraisemblance, être adopté à son tour par l'Assemblée nationale en deuxième lecture.

Ce faisant, l'AMF se trouve dotée d'une prérogative nouvelle, lui permettant de réagir aux « circonstances exceptionnelles » dont la crise financière a démontré combien il était nécessaire d'être en mesure d'y faire face avec réactivité et efficacité. Cette nécessité, à la vérité, était prise en compte dès avant la crise puisque l'AMF, depuis sa fondation, peut réagir à un « événement exceptionnel perturb[ant] le fonctionnement régulier d'un marché réglementé » en « suspendant » tout ou partie des négociations sur ce marché⁵. Cette mesure radicale – puisqu'elle peut aller jusqu'à « fermer la bourse » – est enfermée par la loi dans des conditions strictes de durée et de renouvellement : la décision initiale est prise par le président de l'AMF, ou son représentant, pour une durée de deux jours de négociations et, au-delà, peut être prolongée, sur sa proposition, par le ministre de l'économie. La tempête boursière de septembre 2008, qui a culminé avec la faillite de la banque Lehman Brothers, révéla la nécessité de renforcer, dans ce domaine, le cadre juridique. En effet, l'AMF fut amenée, pour faire face à cette situation et à l'instar des principales autorités boursières étrangères⁶, à intervenir en urgence en adoptant un dispositif d'« interdiction » des ventes à décou-

1 Projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, Ass. nat., n° 566, 19 déc. 2012. Ce projet a été adopté en première lecture par l'Assemblée nationale et par le Sénat le 2 mars 2013. Le vote définitif devrait intervenir avant l'été 2013.

2 Le terme de visite « domiciliaire » est employé à l'alinéa 10 de l'article L. 621-12 du code monétaire et financier, alors que ce même article précise dans son alinéa premier que ladite visite peut être effectuée « en tous lieux ».

3 Figurent dans le projet d'autres dispositions relatives au fonctionnement de l'AMF (vacance et empêchement de son président, désignation du représentant du collège devant la commission des sanctions).

4 Projet de loi modifié par le Sénat de séparation et de régulation des activités bancaires, Ass. nat. n° 838, art. 13 bis (nouveau).

5 Art. L. 416-1 I du code monétaire et financier.

6 C'est ainsi que la Securities and Exchange Commission américaine et la Financial Services Authority britannique étaient intervenues le 18 septembre.

vert, qu'elle ne put fonder sur aucune base juridique *ad hoc*. Présenté dans un communiqué rendu public le 19 septembre 2008, ce dispositif était applicable à quinze valeurs bancaires et financières cotées et consistait en deux séries de mesures tendant, d'une part, à l'« interdiction des transactions non sécurisées » et, d'autre part, à la « transparence des positions courtes ». Conçu à l'origine pour une durée de trois mois, il fut prolongé à plusieurs reprises et prit fin le 11 février 2011, date d'entrée en vigueur d'un régime réglementaire pérenne de transparence des positions courtes nettes⁷. À défaut de fondement juridique textuel spécifique, l'AMF se référa dans son communiqué aux articles 516-5 et 570-1 de son règlement général⁸ et au livre 6 de ce même règlement relatif aux abus de marché – manquements d'initié, de fausse information, de manipulation de cours – ; ce dernier renvoi n'était au demeurant qu'implicite et résultait d'une formule du communiqué selon laquelle toute personne contrevenant aux interdictions posées serait « considérée comme susceptible d'avoir commis un abus de marché »⁹. Ce précédent conduisit le gouvernement et le Parlement à prévoir, dans la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, un nouveau dispositif autorisant l'AMF, en cas de « circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier », à prendre toutes « dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers »¹⁰. C'est à ce dispositif que le président de l'AMF a, pour la première fois, recouru lorsqu'il prit la décision, le 11 août 2011, d'interdire sous réserve de certaines exceptions¹¹, les ventes à découvert – ou plus exactement les « positions courtes nettes » – portant sur les titres de capital émis par les établissements de crédit et entreprises d'assurance cotés sur le marché réglementé français et nommément désignés. Il a, depuis, cédé la place à un dispositif communautaire, issu du règlement de 2012 sur les ventes à découvert et les CDS souverains¹². Ce texte donne aux autorités compétentes nationales, – l'AMF en ce qui concerne la France –, le pouvoir d'intervenir lorsque des « événements ou évolutions défavorables » représentent une « menace sérieuse pour la stabilité financière ou la confiance des marchés »¹³ : pour y faire face, ces autorités peuvent alors prendre les « mesures d'urgence » prévues par ce règlement : publicité, interdiction, restriction.

Le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaire vient compléter cette panoplie en en étendant le champ d'application à la gestion collective et en donnant à l'AMF les moyens de réagir, dans ce domaine, aux crises de liquidité. On sait combien le risque de liquidité couru par les véhicules de placement collectif est, pour les régulateurs et les pouvoirs publics, un objet d'attention que la crise des *subprimes* de 2007 a ravivé, certains gestionnaires se trouvant face à une illiquidité de leurs actifs et donc dans l'impossibilité de satisfaire aux demandes de rachat. C'est ainsi qu'ont été

institués en 2008 deux nouveaux dispositifs consistant dans la possibilité de plafonner les demandes de rachat, d'une part, et de cantonner les actifs illiquides, d'autre part. Le premier d'entre eux, – le plafonnement des rachats –, issu de l'ordonnance du 23 octobre 2008¹⁴, est inscrit aux articles L. 214-35 et D. 214-28-1 du code monétaire et financier. Quelquefois désigné sous son appellation anglo-saxonne de « *gates* », il permet aux OPCVM à règles d'investissement allégées (« *OPCVM Aria* ») de plafonner, à chaque valeur liquidative, le montant total des demandes de rachat qui seront honorées : en écartant la règle fondamentale de rachat au gré du porteur, il a pour objet d'éviter qu'un déséquilibre entre les demandes de rachat et l'actif du fonds ne porte atteinte à l'intérêt des porteurs et à leur égalité de traitement, les porteurs ayant les premiers demandé leur rachat recevant le « prix de la course ». Le second, – le cantonnement des actifs illiquides –, a été introduit par le même texte¹⁵ et est de portée générale, puisque ouvert à tous les OPCVM. Il repose sur la technique juridique de la scission et a vocation à s'appliquer lorsqu'un fonds se heurte à une baisse de liquidité de certains de ses actifs, au risque que ces actifs ne soient cédés qu'à des conditions contraires à l'intérêt de ses porteurs. Ces actifs peuvent alors être isolés ; au terme d'une opération, le fonds sera scindé en deux nouveaux fonds, l'un (« *fonds side pocket* ») recueillant les actifs illiquides, l'autre (« *fonds réplique* ») les autres actifs, chaque porteur recevant, au titre de chacun de ces fonds, un nombre de parts égal au nombre de parts qu'il détenait dans l'ancien fonds.

À ces instruments de gestion de l'illiquidité des actifs, s'ajoute une arme plus efficace encore : la suspension temporaire des rachats. Prévue par les articles L. 214-7-4 pour les Sicav, et L. 214-8-7 pour les fonds, cette suspension suppose que, d'une part, « des circonstances exceptionnelles l'exigent » et que, d'autre part, « l'intérêt des actionnaires ou du public le commande » : il incombe alors au gestionnaire d'en décider, dans les conditions fixées, selon le cas, par le règlement du fonds ou les statuts de la Sicav. La mise en œuvre de cette procédure implique à l'évidence le régulateur, naturellement porté à une vigilance accrue : c'est ainsi que lors de la crise de l'été 2007 qui conduisit plusieurs gestionnaires à suspendre les rachats, l'AMF a tenu à rappeler aux sociétés de gestion qu'elles devaient en toutes circonstances agir dans l'intérêt exclusif des porteurs, en fonction de leur analyse de la situation et qu'elle veillerait, en particulier, à ce que soient préservés le principe d'égalité des porteurs ainsi que leur bonne information¹⁶. Néanmoins, elle relève, dans son déclenchement et sa conduite, de l'initiative et de la responsabilité des seuls gestionnaires. C'est précisément sur ce point que le législateur de 2013 a entendu innover. Il lui a semblé, en effet, qu'il convenait, lorsque les circonstances rendent nécessaire une mesure de suspension, de pouvoir surmonter « un attentisme excessif des sociétés de gestion concernées » et, pour cela, de donner à l'AMF des compétences d'initiative et de décision dans ce domaine¹⁷. Tel est l'objet de l'amendement adopté qui introduit un nouvel article L. 621-13-2 dans le code monétaire et financier, aux termes duquel « lorsque des circonstances

7 Art. 223-37 du RG de l'AMF (« Déclaration des positions courtes »), homologué par arrêté du 28 octobre 2010.

8 Relatifs à la couverture des ordres.

9 Point 5 du communiqué.

10 Ancien art. L. 421-16 II.

11 Échappaient à cette interdiction les intermédiaires financiers agissant en qualité de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité signataires d'un contrat avec l'entreprise de marché ou avec l'émetteur, ou en qualité de contrepartiste sur blocs d'actions.

12 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.

13 Règlement précité, art. 18 à 22.

14 Ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008 réformant le cadre de la gestion d'actifs pour compte de tiers.

15 Art. L. 214-19, L. 214-30, D. 214-20-3 et D. 204-22-1 du code monétaire et financier.

16 V. AMF, Rapport pour 2007, p. 147.

17 Amendement n° Com-40 présenté par M. Yung, rapporteur ; v. aussi le rapport de M. Yung au nom de la Commission des finances du Sénat, n° 422, t. 1, p. 183 et s.

exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande », l'AMF « peut exiger la suspension, à titre provisoire, du rachat de parts ou d'actions ou de l'émission de parts ou d'actions nouvelles d'organisme de placement collectif ». La parenté, pour ne pas dire l'identité, avec le dispositif déjà existant est manifeste, sous la seule réserve de la forte disparité des champs d'application : pris à la lettre, il s'applique non aux seuls OPCVM, mais aux « OPC », donc aussi, selon la définition énumérative de l'article L. 214-1 du code monétaire et financier, aux organismes de titrisation, SCPI, sociétés d'épargne forestière, OPCI, sociétés d'investissement à capital fixe. Il est flagrant, cependant, que c'est bien pour les OPCVM que le dispositif a d'abord, sinon exclusivement, été conçu par le législateur : on en veut pour preuve le constat que, dans son rapport, le rapporteur du projet n'évoque explicitement, pour présenter et justifier l'amendement, que la problématique de la liquidité des seuls OPCVM¹⁸.

Ce nouveau pouvoir, à la vérité, doit beaucoup au droit communautaire. En effet, la directive « OPCVM IV » de 2009¹⁹ avait prévu que les États membres pouvaient « permettre à leurs autorités compétentes d'exiger dans l'intérêt des porteurs de parts ou dans l'intérêt du public la suspension du rachat ou du remboursement des parts »²⁰. Cette disposition n'avait pas été reprise lors de la transposition, par ordonnance²¹, de cette directive, le gouvernement ayant, semble-t-il, préféré s'en remettre, « en cas de circonstances exceptionnelles, à l'appréciation des gérants de fonds »²². Quant à la portée de ce dispositif, et en particulier de la prérogative désormais accordée au régulateur, – « exiger la suspension » –, il convient de s'interroger sur la question de savoir si la volonté ainsi exprimée lie juridiquement le gestionnaire du fonds concerné : en d'autres termes, lorsque l'AMF « exige » la suspension, le gestionnaire a-t-il d'autre choix que d'y procéder ? Une réponse négative nous paraît s'imposer, tant il est dans la logique du nouveau texte de donner au régulateur un pouvoir d'initiative et de décision jusqu'à présent réservé aux gestionnaires. Peut-être les débats parlementaires, non encore achevés à ce jour, permettront-ils d'expliquer en ce sens la volonté du législateur ? ■

18 V. Rapport précité, p. 183.

19 Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

20 *Id.* Art. 84 § 2.

21 Ordonnance n° 2011-915 du 1^{er} août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs.

22 Rapport précité.

La notion de fonds d'investissement alternatifs dans la Directive AIFM

Stéphane Puel

Associé

Guillaume Goffin

Avocat au barreau de Paris

Gide Loyrette Nouel AARPI*

La directive 2011/61/UE (la « **Directive AIFM** »)¹, dont la transposition en droit interne doit intervenir avant le 22 juillet 2013, a pour objet de définir un cadre juridique harmonisé réglementant l'agrément, les activités et les obligations de transparence des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (les « **FIA** »).

La Directive AIFM est, à ce titre, généralement présentée comme une directive « acteur ». À la différence de la directive 2009/65/CE (la « **Directive OPCVM** ») dont le champ couvre tant les acteurs – sociétés de gestion et dépositaires – que les produits – les OPCVM coordonnés –, la Directive AIFM indique ne régir que le statut et les droits et obligations des gestionnaires².

Si la réglementation de la structure des FIA et de la composition de leur portefeuille reste, en théorie, de la compétence de chaque État membre³, il n'en demeure pas moins que la notion de FIA constitue une question centrale lorsque l'on vient à s'interroger sur les incidences de la Directive AIFM.

Cette notion permet, en premier lieu, de délimiter le champ d'application de ce texte. Les gestionnaires soumis à la Directive AIFM le sont en effet à raison du type d'organismes de placement collectif qu'ils gèrent, à savoir les FIA⁴. Dès lors, afin de déterminer si un prestataire relève de la Directive

AIFM, il convient de s'interroger sur le point de savoir si au moins l'un des véhicules dont il assure la gestion peut être qualifié de FIA.

Ce travail de qualification sera susceptible de soulever en pratique un certain nombre de difficultés dans la mesure où le législateur communautaire a pris le parti de définir les FIA de la façon la plus large possible afin de couvrir le plus grand nombre de véhicules d'investissement.

Aux termes de l'article 4(1) (a) de la Directive AIFM, les FIA sont en effet définis comme les « *organismes de placement collectif, y compris leurs compartiments d'investissement, qui : i) lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs ; et ii) ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE* ».

Le législateur communautaire s'est dispensé d'énumérer et de définir précisément les caractéristiques tenant par exemple à la politique d'investissement ou aux types d'actifs entrant dans la composition du portefeuille des différents véhicules qu'il entendait soumettre à la Directive AIFM, une telle tâche ayant d'ailleurs été extrêmement difficile à mener compte tenu de la très grande diversité de l'objet des véhicules d'investissement autres les OPCVM coordonnés et des cadres réglementaires nationaux qui les régissent.

Il s'est contenté de définir des critères généraux permettant de caractériser l'existence d'organismes de placement collectif qui, dès lors qu'ils ne relèvent pas de la Directive OPCVM, se verront qualifier de FIA. Ces critères feront l'objet de précisions dans le cadre de *guidelines* (orientations) de la *European Securities and Markets Authority* (l'« **ESMA** ») portant sur le périmètre et la définition des FIA actuellement en cours de discussion.

I. Périmètre des FIA dans la directive AIFM

Jusqu'à la Directive AIFM, il n'existait aucune définition générique de la notion de fonds d'investissement ou d'organisme de placement collectif en droit communautaire. Si certaines directives comprenaient des critères permettant de caractériser l'existence d'un organisme de placement collectif, ces définitions n'avaient qu'une portée limitée à raison, notamment, du type d'organismes de placement collectif visé (par exemple, les OPCVM coordonnés s'agissant de la Directive OPCVM).

L'un des premiers apports de la Directive AIFM tient donc à la définition de critères permettant de caractériser l'existence d'organismes de placement collectif qui, dès lors qu'ils ne relèvent pas de la Directive OPCVM, se verront qualifier de FIA.

définis comme « *les personnes morales dont l'activité habituelle est la gestion d'un ou plusieurs FIA* ».

* Cet article est à jour au 29 avril 2013.

1 Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

2 L'idée selon laquelle la Directive AIFM a pour seule ambition de régir les gestionnaires de FIA est à nuancer dans une très large mesure. En effet, à travers les obligations mises à la charge des gestionnaires, la Directive AIFM vient encadrer la structure des FIA (obligation de recourir à un dépositaire), les stratégies de gestion mises en œuvre (encadrement du recours à l'effet de levier, aux *prime brokers*, à l'investissement dans des positions de titrisation) ainsi que la commercialisation des parts et actions émises par les FIA (régime du passeport).

3 Voir les considérants 6 et 10 de la Directive AIFM.

4 En vertu de l'article 4(1), (b) de la Directive AIFM, les gestionnaires sont

Ces critères extrêmement larges devraient conduire à inclure dans la notion de FIA de très nombreux véhicules d'investissement, nonobstant les exclusions et dérogations prévues dans la Directive AIFM.

1. Les critères de définition des FIA

Aux termes de l'article 4(1) (a), les FIA sont ainsi définis à travers deux critères :

- un critère positif, qui se rapporte à leur objet, à savoir « *lever des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs* » ;
- un critère négatif, tenant à l'absence d'agrément au titre de la Directive OPCVM.

1.1. Le critère tenant à l'objet du FIA

Eu égard à l'extrême diversité de forme, de régime et d'objet des organismes de placement collectif, la première difficulté à laquelle le législateur communautaire a été confrontée tenait à la définition de critères constituant des dénominateurs communs à l'ensemble des FIA.

Les critères retenus sont au nombre de deux. Ils tiennent (i) à la levée de capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs, et (ii) à une volonté d'investir ces capitaux dans l'intérêt des investisseurs et conformément à une politique d'investissement établie. Ces deux critères sont des éléments classiques de définition des organismes de placement collectif que l'on retrouve, par exemple, dans la Directive OPCVM s'agissant des OPCVM coordonnés⁵ ou dans la Directive Prospectus s'agissant des organismes de placement collectif autres que du type fermé⁶.

Ainsi, l'intérêt de la définition des FIA inscrite à l'article 4(1) (a) tient tout autant aux critères qui ont été retenus qu'à ceux qui ont été délibérément écartés.

La définition des FIA présente, à ce titre, une spécificité notable tenant à l'absence de référence au principe de répartition ou de diversification des risques, qui impose aux organismes de placement collectif de respecter un certain nombre de ratios prudentiels, tels que le ratio de composition d'actifs, le ratio d'emprise ou le ratio de contrepartie.

Ce principe figure généralement dans les définitions des organismes de placement collectif retenues dans d'autres textes communautaires, ainsi que dans le premier projet de directive élaboré par la Commission en 2009⁷. L'insertion du principe de répartition des risques aurait eu pour conséquence d'exclure du champ de la notion de FIA un certain nombre d'organismes de placement collectif dont la stratégie d'investissement contractuellement définie autorise, par exemple, la détention d'un actif unique.

5 Article 1(2) de la Directive OPCVM.

6 Article 2(1) (o) de la Directive 2003/71/CE.

7 Le considérant 5 de la Proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs 2009/0064 (COD) prévoyait : « *La présente directive ne doit porter que sur la gestion des véhicules de placement collectif qui lèvent des capitaux auprès d'investisseurs en vue de les placer conformément à une stratégie d'investissement définie basée sur le principe de la répartition des risques dans l'intérêt de ces investisseurs* ».

De façon plus générale, la définition des FIA retenue par la Directive AIFM est indifférente à la stratégie de gestion ou à la composition du portefeuille du fonds (instruments financiers, actifs immobiliers, créances, matières premières, actifs forestiers, etc.).

De la même façon, la nature juridique de l'organisme de placement collectif ne constitue pas un critère pertinent de qualification du FIA. L'article 2(2) de la Directive AIFM précise à ce titre que les caractéristiques juridiques du FIA sont sans influence sur l'application de la directive, un FIA pouvant revêtir la forme contractuelle, la forme statutaire ou encore toute autre forme juridique⁸. La notion de FIA s'applique également indifféremment aux organismes de placement collectif ouverts ou fermés⁹, cotés ou non cotés¹⁰, recourant à un gestionnaire externe ou autogérés¹¹. On relèvera que dans l'hypothèse où la gestion du FIA est assurée en interne par les organes de direction en l'absence de désignation d'un gestionnaire externe (hypothèse d'un fonds « auto-géré »), le FIA, lui-même, doit être agréé en tant que gestionnaire conformément aux dispositions de l'article 5(1) (b). Dans une telle hypothèse, les notions de FIA et de gestionnaire se confondent.

Enfin, la localisation du FIA n'entre pas en ligne de compte. Aux termes de l'article 2(1), la Directive AIFM trouve notamment à s'appliquer aux gestionnaires établis dans l'Union qui gèrent un ou plusieurs FIA, indépendamment du fait que ces FIA soient des FIA de l'Union ou des FIA de pays tiers, ainsi qu'aux gestionnaires établis dans un pays tiers qui commercialisent un ou plusieurs FIA dans l'Union, indépendamment du fait que ces FIA soient des FIA de l'Union ou des FIA de pays tiers.

1.2. Le critère négatif tenant à l'absence d'agrément en qualité d'OPCVM coordonné

Si l'on considère l'architecture des textes communautaires, les champs d'application des Directives AIFM et OPCVM viennent se compléter. En définissant les FIA comme l'ensemble des organismes de placement collectif ne relevant pas de la Directive OPCVM, le législateur communautaire a entendu ne laisser aucun organisme de placement collectif en dehors du champ de la réglementation communautaire, sous réserve des hypothèses d'exclusion ou d'exemption prévues par la Directive AIFM¹².

La dénomination « fonds d'investissement alternatif » peut ainsi apparaître comme trompeuse, car le champ de la Directive AIFM ne se limite pas aux seuls fonds de gestion alternative ou *hedge funds*, mais a vocation à couvrir l'ensemble des

8 Il peut s'agir de société, de copropriété, de *trust*, de fiducie...

9 Article 2(2) (a) de la Directive AIFM.

10 Voir en ce sens, 6^e considérant de la Directive AIFM.

11 Article 5(1) (b) de la Directive AIFM.

12 Voir les questions réponses de la Commission européenne (le « Q&A de la Commission ») dont le premier jeu a été publié le 26 mars 2013 (http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=legislation.show&lexId=9&maxRows=*) :

"The definition of an AIF has been intentionally drafted broadly by the legislators in order to capture the variety of fund structures in all Member States (hence the broad formulation "collective investment undertakings"). The intention behind such wording was to include investment funds in one of the two categories : AIFs or UCITS and to avoid any gaps. Whether a structure falls within this definition can be determined only on a case-by-case basis, taking into account its specific features. ESMA is currently discussing these aspects in more detail." (ID 1170. Definition of an AIF).

organismes de placement collectif qui ne relèvent pas de la Directive OPCVM, sans qu'il y ait lieu de tenir compte de leurs caractéristiques intrinsèques, des risques qu'ils génèrent ou des investisseurs auxquels ils s'adressent.

Il apparaît ainsi que le législateur communautaire n'avait pas seulement pour ambition de prévoir les instruments permettant d'encadrer les risques pour la stabilité financière découlant de l'activité des fonds de gestion alternative. Il avait également pour intention de créer un cadre juridique minimal devant servir de fondement à la création d'un marché intérieur pour les gestionnaires d'organismes de placement collectif qui ne bénéficiaient du régime instauré par la Directive OPCVM¹³. En cela, l'œuvre accomplie est gigantesque, puisque la Directive AIFM crée, en un seul texte et en quelques années, un régime complet relatif aux acteurs et à la gestion et commercialisation de fonds (passeports, acteurs et produits notamment) qu'il aura fallu quatre directives et plus de vingt ans à construire dans l'univers des OPCVM coordonnés.

Cette démarche s'inscrit dans le prolongement des initiatives prises par la Commission européenne dès 2006 visant à réguler à l'échelle européenne l'ensemble des fonds dits non coordonnés, qui relevaient jusqu'ici des seuls cadres réglementaires nationaux. Ces cadres nationaux présentent une très grande diversité que l'on considère le périmètre des fonds d'investissement faisant l'objet d'une réglementation ou la nature des règles qui leur sont applicables. À travers la réglementation des gestionnaires et plus particulièrement les obligations mises à leur charge, la Directive AIFM constitue la première initiative globale de réglementation des fonds non coordonnés.

2. Les hypothèses d'exclusions ou de dérogations prévues par la Directive AIFM

Un certain nombre d'exclusions et de dérogations ont été prévues dans la Directive AIFM afin de limiter son champ d'application. Si les exclusions ou dérogations bénéficient aux gestionnaires qui se trouvent exemptés de tout ou partie des obligations prévues par la Directive AIFM, certaines d'entre elles se trouvent définies au regard des caractéristiques des FIA sous gestion.

2.1. Les entités exclues par l'article 2(3) de la Directive AIFM

Aux termes de l'article 2(3), la Directive AIFM ne s'applique pas aux entités suivantes : (i) les sociétés *holdings*, (ii) les institutions de retraite professionnelle qui relèvent de la directive 2003/41/CE, (iii) les institutions supranationales, telles que la Banque centrale européenne, le Fonds d'investissement européen ou le Fonds monétaire international, (iv) les banques centrales nationales, (v) les autorités nationales, régionales et locales, et les autres organismes ou institutions qui gèrent des fonds destinés au financement des régimes de sécurité sociale et de pension, (vi) les systèmes de participa-

tion des travailleurs ou les plans d'épargne des travailleurs, et (vii) les structures *ad hoc* de titrisation.

2.1.1. Portée des exclusions

La portée des exclusions prévues par l'article 2(3) suscite un certain nombre d'interrogations. Cette disposition vise à la fois des institutions (banque centrale, institution de retraite professionnelle) et des véhicules (sociétés *holdings*, structures *ad hoc* de titrisation).

On peut dès lors se demander si les entités visées à l'article 2(3) sont exclues du champ de la Directive AIFM (i) parce qu'elles ne répondent pas à la définition de FIA, (ii) parce qu'elles bénéficient d'une exemption bien qu'elles puissent être qualifiées de FIA, ou (iii) parce qu'elles ne peuvent être considérées comme des gestionnaires de FIA.

La réponse à cette interrogation a une incidence s'agissant de l'application d'autres textes communautaires, et en particulier du règlement n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, la définition des contreparties financières couvrant les FIA gérés par des gestionnaires de FIA agréés ou enregistrés conformément à la Directive AIFM.

La Commission européenne dans son Q&A a apporté des premiers éléments de réponse à cette interrogation en estimant que :

“The entities listed in Article 2(3), provided they fulfill the requirements laid down therein, are by law not considered to be AIFMs for the purposes of the AIFMD, which excludes them from its scope. It is for EMIR provisions and other regulation to decide whether they may be considered as financial counterparties for the purposes of those regulations”.¹⁴

Selon la Commission, les entités et véhicules visés à l'article 2(3) ne peuvent donc être considérés comme des gestionnaires de FIA.

2.1.2. Importance pratique des exclusions

S'agissant des entités mentionnées à l'article 2(3), outre les institutions supranationales, publiques ou parapubliques traditionnellement visées parmi les cas d'exclusion des différentes directives en matière financière, trois types d'entités méritent une attention particulière.

Il s'agit, en premier lieu, des sociétés *holdings*. L'ensemble des sociétés *holdings* n'a pas vocation à être exclu du champ de la Directive AIFM. Seules les *holdings* répondant aux critères figurant à l'article 4(1) (o) de la Directive AIFM pourront bénéficier de cette exclusion¹⁵.

13 Selon le 4^e considérant, « la présente directive vise à créer un marché intérieur pour les gestionnaires et un cadre réglementaire et en matière de surveillance harmonisé et strict pour les activités dans l'Union de tous les gestionnaires, y compris ceux ayant leur siège statutaire dans un État membre (ci-après dénommés « gestionnaires établis dans l'Union ») et ceux ayant leur siège statutaire dans un pays tiers (ci-après dénommés « gestionnaires établis dans un pays tiers »). »

14 Q&A de la Commission, ID 1145. Scope and exemptions.

15 Les sociétés *holdings* bénéficiant de l'exemption sont définies comme toute « société détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés, dont l'objectif commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme et qui est une société : i) opérant pour son propre compte et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union ; ou ii) n'étant pas créée dans le but principal de produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou de ses sociétés associées, comme en témoignent son rapport annuel ou d'autres documents officiels. »

Ces critères ont notamment trait à l'existence d'un objectif commercial consistant à « *mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme* ». Sous réserve d'une étude au cas par cas, les *holdings* animatrices de groupe, les structures faitières de groupe industriel et commercial ainsi que les *holdings* de LBO devraient bénéficier de cette exclusion.

Les autres exclusions qui devraient avoir en pratique une importance certaine concernent, d'une part, les « *structures ad hoc de titrisation* » qui sont définies par référence à l'article 1, point 2), du règlement (CE) n° 24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008¹⁶ et, d'autre part, les systèmes de participation des travailleurs ou les plans d'épargne des travailleurs¹⁷.

On relèvera en dernier lieu que différents considérants complètent la liste des entités visées à l'article 2(3). En vertu du 7^e considérant de la Directive AIFM, « *les organismes de placement, tels que les véhicules d'investissement des family office, qui investissent le patrimoine privé d'investisseurs sans lever de fonds extérieurs, ne devraient pas être considérés comme des FIA au sens de la présente directive* ». Le 8^e considérant précise, quant à lui, que la Directive AIFM ne devrait pas s'appliquer aux contrats d'assurance vie et aux entreprises communes (*joint-venture*).

La Commission européenne a eu l'occasion de préciser la portée de l'exclusion relative aux *joint-ventures*, eu égard notamment à l'absence de définition juridique de cette notion en droit communautaire. Elle a considéré que le 8^e considérant constituait un « *floating recital* » qui ne pouvait ajouter des hypothèses d'exclusion à la liste prévue dans le corps de la Directive AIFM. Dès lors, les *joint-ventures* devraient pouvoir être exclues du champ de la Directive AIFM dans la mesure où elles correspondent à l'un des cas d'exclusion expressément visés à l'article 2(3) – on pense notamment à la société *holding* – ou si elles ne remplissent pas les critères tenant à l'objet d'un FIA¹⁸. Une attention particulière devra néanmoins être portée au cas par cas sur leur éventuelle inclusion dans le champ de la Directive AIFM.

2.2. Les hypothèses de dérogation visées à l'article 3

Les différentes hypothèses de dérogation prévues à l'article 3 trouvent à s'appliquer à raison des caractéristiques suivantes des FIA : identité des investisseurs et montant des actifs entrant dans la composition de leur portefeuille.

16 Sur la portée de cette exclusion, voir : Q&A de la Commission ID 1157. Scope and exemptions.

17 Sur la portée de cette exclusion, voir : Q&A de la Commission ID 1155. Scope and exemptions.

18 Voir, Q&A de la Commission ID 1160. Scope and exemptions :
 "Joint ventures are not listed as exemptions in Article 2(3). Therefore recital 8 is a 'floating' recital which cannot alter or amend the list of exemptions given in the core legal text. A joint-venture could be excluded only if it falls under the exemptions listed in Article 2(3) or if the specific structure of that joint venture does not fall within the definition of an AIF in Article 4(1)(a), which is the core provision defining the features of an AIF. In any event, each situation should be assessed on its own merits in order to determine whether the criteria listed in Article 4(1)(a) are fulfilled or not, whereby substance should prevail over the formal denomination of the specific structure. As a general rule, where there is no definition or common understanding at EU level, national definitions should be used for further specification. A common understanding of the detailed features of an AIF is also currently being discussed by ESMA."

En premier lieu, en vertu de l'article 3(1), la Directive AIFM ne s'applique pas aux gestionnaires qui gèrent un ou plusieurs FIA dont les seuls investisseurs sont le gestionnaire ou les entreprises mères ou filiales du gestionnaire ou d'autres filiales de ces entreprises mères.

Cette première dérogation, classique en droit communautaire et dans les directives financières, vise la mise en place de véhicules d'investissement ouverts uniquement à des entités appartenant à un même groupe. Elle permet au gestionnaire de ce véhicule d'échapper à l'ensemble des dispositions de la Directive AIFM.

En second lieu, l'article 3(2) définit des seuils relatifs au montant des actifs sous gestion qui, s'ils ne sont pas atteints, permettent aux gestionnaires de se voir soumettre à un régime allégé reposant sur de simples obligations d'enregistrement et de *reporting*¹⁹. Sont concernés les gestionnaires qui gèrent directement ou indirectement des portefeuilles de FIA :

- dont les actifs gérés, y compris les actifs acquis grâce à l'effet de levier, ne dépassent pas un seuil de 100 millions d'euros d'une part, ou
- dont les actifs gérés ne dépassent pas un seuil de 500 millions d'euros au total, si ces FIA ne recourent pas à l'effet de levier et si aucun droit au remboursement ne peut être exercé pendant une période de cinq ans à compter de la date de l'investissement initial dans chaque FIA.

Ces différents seuils sont appréciés globalement au niveau du gestionnaire en tenant compte de l'ensemble des FIA dont il assure la gestion et au niveau de chaque FIA s'agissant des FIA autogérés.

II. Les précisions apportées par l'ESMA s'agissant du périmètre des FIA

Dans le cadre des mesures de niveau 2 et 3, l'ESMA a publié deux projets de texte portant sur le périmètre et la définition des FIA.

Le premier de ces textes est un projet de « *guidelines* » ou d'orientations portant sur les « *concepts clés* » de la Directive AIFM publié le 19 décembre 2012²⁰ à la suite d'une consultation ouverte en février 2012²¹. L'objet de ce texte est de préciser les critères figurant à l'article 4(1) (a) de la Directive AIFM.

Le second texte est un projet de « *regulatory technical standards* », ou normes techniques de réglementation, publié le 2 avril 2013 et dont l'objet est de définir des critères de distinction entre FIA du type ouvert et FIA du type fermé²².

19 Sous réserve de dispositions plus contraignantes prévues par le droit de chacun des États membres.

20 ESMA, « *Consultation paper : Guidelines on key concepts of the AIFMD* », ESMA/2012/845, 19 décembre 2012.

21 ESMA, « *Discussion paper : key concepts of the Alternative Investment Fund Directive and types of AIFM* », ESMA/2012/117, 23 février 2012.

22 ESMA, « *Final Report : Draft technical standards on types of AIFMs* », ESMA/2013/413, 12 avril 2013.

1. Les précisions concernant l'objet des FIA figurant dans le projet de *guidelines*

Le projet de *guidelines* sur les concepts clés de la Directive AIFM a été adopté sur le fondement des dispositions de l'article 16 Règlement (UE) n° 1095/2010²³. Les *guidelines* relèvent des mesures de niveau 3 visant à garantir une application commune, uniforme et cohérente du droit de l'Union. Elles s'adressent aux autorités de marché compétentes ou aux acteurs des marchés financiers.

Bien que les *guidelines* de l'ESMA ne soient pas juridiquement contraignantes dans la mesure où les autorités de marché peuvent ne pas s'y conformer dès lors qu'elles motivent leur décision selon une approche « *comply or explain* », celles-ci revêtent une grande importance pratique notamment si l'on tient compte de la pratique de certains régulateurs, dont l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), qui consiste à systématiquement intégrer les *guidelines* de l'ESMA dans leur doctrine.

Dans le cas présent, le projet de *guidelines* sur les concepts clés de la Directive AIFM vise à préciser chacun des éléments de définitions des FIA figurant à l'article 4(1) (a), à savoir la qualification d'organismes de placement collectif et les critères tenant à l'existence de levée de capitaux, d'une collectivité d'investisseurs et d'une politique d'investissement.

Il apparaît que les précisions apportées par l'ESMA demeurent de portée très générale. À notre sens, le texte définitif des *guidelines* ne devrait pas s'écarter outre mesure du projet soumis à consultation.

Outre la difficulté de définir des critères précis communs à l'ensemble des organismes de placement collectif, il semble que l'ESMA n'ait pas souhaité prendre le risque de restreindre le champ notion de FIA à travers l'énumération de critères rigides qui auraient facilité les possibilités de contourner la qualification de FIA.

1.1. La notion d'organismes de placement collectif

Selon l'ESMA, les organismes de placement collectif poursuivent un objectif de placement financier reposant sur la mise en commun de capitaux levés auprès d'investisseurs. L'objet de l'organisme de placement collectif est de générer, à travers une mutualisation des investissements et des risques, un rendement à travers l'acquisition, la détention et la cession d'actifs sous-jacents pour le compte des investisseurs.

Les organismes de placement collectif doivent ainsi être distingués des sociétés ayant un objet purement commercial dont l'objet est l'exploitation des actifs sous-jacents dans le cadre d'une activité commerciale ou entrepreneuriale.

L'organisme de placement collectif se caractérise également par la nature et l'étendue des prérogatives dont disposent les investisseurs. Selon l'ESMA, les investisseurs ne disposent d'aucun pouvoir discrétionnaire ou de contrôle s'agissant des décisions de gestion courante relatives aux actifs sous-jacents, ces décisions relevant de la responsabilité du gestionnaire

externe ou des organes de direction du fonds dans l'hypothèse d'organismes de placement collectif autogérés. Il convient de relever que cette limitation ne s'oppose pas à ce que soit reconnu aux investisseurs un pouvoir d'intervention plus étendu s'agissant des décisions de gestion les plus importantes (par opposition aux décisions prises dans le cadre de la gestion quotidienne des actifs).

La portée de ces premières indications utiles reste toutefois à relativiser dans la mesure où l'ESMA précise que l'absence de l'une ou de l'ensemble des caractéristiques évoquées ci-dessus ne permet pas, en soi, d'écarter la qualification d'organisme de placement collectif.

1.2. Le critère tenant à la levée de capitaux

La levée de capitaux est un critère expressément visé par l'article 4(1) (a) de la Directive AIFM. Dans le cadre de sa consultation, l'ESMA a entendu préciser la nature des opérations susceptibles d'être qualifiées de levées de capitaux, sans se prononcer pour autant sur la nature juridique de l'apport.

Selon l'ESMA, la notion de levée de fonds ou de capitaux doit être entendue de façon très large. Cette notion couvre toute démarche directe ou indirecte réalisée dans un cadre professionnel (« *by way of business* ») auprès d'un ou plusieurs investisseurs en vue d'obtenir la mise à disposition de capitaux ou des engagements de mise à disposition de capitaux, ainsi que toute communication commerciale entre l'organisme cherchant des capitaux ou une personne ou entité agissant pour son compte, et des investisseurs potentiels, et visant à obtenir la mise à disposition de capitaux.

La levée de capitaux peut se dérouler dans le cadre d'une opération unique (souscription initiale s'agissant d'un fonds fermé) ou dans le cadre d'une émission continue au fil de l'eau (souscriptions recueillies par les fonds ouverts).

Le principal apport des *guidelines* tient à la définition d'un certain nombre de situations qui ne devraient pas entrer dans le champ des opérations de levées de capitaux. Il s'agit par exemple des capitaux apportés par les membres de l'organe de direction ou certains salariés de l'entité qui bénéficie de l'apport ou de l'entité qui assure la gestion du portefeuille du bénéficiaire de l'apport. L'ESMA vise également les capitaux apportés par les membres de *family offices* préexistants.

La portée de ces différentes exclusions est à relativiser. En premier lieu, il semble, à la lecture des *guidelines*, qu'il ne s'agisse que de simples présomptions²⁴. Par ailleurs, ces exclusions ne sauraient être étendues à des situations où des investisseurs tiers se trouvent aux côtés des personnes mentionnées ci-dessus.

1.3. Le critère tenant à l'existence d'une collectivité d'investisseurs

Les organismes de placement collectif permettent la gestion collective de fonds levés auprès d'« *un certain nombre d'investisseurs* » pour reprendre les termes utilisés à l'article 4(1) de la Directive AIFM. Le caractère collectif des FIA résulte ainsi non pas de la pluralité des investissements réalisés, la

23 Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission.

24 ESMA, « *Consultation paper : Guidelines on key concepts of the AIFMD* », ESMA/2012/845, 19 décembre 2012, page 52 : « *When capital is invested in an undertaking by a natural or legal person or body of persons who is one of the following (...) this is not likely to be within the scope of raising capital* ».

définition des FIA n'incluant pas le principe de diversification des risques, mais de l'existence d'une collectivité d'investisseurs souscrivant les parts ou actions émises par le véhicule.

Dans le cadre de sa consultation, l'ESMA a formulé deux propositions à ce sujet.

En premier lieu, la référence à « un certain nombre d'investisseurs » implique que les dispositions légales, les documents constitutifs (statuts ou règlement) de l'organisme de placement collectif, ou toute autre disposition juridiquement contraignante ne contiennent aucune limitation de nature à interdire la levée de capitaux auprès de plus d'un investisseur.

En second lieu, le fait que les parts ou actions d'un organisme de placement collectif aient été souscrites par un investisseur unique ne s'oppose pas à ce que cet organisme de placement collectif soit qualifié de FIA. Cela sera notamment le cas dans l'hypothèse où l'investisseur unique agit pour le compte d'autres investisseurs (par exemple, lorsque l'investisseur est un fonds de fonds ou un fonds nourricier ou lorsqu'il agit en qualité de *nominee* représentant plusieurs bénéficiaires).

Les orientations de l'ESMA ne suivent pas une approche purement comptable de la notion de collectivité d'investisseurs, approche qui aurait consisté à exiger la présence d'au moins deux investisseurs. L'analyse du caractère collectif du véhicule suppose de s'interroger sur les règles applicables à la souscription et à la cession des parts et actions émises par l'organisme et sur la qualité de l'investisseur, étant précisé que la présence d'un investisseur unique ne devrait pas s'opposer, en tant que telle, à la reconnaissance de la qualité de FIA.

1.4. Le critère tenant à l'existence d'une politique d'investissement définie

L'existence d'une politique d'investissement définie est le dernier élément de définition d'un FIA précisé par l'ESMA.

La politique d'investissement a pour objet de régir la gestion des capitaux mis en commun par les investisseurs ayant participé à la levée de fonds en vue de générer un retour sur investissement.

L'ESMA énumère un faisceau d'éléments qui, individuellement ou de façon cumulative, tendent à démontrer l'existence d'une politique d'investissement. Au vu de ces éléments, il apparaît que le caractère « défini » d'une politique d'investissement suppose un certain degré de formalisation et de précision de son contenu.

S'agissant de la formalisation, la politique d'investissement doit figurer, en principe, dans les documents constitutifs du FIA ou dans un document distinct auquel les documents constitutifs renvoient, étant précisé qu'elle doit être définitivement arrêtée au plus tard au moment où les investisseurs s'engagent à l'égard du fonds.

S'agissant de son contenu, la politique d'investissement doit préciser les orientations d'investissement applicables. Ces orientations peuvent être définies par référence à une ou plusieurs catégories d'actifs, à des allocations d'actifs, à des stratégies d'investissement, à des zones géographiques, à un recours encadré à l'effet de levier, à des périodes minimum de détention ou à toute autre forme de contrainte visant à assurer une diversification des risques.

Enfin, le dernier élément caractéristique d'une politique d'investissement tient à sa nature juridique. L'ESMA précise que les termes de la politique tels qu'initialement arrêtés ou modifiés en cours de vie de l'organisme sont constitutifs d'obligations auxquelles l'organisme et l'entité qui en assure la gestion sont tenus de se conformer et dont les investisseurs peuvent se prévaloir. On relèvera que l'ESMA ne se prononce pas sur la nature de cette obligation qui peut trouver sa source dans différents droits.

Il convient de relever que la portée de ces différents éléments doit être relativisée. En effet, l'ESMA précise que l'absence de l'un ou de l'ensemble de ces critères ne permet pas, en soi, d'écarter la qualification de « politique d'investissement ». Cette prudence est parfaitement compréhensible. Une position inverse aurait permis d'écarter très facilement la qualification de politique d'investissement, par exemple, en ne formalisant pas dans les documents constitutifs une politique d'investissement mise en œuvre dans les faits.

2. La distinction entre FIA de type fermé et FIA de type ouvert dans le projet de normes techniques de réglementation

Les normes techniques de réglementation font partie des mesures de niveau 2 couvrant les dispositions techniques d'application des actes législatifs visés à l'article 1(2) du règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010²⁵. Ces normes sont élaborées par l'ESMA et adoptées par la Commission européenne, cette adoption leur conférant une force contraignante.

Dans le cas présent, le projet de normes techniques de réglementation relatives aux types de gestionnaires en date du 2 avril 2013 a été élaboré par l'ESMA sur le fondement de l'article 4(4) de la Directive AIFM. Ce projet a été transmis à la Commission européenne en vue de son adoption²⁶.

Le projet vise à établir une distinction entre les gestionnaires de FIA de type ouvert et les gestionnaires de FIA de type fermé, étant précisé qu'un même gestionnaire peut gérer des FIA fermés et des FIA ouverts. L'enjeu de cette distinction tient à l'existence d'obligations spécifiques propres à la gestion de chacun de ces deux types de fonds tenant à la gestion de la liquidité²⁷, à l'évaluation des actifs et au calcul de la valeur nette d'inventaire²⁸, et à l'application des dispositions transitoires²⁹.

25 R. Vabres, Instauration de l'Autorité européenne des marchés financiers et élaboration des normes techniques, RTDF n° 3 - 2010, pages 64 et s.

26 Conformément à l'article 290 du Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne, ce projet est soumis à la Commission pour approbation et transmis au Parlement européen et au Conseil, la Commission disposant d'un délai de trois mois pour se prononcer, étant précisé qu'elle peut en outre n'approuver les normes techniques que partiellement ou moyennant des modifications. Sur la procédure d'adoption : R. Vabres, précité, page 67.

27 En vertu de l'article 16(1) de la Directive AIFM, les gestionnaires de FIA de type fermé sont dispensés de mettre en place un système de gestion de la liquidité s'agissant des FIA de type fermé ne recourant pas à l'effet de levier.

28 Aux termes de l'article 19(3) de la Directive AIFM, les gestionnaires sont uniquement tenus d'évaluer les actifs et de calculer la valeur nette d'inventaire au moins une fois par an. Si le FIA est de type ouvert, ces évaluations et ces calculs sont également effectués avec une fréquence appropriée compte tenu à la fois des actifs détenus par le FIA et de la fréquence des émissions et des remboursements. Si le FIA est de type fermé, l'obligation

2.1. Les critères élaborés par l'ESMA

En pratique, il est généralement admis que la différence entre fonds ouverts et fonds fermés tient aux conditions de sortie du fonds, l'absence de mécanisme de rachat étant le critère distinctif des fonds de type fermé³⁰.

En substance, la notion de fonds fermé désigne des fonds ou des sociétés d'investissement dont la structure du capital est fixe. Ce type de fonds n'émet plus en principe de nouvelles parts ou actions au-delà de la période initiale de souscription, sauf augmentation de capital ultérieure. Ils se distinguent en cela des fonds dits « ouverts », dont le capital est variable, les parts étant constamment émises ou remboursées par le fonds.

D'un point de vue juridique, les fonds fermés sont le plus souvent définis, notamment dans les textes communautaires³¹, par opposition aux fonds ouverts. L'ESMA adopte, dans le cadre de son projet de normes techniques, une approche similaire reposant sur la définition de critères permettant de caractériser les FIA de type ouvert, les FIA ne répondant pas à ces critères devant être qualifiés de FIA de type fermé.

Selon l'ESMA, le critère permettant de caractériser les FIA de type ouvert tient à l'existence d'un droit au rachat des parts ou actions émises par le FIA bénéficiant à certains ou à l'ensemble des porteurs, étant précisé que ce droit au rachat est à la charge des actifs du FIA.

Ce droit au rachat doit revêtir les caractéristiques suivantes :

- il doit être susceptible d'être exercé au moins une fois par an ;
- il doit être exercé à un prix qui, avant déduction des commissions de rachat, ne s'écarte pas significativement de la valeur nette d'inventaire disponible au moment où la valeur de rachat doit être déterminée conformément aux documents constitutifs du FIA.

L'ESMA apporte par ailleurs deux précisions complémentaires.

En premier lieu, il est prévu que peut être assimilé à de tels rachats le fait pour un gestionnaire de prendre toutes les mesures nécessaires afin que la valeur des parts du FIA qu'il gère ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur d'inventaire nette, lorsque les parts sont négociées en bourse. Sur le modèle de la Directive OPCVM³², l'ESMA vise le fait de pouvoir céder les parts sur un marché secondaire, dès lors qu'il existe un mécanisme permettant de s'assurer que la valeur de marché ne s'écarte pas significativement de la valeur nette d'inventaire.

En second lieu, en vue de déterminer le caractère ouvert d'un FIA, les différents mécanismes contractuels prévus par les

documents constitutifs ou le prospectus du FIA visant (i) soit à suspendre le droit au rachat, (ii) soit à en restreindre l'exercice afin de tenir compte de l'absence de liquidité des actifs entrant dans la composition du portefeuille ne doivent pas être pris en compte.

Cette seconde précision revêt en pratique une importance certaine. L'existence de clause de *lock-up* dont l'objet est d'imposer une période minimum de détention durant laquelle l'investisseur ne pourra pas exercer son droit au rachat n'est pas de nature à remettre en cause le caractère ouvert d'un FIA, dès lors que le droit au rachat présente les caractéristiques présentées ci-dessus.

Il en est de même s'agissant des clauses de *side pockets*, de *gating*, de suspension ou de toute autre clause ayant pour objet de prendre en compte l'absence de liquidité des actifs entrant dans la composition du portefeuille du FIA.

2.2. Portée de la distinction

En principe, la portée de la distinction entre FIA de type ouvert et FIA de type fermé figurant dans le projet de normes techniques se trouve limitée aux seules dispositions de la Directive AIFM visant ces deux types de véhicules.

On peut cependant penser que les critères retenus par l'ESMA pourraient inspirer certains régulateurs pour les besoins de la définition du champ de l'offre au public et du placement privé prévu de la Directive 2003/71/CE. Ce texte trouve en effet à s'appliquer aux parts et actions émises par les organismes de placement collectif du type fermé sans que cette notion ne soit précisément définie³³.

La notion de FIA est donc centrale pour l'interprétation et la mise en œuvre de la Directive AIFM. Compte tenu de son caractère trop large et de la volonté du législateur communautaire d'y inclure sans distinction tous les types de fonds, les précisions qui seront apportées par l'ESMA et l'interprétation des régulateurs seront très observées. Gageons que cela créera de nouveaux débats juridiques dans les années à venir...

.....
d'évaluer les actifs et de calcul la valeur nette d'inventaire ne trouve à s'appliquer, en dehors de l'évaluation et du calcul annuel, qu'en cas d'augmentation ou de réduction du capital par le FIA concerné.

29 L'article 61 prévoit, sous certaines conditions, un certain nombre de dérogations à l'obligation d'obtenir un agrément au titre de la Directive AIFM bénéficiant aux gestionnaires de FIA de type fermé lancés avant le 22 juillet 2013.

30 S. Puel et G. Goffin, Décret du 10 août 2007 et fonds fermés : un premier pas dans le sens de la compétitivité de la place, RTDF n° 4, 2007, p. 128 et s.

31 Article 2(1) (o) de la Directive 2003/71/CE.

32 Article 1(2) (b) de la Directive OPCVM.

.....
33 S. Puel et G. Goffin, Décret du 10 août 2007 et fonds fermés : un premier pas dans le sens de la compétitivité de la place, RTDF n° 4, 2007, p. 129.

Infractions financières (délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles)

Brigitte Garrigues

Docteur en droit
Responsable du contentieux, Direction juridique et conformité, Crédit Agricole SA

Éric Dezeuze

Avocat à la Cour, Cabinet Bredin-Prat
Professeur associé à l'Université René Descartes (Paris 5)

Nicolas Rontchevsky

Agrégé des Facultés de droit
Professeur à l'Université de Strasbourg

Cour de cassation, deuxième chambre civile, 10 janvier 2013, n° 12-30.106

MOTS CLEFS : Information du public. – Manquement. – Sanction administrative. – Ordonnance de non-lieu. – Contrariété de décision (non).

RÉSUMÉ : Un arrêt de la cour d'appel de Paris du 20 mars 2007 a rejeté le recours formé par une personne à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers ayant prononcé à son égard une sanction pécuniaire pour inobservation des prescriptions relatives à la bonne information du public lors de l'introduction en bourse d'une société, puis une ordonnance de non-lieu de la juridiction d'instruction du tribunal de grande instance de Paris du 24 janvier 2011 a dit n'y avoir lieu à suivre contre la même personne du chef du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé.

Invoquant la contrariété existant, selon elle, entre ces deux décisions, la personne visée a sollicité, sur le fondement de l'article 618 du Code de procédure civile, à titre principal, l'annulation de celles-ci ou, subsidiairement, de la première seulement.

Mais dès lors que l'arrêt du 20 mars 2007 se fonde sur l'inobservation par la personne visée des prescriptions du règlement relatif à la bonne information du public s'agissant uniquement des prêts qui lui avaient été consentis personnellement alors que l'ordonnance du 24 janvier 2011 retient qu'il n'est pas établi que la personne visée a eu connaissance de ce que le prêt qu'il était prévu de consentir à une autre personne n'était pas régulièrement garanti, il en résulte que les deux décisions ne sont pas inconciliables dans leur exécution et que le moyen n'est pas fondé.

1. En droit français, les auteurs d'abus de marché visés par les articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier et

par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers sont susceptibles de faire l'objet d'une double poursuite et d'une double sanction, pénales et administratives, pour les mêmes faits. La compatibilité avec la règle *Non bis in idem* de cette dualité de poursuites et de sanctions, qui constitue une spécificité française¹, peut très sérieusement prêter à discussion².

2. Le législateur ne s'étant guère soucié de la coexistence et de l'articulation de ces deux procédures répressives, celles-ci peuvent aussi aboutir à une dualité de décisions pouvant apparaître incohérentes, par exemple lorsque les mêmes faits font l'objet successivement d'une décision de sanctions administratives de l'Autorité des marchés financiers puis d'une ordonnance de non-lieu de la juridiction d'instruction qui avait été saisie de l'affaire³. La personne visée peut-elle alors soutenir que les décisions successives sont inconciliables pour en obtenir l'annulation, en application des dispositions de l'article 618 du Code de procédure civile⁴? C'est à cette question inédite et particulièrement intéressante que répond, par la négative, un arrêt de la deuxième chambre civile de la Cour de cassation du 10 janvier 2013⁵.

3. En l'occurrence, un arrêt de la cour d'appel de Paris du 20 mars 2007 a confirmé la sanction pécuniaire de 400.000 € infligée par la Commission des sanctions de l'A.M.F. à l'encontre de l'associé d'une société pour avoir, en vue de l'introduction en bourse de celle-ci, sciemment délivré aux marchés, dans le prospectus d'introduction et dans le document de référence qu'il a signés, une information qu'il savait gravement erronée (cf. art. 632-1 Règl. gén. A.M.F.). En revanche, aux termes d'une ordonnance du 24 janvier 2011, la juridiction d'instruction du tribunal de grande instance de Paris a décidé qu'il n'y avait pas lieu à poursuivre sur les faits de diffusion d'informations fausses ou trompeuses (cf.

- 1 Cf. D. Martin, É. Dezeuze et F. Bouaziz, en collaboration avec M. Françon, *Les abus de marché, Manquements administratifs et infractions pénales*, LexisNexis, 2013, n° 500, note 11.
- 2 Cf. D. Martin, É. Dezeuze et F. Bouaziz, en collaboration avec M. Françon, *op. cit.*, n° 502 ; *adde* N. Rontchevsky, Pour en finir avec une acrobatie intellectuelle française : retour sur le cumul des procédures administratives et pénales en matière d'abus de marché, *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 610, § 237.
- 3 À l'inverse, certaines personnes mises hors de cause par l'A.M.F. peuvent voir l'action pénale les visant se poursuivre (tel est le cas, par exemple, dans l'affaire EADS).
- 4 Ce texte énonce, dans deux alinéas : « La contrariété de jugements peut aussi, par dérogation aux dispositions de l'article 605, être invoquée lorsque deux décisions, même non rendues en dernier ressort sont inconciliables et qu'aucune d'elles n'est susceptible d'un recours ordinaire ; le pourvoi en cassation est alors recevable, même si l'une des décisions avait déjà été frappée d'un pourvoi en cassation et que celui-ci avait été rejeté.
En ce cas, le pourvoi peut être formé même après l'expiration du délai prévu à l'article 612. Il doit être dirigé contre les deux décisions ; lorsque la contrariété est constatée, la Cour de cassation annule l'une des décisions ou, s'il y a lieu, les deux ».
- 5 Sur cette décision, cf. A. Dethomas, Cumul des poursuites en matière boursière et conciliabilité de décisions, *J.C.P.* 2013, 222.

art. L. 465, al. 2 C. mon. et fin.) relatives à la société concernée et matérialisées par le prospectus et le document de référence.

4. La personne sanctionnée a formé un pourvoi en cassation soutenant que, conformément à l'article 618 du Code de procédure civile, il y avait lieu d'annuler ces deux décisions ou encore la première seulement. Le pourvoi faisait valoir, plus précisément, qu'il y a contrariété de jugements, au sens de l'article 618 du Code de procédure civile, lorsque deux décisions dont l'une émane du juge pénal et l'autre du juge civil et qui ne sont pas susceptibles d'un recours ordinaire, sont inconciliables et aboutissent à un déni de justice. Tel était le cas en l'espèce, selon le pourvoi : les deux décisions attaquées, dont l'une émane de la juridiction civile et l'autre de la juridiction répressive, seraient inconciliables puisque la première déclare la personne visée coupable d'un fait dont la seconde la déclare innocente et l'on ne peut pas à la fois avoir voulu, et ne pas avoir voulu, commettre un même fait, avoir perpétré et n'avoir pas perpétré une même infraction. Cette inconciliableté, plaçant la personne visée dans l'impossibilité d'obtenir que justice lui soit rendue, serait constitutive d'un déni de justice. En conséquence, la personne visée demandait, à titre principal, que les deux décisions attaquées soient annulées, afin qu'elle se retrouve dans la situation qui était la sienne avant que la contrariété de décisions qui lui est préjudiciable se fût produite et, à titre subsidiaire, l'annulation de la première décision attaquée, afin que la contrariété de jugements soit résolue à son profit et non pas à son détriment, en soulignant qu'il est logique de faire prévaloir les décisions de la juridiction répressive sur celles des autres juridictions.

5. Alors que cette argumentation ne manquait assurément pas de pertinence, le pourvoi est néanmoins rejeté par la deuxième chambre civile : « Mais attendu que l'arrêt du 20 mars 2007 se fonde sur l'inobservation par M. X des prescriptions du règlement relatif à la bonne information du public s'agissant uniquement des prêts qui lui avaient été consentis personnellement, alors que l'ordonnance du 24 janvier 2011 retient qu'il n'est pas établi que M. X a eu connaissance de ce que le prêt qu'il était prévu de consentir à M. Y n'était pas régulièrement garanti ; qu'il s'ensuit que les deux décisions ne sont pas inconciliables dans leur exécution et que le moyen n'est pas fondé ».

6. La solution retenue par la deuxième chambre civile et sa motivation sont dans le droit fil de la jurisprudence antérieure sur cette question. Ajoutant au texte de l'article 618 du Code de procédure civile une condition qu'il ne prévoit pas, la haute juridiction affirme en effet de manière constante que l'inconciliabilité suppose que les deux décisions en cause ne puissent pas recevoir simultanément exécution⁶. Ainsi, il ne suffit pas que les deux décisions statuent différemment à propos d'un

même fait⁷. En d'autres termes, des décisions incohérentes ne sont pas nécessairement inconciliables.

7. Il faut encore souligner que, même si l'ordonnance de non-lieu de la juridiction d'instruction avait été rendue avant la décision de la Commission des sanctions de l'A.M.F., elle n'aurait pas nécessairement permis à l'intéressé d'être mis hors de cause dans le cadre de la procédure de sanction administrative. À cet égard, la cour d'appel de Paris a déjà jugé dans un arrêt du 13 mai 1997⁸ que « la circonstance qu'une ordonnance de non-lieu ait été rendue du chef du délit d'initié est indifférente, la présente instance (à savoir la procédure de sanction administrative au titre d'un manquement d'initié) et l'instance pénale ayant des fondements juridiques différents ». De son côté, la Commission des sanctions a affirmé, aux termes d'une décision du 21 septembre 2009, que « l'autorité de chose jugée au pénal, s'agissant d'une ordonnance de non-lieu d'un juge d'instruction, ne vaut que pour la seule voie pénale, et à condition que le non-lieu soit motivé en droit » et a ajouté que « la Commission des sanctions de l'A.M.F., qui, non seulement n'appartient pas à l'ordre judiciaire pénal, mais, de surcroît, n'est pas une juridiction, ne peut être liée, dans sa démarche de caractérisation d'un manquement administratif, par les termes d'une ordonnance de non-lieu rendue par un juge d'instruction ».

8. Même une décision de relaxe ne fait pas nécessairement obstacle à une décision de sanction administrative ou disciplinaire puisqu'aux termes d'un arrêt du 18 février 2011⁹, le Conseil d'État a considéré que « la circonstance que le tribunal de grande instance de Paris statuant en matière correctionnelle ait, par un jugement du 2 décembre 2009, prononcé la relaxe de M. X au titre de ses agissements du 3 juillet 2006, au motif que la preuve formelle de l'utilisation de l'information privilégiée n'était pas apportée, ne faisait pas obstacle à ce que la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers le sanctionne à raison de ces mêmes faits, dès lors qu'elle les estimait, au vu des éléments dont elle disposait, suffisamment établis ».

9. L'idée sous-jacente à ces solutions réside dans la dualité de fondements et de définitions des infractions, pénales, d'une part, et administratives ou disciplinaires, d'autre part. Elle n'emporte pas la conviction car, comme le souligne justement un auteur à propos de la double répression des infractions d'initiés¹⁰, « il est assez artificiel d'invoquer une différence de fondement des deux actions (régulation économique du marché d'un côté, loyauté des transactions de l'autre) » et « ces distinctions amphigouriques conduisent de surcroît à un renversement complet des valeurs » qui conduirait à reconnaître la primauté de la position du juge pénal.

10. Les différentes décisions ne peuvent toutefois pas être dénuées de toute autorité d'un ordre de juridiction à l'autre.

6 Cf. notamment Cass. soc., 12 mars 1987, *Bull. civ.* V, n° 162 (un jugement valide la désignation d'un délégué syndical tandis que l'autre l'annule) ; Cass. ch. mixte, 11 décembre 2009, *Bull. civ.* n° 2 : cet arrêt juge au visa de l'article 4 du Code civil, ensemble l'article 618 du Code de procédure civile, que le pourvoi dirigé contre deux décisions, dont l'une émane du juge pénal et l'autre du juge civil, est recevable lorsque, même non rendues en dernier ressort et alors qu'aucune d'elles n'est susceptible d'un recours ordinaire, elles sont inconciliables dans leur exécution et aboutissent à un déni de justice. Il relève que du rapprochement des dispositifs des deux arrêts attaqués, il résulte que la mainlevée de l'inscription provisoire d'hypothèque est refusée par un arrêt d'une chambre civile et accordée par un arrêt de la chambre de l'instruction, de sorte que ces décisions sont inconciliables dans leur exécution et aboutissent à un déni de justice. La haute juridiction en tire les conséquences en décidant que dès lors que la première décision de la chambre de l'instruction, rendue, à défaut de

disposition particulière dérogatoire, par la juridiction compétente pour connaître de l'appel d'une décision du juge des libertés et de la détention, est conforme à la doctrine de la Cour de cassation, il convient d'annuler la seconde, rendue par la chambre civile.

7 Cf. par exemple Cass. civ. 1^{re}, 18 octobre 1983, *Bull. civ.* I, n° 235 ; Cass. civ. 2^e, 7 novembre 1994, *Bull. civ.* II, n° 219 (un arrêt ayant retenu l'incompétence du juge des référés tandis que l'autre a confirmé l'ordonnance de référé).

8 *Rev. sociétés* 1997, p. 855, note B. Bouloc.

9 N° 321056, mentionné au *Rec. Lebon*.

10 W. Jeandier, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, 6^e éd., 2005, n° 121, note 3.

D'une manière générale, des auteurs¹¹ relèvent à juste titre que « *les ordres de juridiction n'évoluent pas en vase clos ; ils peuvent être amenés à connaître d'aspects différents d'une même affaire* ». Ainsi, les constatations factuelles décisives d'une décision pénale s'imposent non seulement au juge civil mais aussi à une autorité administrative.

11. La Commission des sanctions de l'A.M.F. l'a récemment admis, dans une décision du 14 juin 2012 qui, dans le cadre de poursuites du chef d'un manquement d'initié, a pris en considération une décision de relaxe définitive du juge pénal : « *Considérant que, par jugement, devenu définitif, en date du 11 mai 2012, le tribunal correctionnel de Paris a déclaré M. X non coupable du délit d'initié qui lui était reproché en raison des faits ci-dessus décrits aux motifs* » qu'il n'est pas suffisamment établi... qu'en passant l'ordre d'achat de 28 798 titres A, il ait eu conscience de détenir une information privilégiée ; « *qu'il convient donc d'examiner, en tenant pour acquises ces énonciations, support de la décision de relaxe, d'où il résulte que le mis en cause ne peut être retenu au titre de la conscience qu'il aurait eue du caractère privilégié de l'information, si M. X « aurait dû savoir », au sens du dernier alinéa de l'article 622-2 du règlement général de l'A.M.F., applicable en l'espèce pour avoir été spécifiquement visé au soutien du grief qui lui a été notifié, qu'il détenait une information privilégiée* ».

12. Il reste qu'il serait temps de mettre fin à l'insécurité juridique et de passer de la coexistence à la coordination des procédures répressives pénales et administratives¹², en s'inspirant des dispositions existant dans d'autres pays européens (au Royaume-Uni et en Allemagne notamment) qui organisent la dualité de répression en donnant priorité au juge pénal. La solution la plus cohérente devrait consister, dans le droit fil de la proposition de directive européenne du 20 octobre 2011 relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux abus de marché (qui impose une pénalisation des abus de marché intentionnels)¹³, à prévoir une option entre procédure administrative et procédure pénale, celle-ci ayant vocation à être réservée aux infractions les plus graves, à caractère intentionnel et aux cas où des victimes ont vocation à solliciter l'indemnisation de leur préjudice¹⁴.

■ N.R. ■

11 L. Cadiet, J. Normand, S. Amrani-Mekki, *Théorie générale du procès*, P.U.F., Thémis, 2010, n° 273.

12 Cf. en dernier lieu É. Dezeuze, *Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures répressives administrative et pénal ?*, in *Actualité des abus de marché*, Dossier, *R. D. banc. et fin.* 2013, 18, spéc. 2.

13 Doc. Com. 2011, 654 ; sur cette proposition de directive, cf. notamment, N. Mennesson, *Abus de marché : vers une refonte du régime communautaire ?* *J.C.P. E* 2011, 1881 ; D. Martin, *Trois questions 2012 : le renforcement du droit financier européen*, *J.C.P.* 2011, 653, spéc. 2 ; O.-T. Tieu, *Sur les propositions de règlement et de directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché* ; F. Peltier, *Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché*, *J.C.P. E* 2011, 1905 ; Th. Bonneau, *Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché*, *R.D. bancaire et financier* 2011, Étude, 34 ; N. Rontchevsky, *L'harmonisation des sanctions pénales in Les enjeux de la réforme de la directive Abus de marché*, *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 139, § 55.

14 Cf. É. Dezeuze, *art. préc.*, 2, B ; C. Ducouloux-Favard et N. Rontchevsky, *La procédure de sanction administrative des infractions boursières après le décret n° 97-774 du 31 juillet 1997*, *Bull. Joly Bourse* 1998, p. 107, § 31, spéc. n° 27.

Cour de cassation, chambre criminelle, 27 mars 2013, n° 12-81.047, publié au Bulletin

MOTS CLEFS : Délits boursiers. – Manipulation de cours (article L. 465-2 al. 1^{er} du code monétaire et financier). – Nécessité d'une opération réalisée sur le marché du titre (non). – Demande en justice excessive formulée contre un émetteur quelques jours avant la parution de ses comptes provoquant une chute du cours de bourse. – Absence de caractérisation d'une manipulation de cours. – Absence de caractérisation d'une autre infraction pénale.

RÉSUMÉ : Un émetteur de titres cotés a porté plainte et s'est constitué partie civile devant le doyen des juges d'instruction du chef de manipulation de cours en exposant que, dans le cadre d'un litige civil, son adversaire avait, trois jours avant la clôture de la procédure devant le tribunal, réévalué de façon artificielle sa demande, fixée initialement à moins de 2 000 000 euros, à plus de 61 000 000 d'euros. Le plaignant ajoute que cette nouvelle demande, intervenue à quelques jours de la publication de ses comptes et qu'il avait dû mentionner au titre des risques et litiges, a entraîné un effondrement du cours de son action.

Abstraction faite du motif erroné mais surabondant sur l'absence d'opérations sur le marché du titre, celles-ci n'étant pas exigées par l'article L. 465-2, alinéa 1^{er}, du code monétaire et financier, c'est à raison que la chambre de l'instruction saisie de l'affaire a confirmé le refus du juge d'instruction d'informer sur cette plainte. En effet, les faits dénoncés n'entrent pas dans les prévisions de cet article et ne peuvent admettre aucune autre qualification pénale.

1. Comme les marchés financiers, le marché de l'art est parfois le terrain de batailles acharnées, nourries par l'opposition des intérêts de ses acteurs. Les lecteurs de cette chronique ne voueront, je l'espère, aucune animosité envers leur auteur de les conduire à frayer sur ces terres que nous n'avons pas eu jusqu'alors l'occasion d'arpenter. En effet, la lutte (au marteau ?) entre l'une des grandes maisons de ventes aux enchères¹⁵ et l'un des principaux fournisseurs en ligne d'information sur les ventes publiques d'œuvres d'art, offre aux esthètes du droit boursier l'occasion rare d'un arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation relatif à de potentielles manipulations de cours. Les amoureux des abus de marché scrutant l'apparition de tels joyaux, comme l'amateur de l'Âge d'Or une nouvelle attribution à Veermer, nous livrons à leur gourmandise cette décision du 27 mars 2013. La haute juridiction y rejette le pourvoi formé par la société Artprice.com (appelons-la par commodité « Artprice »), société cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris, contre un arrêt de la chambre de l'instruction ayant jugé qu'il n'y avait pas lieu à instruire sa plainte avec constitution de partie civile contre diverses sociétés du groupe Christie's du chef de manipulation de cours.

15 La rigueur juridique devrait me faire dire « *société de ventes volontaires de meubles aux enchères publiques* » : v. art. L. 321-4 et s. du code de commerce.

2. Quels étaient l'origine et le fondement de cette plainte ? La lecture de la presse¹⁶ et de la communication publique d'Artprice¹⁷ permettent de prendre la mesure de l'antagonisme entre les deux acteurs de cette procédure. L'un des services offerts par Artprice consiste à recenser les œuvres d'art mises en vente publique, ou sur le point d'être présentées en vente publique, et à reproduire, sur le site internet qu'elle édite, ces œuvres ou des extraits des catalogues des maisons de ventes qui proposent ces objets d'art au jeu de l'offre et de la demande. En 2008, diverses sociétés du groupe Christie's (tout comme quatre autres maisons de ventes) avaient assigné Artprice en justice devant le tribunal de grande instance de Paris, soutenant notamment que la reproduction sur le site d'Artprice d'extraits de leurs catalogues était une atteinte à leurs droits d'auteur. Elles sollicitaient donc la réparation, par allocation de dommages et intérêts, d'une telle atteinte. Il semble qu'après avoir présenté une demande à hauteur de 2 millions d'euros, Christie's (appelons les sociétés demanderesse par cette dénomination commune) ait porté sa prétention, en 2010 et quelques jours avant la clôture des débats, à près de 63 millions d'euros, sans, selon Artprice, qu'un élément nouveau justifie cette augmentation sensible de ses prétentions¹⁸. Artprice a alors vu dans cette augmentation des prétentions de la demanderesse, une manœuvre susceptible de caractériser une manipulation du cours de son titre, alors que ce cours se serait effondré après qu'Artprice eut révélé la demande dans le cadre de sa communication financière. Ainsi qu'elle l'exposait dans sa documentation publique : « *Le groupe Christie's (...), en formulant des demandes exorbitantes sans aucun fondement sérieux, avait uniquement pour intention de faire en sorte que les sommes demandées soient prises en compte par Artprice et rendues publiques à ses 18 000 actionnaires pour impacter le cours de Bourse d'Artprice et tenter ainsi, des manœuvres, dont son propriétaire (...) est coutumier du fait depuis fort longtemps* »¹⁹.

3. Artprice déposait, le 2 avril 2010, une plainte avec constitution de partie civile devant un juge d'instruction pour manipulation de cours sur le fondement de l'article L. 465-2 du code monétaire et financier. Par ordonnance du 29 avril 2011, le juge d'instruction a refusé d'informer. Artprice a alors interjeté appel contre cette décision, et par arrêt du 28 novembre 2011, la chambre de l'instruction de la cour d'appel de Paris a confirmé l'ordonnance. La cour relevait que le fait pour Christie's d'assigner en justice une société cotée sur un marché réglementé en vue d'obtenir réparation de préjudice qu'elle estime avoir subi du fait de ses agissements, puis d'avoir réévalué ses demandes en justice contre la défenderesse dans le cadre de l'instance en cours, préalablement à la clôture de la procédure, ne saurait caractériser une manœuvre induisant autrui en erreur susceptible de constituer le délit d'action illicite sur le marché prévu et réprimé par les articles L. 465-1 et 2 du code monétaire et financier, alors même que la prétention serait, selon la partie civile, disproportionnée par rapport au préjudice invoqué. La chambre de l'instruction relevait, de plus, que la partie civile ne faisait état d'aucune opération sur le cours du titre. La Cour examinait

également les faits sous l'angle du délit de communication d'information fautive ou trompeuse, également incriminé par l'article L. 465-2 du code monétaire et financier, et retenait que ce délit de diffusion d'information fautive ou trompeuse ne saurait être en tant que tel caractérisé par le seul dépôt de conclusions devant un tribunal civil en vue de l'allocation de dommages-intérêts.

4. La société Artprice a formé contre cet arrêt un pourvoi en cassation, rejeté par l'arrêt ici rapporté. Artprice faisait valoir au soutien de ce pourvoi que le fait pour une société en litige avec une société cotée, d'émettre à l'encontre de cette dernière des prétentions artificielles en raison de leur montant extraordinairement élevé, tout en sachant que ces demandes auront une incidence sur les comptes que la société est tenue de publier puisqu'elles doivent y figurer sous la rubrique « *litiges en cours* », a pour effet d'induire le public en erreur et d'entraver le fonctionnement normal du marché, ce qui caractérise le délit de manipulation de cours. La décision de la cour d'appel ne serait pas légalement justifiée, dans la mesure où elle se serait bornée à apprécier le caractère délictueux du seul dépôt des conclusions de Christie's devant le tribunal de grande instance, sans rechercher si, par le biais de la publicité des comptes de la société Artprice, à laquelle celle-ci est légalement tenue, Christie's n'avait pas entendu, en formulant des demandes considérées par Artprice comme artificielles et disproportionnées, entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant le public en erreur sur la situation ou les perspectives financières de l'émetteur. Identiquement, la décision de la chambre de l'instruction aurait trop rapidement écarté l'examen de la qualification de diffusion d'information fautive ou trompeuse : ce délit serait caractérisé par la formulation par une société de prétentions artificielles et d'un montant manifestement disproportionné à l'encontre d'un émetteur de titres cotés avec lequel elle est en litige, dès lors que la publicité obligatoire des comptes de l'émetteur est de nature à induire en erreur le public sur sa situation et ses perspectives financières ; la cour d'appel n'aurait pas recherché si Christie's n'avait pas entendu, en formulant des demandes manifestement disproportionnées, diffuser, ne serait-ce qu'indirectement, une information trompeuse sur la situation ou les perspectives financières de celle-ci.

5. Le pourvoi est lapidairement rejeté par l'arrêt du 27 mars 2013 de la Cour de cassation, dont la décision ne doit pas pour autant être négligée (elle est honorée d'une publication au bulletin des arrêts de la chambre criminelle). La Cour se penche en effet sur la qualification susceptible d'être donnée aux agissements dénoncés par Artprice, tant sur le terrain de la manipulation de cours, que des autres qualifications envisageables.

I. La qualification de manipulation de cours

6. Pour ce qui a trait à la qualification de manipulation de cours, en premier lieu, la Cour de cassation relève une erreur dans la motivation de la chambre de l'instruction qui, rappelons-le, avait considéré, pour confirmer le refus d'instruire, qu'aucune opération n'avait été réalisée par Christie's sur le marché du titre.

La chambre criminelle affirme ainsi que le délit de manipulation de cours, tel qu'incriminé par l'article L. 465-2 du code monétaire et financier, n'exige pas que la manipulation procède d'opérations sur le marché du titre.

16 V. par exemple le Journal des Arts n° 321 du 19 mars 2010 : *Christie's s'attaque à Artprice*.

17 Document de référence de la société Artprice.com déposé à l'AMF le 27 juillet 2012, p. 156. L'observateur s'imposera une distance raisonnable dans la présentation des faits que font les parties à ces procédures, où le ton des échanges est vif et polémique.

18 Voir le communiqué d'Artprice.com du 9 février 2010.

19 Document de référence de la société Arprice.com, précité, p. 156.

Cette solution s'inscrit dans la conception qu'une partie de la doctrine retient du délit²⁰. Rappelons la définition que le texte d'incrimination donne de l'infraction : « *Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L. 465-1 le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché en induisant autrui par erreur* ». Aucune exclusive n'existe donc à la nature des manœuvres, qui peuvent certes procéder d'ordres passés sur le marché ou d'opérations réalisées sur les titres de l'émetteur²¹, mais qui ne se limitent pas à de telles circonstances. Cette vision de l'infraction concorde avec les travaux préparatoires à la loi du 22 janvier 1988 qui a créé l'incrimination sous sa forme moderne²².

7. Mais cette erreur de la cour d'appel affectant la motivation de son refus d'informer n'a emporté aucune conséquence sur la légalité de sa décision, le motif considéré n'étant que surabondant.

Ainsi, pour la chambre criminelle, les faits tels que décrits par la partie civile n'étaient pas susceptibles de relever de la définition de la manipulation de cours donnée par l'article L. 465-2 du code monétaire et financier, ni même revêtir la moindre qualification pénale.

Cette formulation catégorique de la Cour suprême ne permet certes pas de décrire la confrontation par les juges de cassation des faits dénoncés par la partie civile aux éléments constitutifs du délit de manipulation de cours. Mais, comme nous allons le vérifier, cette solution s'imposait.

8. En l'occurrence, selon Artprice, la manipulation alléguée aurait procédé de l'anticipation par Christie's de la nécessité qu'aurait Artprice de révéler au marché la teneur des demandes en justice auxquelles cette dernière était confrontée, et de l'effet d'une telle révélation sur le cours du titre. Une telle analyse semble difficilement vérifiable.

Il est en premier lieu difficilement concevable qu'une demande en justice, exercice d'un droit fondamental²³, puisse caractériser une manœuvre, si elle ne vient pas à être qualifiée d'abusives par le juge qui en est saisi. La constatation d'un tel abus par la juridiction devant laquelle la demande est formulée serait donc à mon sens une condition préalable à la caractérisation de la manœuvre, tant il est difficilement concevable qu'un juge diffère de celui saisi du litige premier puisse

apprécier le sérieux ou la légèreté des arguments échangés dans son cadre.

Mais de surcroît, à supposer même que la prétention en justice procède d'un tel abus, par exemple en raison de son caractère totalement artificiel et déraisonnable, sa formulation caractériserait-elle pour autant une manœuvre ayant pour objet d'induire autrui en erreur, comme l'exige le texte d'incrimination ? Cet élément paraît, de façon générale, improbable, et, dans l'espèce qui nous intéresse, illusoire. Ainsi, supposer que l'auteur d'une demande formulée en justice contre un émetteur de titres cotés vise que la publicité donnée à sa demande pèse sur le cours revient à admettre par principe qu'il spéculé que cette demande va être communiquée dans des termes tels qu'elle sera accueillie comme argent comptant (ou plutôt comme perte promise) par le marché. Ceci est difficilement envisageable : comment croire qu'un émetteur, confronté à une demande formulée de mauvaise foi par son contradicteur, la communique au marché sans la contextualiser, et qu'il ne précisera pas lors de sa communication s'il accepte cette demande, s'il va la combattre ou quels arguments il a vocation à lui opposer... Ainsi, sauf circonstances exceptionnelles, dont la preuve serait particulièrement délicate à rapporter, la recherche par un plaideur d'un impact de ses demandes sur le cours de bourse de l'émetteur face auquel il est en procès paraît improbable.

9. En l'occurrence, toute tentative de manipulation aurait d'ailleurs été vaine : Artprice, dans le même temps où elle révélait l'augmentation des prétentions de Christie's à son encontre, dénonçait avec force l'absence de fondement qu'elle prêtait à ces demandes et les stigmatisait au demeurant comme violant le code monétaire et financier²⁴. Il est donc douteux que la présentation du litige en des termes aussi peu complaisants envers son contradicteur et ne permettant d'accorder aucun crédit aux demandes de son adversaire, ait pu être à l'origine d'une baisse du cours du titre²⁵. De surcroît, Artprice soulignait dans sa plainte que l'augmentation substantielle des demandes de Christie's avait été formulée quelques jours seulement avant la publication des comptes de l'émetteur. Mais en toute logique avec la communication d'Artprice sur son contentieux avec Christie's, ces comptes n'ont pas reflété, sous forme de provisions, quelque risque lié à la demande formulée par son adversaire²⁶. Le coup d'épée judiciaire de Christie's n'était donc, traduit par Artprice, qu'un coup dans l'eau financière et comptable.

La décision ici commentée est donc fort remarquable, en ce qu'elle apporte, par différence, un exemple de ce que n'est pas une manipulation de cours.

II. Autres qualifications envisageables

10. Rappelons, en second lieu, que la Cour de cassation a également pris le soin de souligner que les agissements de Christie's dénoncés par Artprice ne pouvaient admettre,

20 Voir en ce sens : T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^e ed. 2010, n° 503. Mais *contra* : C. Ducouloux-Favard et N. Rontchevsky, *infractions boursières*, Ed. Joly 1997, n° 216 ; H. de Vauplane et O. Sinaré : *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, Rev droit bancaire et bourse, 1996, p. 158, spéc. p. 166.

21 Voir par exemple, les achats massifs de titres caractéristiques d'une « bouillotte » : TGI Paris, 14 mars 1990, Bull. Joly Bourse 1990, p. 777 et CA Paris, 19 février 1991, Dr. Pénal 1991, n° 202, obs. J.-H. Robert ; ou les acquisitions contournant les règles du rachat par une société de ses propres actions, destinés à soutenir artificiellement le cours de l'émetteur : Cass. crim., 28 janvier 2009, Bull. Joly Bourse 2009, p. 170 note J. Lasserre Capdeville, JCP E 2009, p. 1400, obs. J.-H. Robert.

22 Rapport n° 1073 de la commission des finances de l'Assemblée nationale, doc. AN 1987-1988, qui retient parmi les manœuvres, notamment, celles qui visent à créer des mouvements du cours par la diffusion de nouvelles ou de rumeurs.

23 J.-M. Coulon et M.-A. Frison-Roche, « *Le droit d'accès à la justice* », in *Libertés & Droits fondamentaux*, Dalloz, 2008, n° 561 ; Ph. Pedrot, « *Les droits fondamentaux spécifiques au procès civil* », in *Libertés & Droits fondamentaux, op. cit.*, n° 673.

24 Communiqué précité d'Artprice.com du 9 février 2010 « *Artprice : Christie's récidive pour tenter en vain d'accaparer Artprice à moindre coût...* », et communiqué du 12 février 2010, annonçant notamment la plainte d'Artprice pour manipulation de cours.

25 Souvenons-nous, néanmoins qu'une absence d'impact d'une manœuvre sur le cours du titre n'interdit pas la caractérisation du délit.

26 Les seules charges inscrites dans les comptes d'Artprice au titre du « litige Christie's » pour l'exercice 2009 publiés le 30 avril 2010 ne s'élèvent qu'à 2.000 euros : rapport financier annuel d'Artprice pour l'exercice 2009, p. 84.

au delà de la manipulation de cours, aucune autre qualification pénale. La précision est un écho au grief de diffusion d'information fausse ou trompeuse, évoqué devant la chambre de l'instruction. Ici aussi, la constatation emporte la conviction. Il ne pourrait être reproché à un plaideur formulant une demande contre un émetteur une diffusion, fût-elle indirecte, d'une information sur cette procédure, au motif que l'émetteur devra communiquer l'information relative à cette procédure si elle est suffisamment sensible. Une telle communication ne serait l'œuvre que de l'émetteur lui-même, et il n'est pas concevable d'imputer une telle diffusion à la personne à l'origine de la demande en justice, de même qu'une personne ne peut être considérée comme l'auteur de la communication de cette information par l'émetteur ou de sa diffusion par un tiers, au seul prétexte qu'elle ferait l'objet de l'information en question ou serait concernée par une telle information.

11. En revanche, toute différente pourrait être l'analyse, sur le terrain de l'une ou l'autre des incriminations pénales, si l'auteur d'une demande en justice diffusait lui-même dans le public des informations fausses ou trompeuses sur sa demande ou sur l'impact potentiel de ses prétentions sur la situation financière de l'émetteur. L'on pourrait ainsi concevoir le relais médiatique donné à des demandes en justice artificiellement élevées, pour faire planer des craintes sur les conséquences pour la solidité financière de l'émetteur de la perte de son procès. Ou encore l'animation fictive de débats sur des forums boursiers autour des conséquences de l'action en justice engagée contre l'émetteur. Il serait alors concevable de rechercher sa responsabilité pénale ou administrative, soit qu'il ait sciemment diffusé une information inexacte ou infidèle sur son action judiciaire²⁷, soit qu'il ait cherché à tromper le public sur la portée véritable de cette action sur le cours du titre. Mais ici encore, l'on comprend la difficulté qu'il y aurait à démontrer l'intention délictueuse qui a animé l'auteur de tels agissements.

■ E.D. ■

27 V., au sujet d'informations erronées relatives à un émetteur sciemment diffusées par un concurrent sur un site internet : T. Com. Paris, 9 janvier 2004, Bull. Joly Bourse 2004, p. 255, note C. Ducouloux-Favard ; ou par un tiers sur un forum de discussion boursier sur Internet : AMF, Commission des sanctions, 1^{er} octobre 2009, Bull. Joly Bourse 2010, p. 132, note É. Dezeuze.

Exonération de TVA des prestations de conseil en investissement rendues à des sociétés de gestion de fonds : les apports de l'arrêt GfBk de la CJUE

Cyril Valentin

Avocat associé

Bertrand Lacombe

Avocat à la Cour

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP

La Cour de justice de l'Union européenne (**CJUE**) a jugé le 7 mars dernier¹ que l'exonération de taxe sur la valeur ajoutée (**TVA**) des prestations de gestion de fonds devait bénéficier aux prestations de conseil en investissement rendues par des tiers à la société de gestion du fonds. Cette décision, qui désavoue la jurisprudence récente de la cour administrative d'appel de Paris, devrait clore le débat relatif au traitement au regard de la TVA de certaines prestations rendues au bénéfice de gérants de fonds français.

I. L'exonération des prestations de gestion de fonds prévue par les textes

L'article 261 C-1° f) du Code général des impôts (**CGI**), issu de la directive 2006/112/CE², exonère de TVA la « gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et de fonds communs de créances », sans autre précision.

L'administration fiscale française, dans ses commentaires relatifs aux « opérations de gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et de fonds communs de créances ou de titrisation » précise que l'exonération concerne les opérations de gestion « *indissociables*³ » de l'activité d'un

organisme de placement collectif en valeurs mobilières (**OPCVM**). Elle ajoute que l'exonération s'étend aux « *frais et commissions perçus lors de l'émission ou du placement de parts de fonds communs de placement ou de créances [et] lors de la gestion des fonds communs de placement ou du fonds commun de créances*⁴ ».

En l'absence de définition dans la directive ou le CGI des prestataires et des services concernés par cette exonération, la CJUE, et en France le Conseil d'État, ont progressivement dessiné les contours de cette exonération.

II. Les premiers contours de l'exonération définis par la jurisprudence

Dès 2001, le Conseil d'État⁵ a considéré, s'agissant des commissions versées par une société de gestion d'un fonds commun de placement à une autre société de gestion à laquelle la première avait délégué certaines opérations administratives et comptables, que l'exonération est applicable dès lors que les prestations déléguées « *se rattachent exclusivement aux opérations expressément exonérées* »⁶. Sous le même visa, il a ensuite été jugé que les opérations de commercialisation d'un fonds (démarchage de la clientèle, ...) ne constituent pas des prestations exonérées de gestion des actifs du fonds⁷.

Cette notion de « *rattachement exclusif* » trouve son corollaire dans celle de « *services remplissant des fonctions spécifiques et essentielles à la gestion des fonds* » qu'a développé le juge communautaire dans l'arrêt *Abbey National*⁸. Dans cette affaire, la CJUE a considéré à son tour que les services de gestion administrative et comptable des fonds fournis par un tiers peuvent être exonérés de TVA, « *s'ils forment un ensemble distinct, apprécié de façon globale, et sont spécifiques et essentiels pour la gestion de ces fonds* ». Le juge communautaire va toutefois plus loin, en affirmant que la gestion de fonds est une notion communautaire, et en rappelant que celle-ci est définie en fonction de la nature des prestations des

..... les juges français et communautaire dans les affaires *Sogefonds* et *Abbey National* (voir *infra*).

- 4 BOI-TVA-SECT-50-10-10-20120912, n° 340.
- 5 CE, 6 avril 2001, n° 224406, *Sogefonds* : RJF 7/01 n° 924 ; BDCF 7/01 n° 91.
- 6 Un raisonnement analogue avait été tenu par le Conseil d'État s'agissant de prestations se rattachant exclusivement à des opérations d'octroi, de gestion et de négociation de crédits, et à des opérations d'assurance et de réassurance (CE, 21 janvier 1991, n° 86017, *Unidecam* ; n° 87701, *Unicefi* 82 : RJF 3/91 n° 273, concl. Ph. Martin Dr. fisc. 6/92 c. 238 ; CE, 11 décembre 1992, n° 119138, *SCAF* : RJF 2/93 n° 204, BDCF 2/93 p. 26)
- 7 CAA Paris, 20 septembre 2004, n° 03-2546, *SAS Euromarché* et CAA Paris, 20 septembre 2004 n° 01-25, *Sogara* : RJF 6/05 n° 543. Ces prestations étaient toutefois exonérées en application de la doctrine administrative (instruction 3 L-1-79 du 31 janvier 1979) étendant l'exonération aux commissions perçues lors « *du placement de parts de fonds* ». Cette doctrine a été reprise au Bofip (voir *supra*).
- 8 CJCE, 4 mai 2006, aff. 169/04, *Abbey National* : RJF 7/06 n° 972.

- 1 CJUE, 7 mars 2013, aff. 275/11, *Gesellschaft für Börsenkommunikation (GfBk)*.
- 2 L'article 135 1. g) de la directive 2006/112/CE du 28 novembre 2006 dispose que « *les États membres exonèrent [...] la gestion de fonds communs de placement tels qu'ils sont définis par les États membres* ».
- 3 BOI-TVA-SECT-50-10-10-20120912, n° 330. On observera que ce critère de l'« *indissociabilité* », développé par la direction de la législation fiscale dans un colloque du 27 septembre 2005, se rapproche de celui dégagé par

services fournis et non en fonction de celui qui les fournit⁹. Il est ainsi clairement précisé que des services exonérés de gestion de fonds peuvent être réalisés par un tiers au gestionnaire du fonds. La Cour fournit en outre une liste, non exhaustive, de services d'administration qui, spécifiques à l'activité des fonds, doivent en conséquence être exonérés de TVA¹⁰.

III. L'apport de l'arrêt GfBk

La société allemande GfBk, développant une activité de conseil financier et de commercialisation d'actifs financiers, avait conclu un contrat de prestation de services avec une société de gestion de fonds commun de placement. Au titre de ce contrat, GfBk rendait à ladite société de gestion des prestations de conseil en investissement qui se traduisaient par l'élaboration de recommandations de vente ou d'achat de titres et étaient rémunérées selon un pourcentage de la valeur du fonds. Suite au refus de l'administration fiscale allemande d'exonérer de TVA ces prestations et au recours formé par la société GfBk, la CJUE a été saisie d'une question préjudicielle visant à déterminer si et dans quelles conditions les prestations de conseil en placement de valeurs mobilières fournies par un tiers à une société de gestion pouvaient bénéficier de l'exonération prévue pour la « *gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières* ».

La Cour répond positivement à cette question. Pour déterminer si les prestations « *consistant à adresser des recommandations d'achat et de vente d'actifs à une société de placement de capitaux* » sont spécifiques et essentielles à la gestion de fonds, elle recherche si celles-ci « *présentent un lien intrinsèque avec l'activité spécifique* [de la société de gestion de fonds], *qui consiste dans le placement collectif en valeurs mobilières des capitaux recueillis auprès du public* ». Ce critère du lien « *intrinsèque* » avec l'activité de la société de gestion de fonds vient ainsi préciser la notion de services « *spécifiques et essentiels pour la gestion* » issue de la jurisprudence *Abbey National*. En l'espèce, le lien intrinsèque entre des conseils en investissement en valeurs mobilières et l'activité de gestion de valeurs mobilières développée par la société de gestion tombe sous le sens. La Cour suit le raisonnement de l'avocat général qui, dans ses conclusions, soutenait que ce lien, caractérisé dans l'arrêt *Abbey National* s'agissant d'activités administratives, était « *a fortiori* » caractérisé « *pour un service spécifique tel que celui de conseil et d'information en matière de gestion du fonds* »¹¹. En d'autres termes, la qualification retenue pour certaines activités dites de *back office* (tenue de comptabilité, calculs de valeurs liquidatives) vaut à plus forte raison pour celles relevant du *front office*.

Si cette décision confirme la position du Luxembourg, qui avait du reste formulé des observations écrites dans le cadre de l'affaire GfBk, elle prend en revanche l'exact contrepied

de celle adoptée par la cour administrative de Paris dans deux arrêts récents¹². Les faits étaient pourtant semblables à ceux tranchés dans l'affaire GfBk : la société DPA Invest rendait à une société de gestion de fonds des prestations de conseil en investissement¹³ qui étaient rémunérées à hauteur d'une portion de la commission de gestion perçue par la société de gestion. La cour administrative d'appel de Paris a toutefois considéré que les prestations en cause « *contribuaient directement et de façon déterminante à la politique d'investissement du fonds* », mais que pour autant « *elles ne sauraient être regardées comme des prestations de gestion* » exonérées. Ce faisant, la juridiction parisienne semble avoir suivi la lecture très restrictive de l'arrêt *Abbey National* proposée par son rapporteur public, selon laquelle ces prestations sont taxables dès lors qu'elles ne constituent ni une délégation de gestion ni des services de gestion administrative et comptable spécifiques et essentiels pour la gestion du fonds. L'arrêt GfBk condamne définitivement une telle lecture. En revanche, les prestations de gestion de portefeuille sous mandat rendues à des personnes physiques restent taxables, comme la CJUE l'a récemment confirmé.¹⁴

Dans sa décision GfBk, le juge communautaire (ré)affirme l'exonération de TVA des prestations rendues par une société de conseil en investissement à une société de gestion française d'un OPCVM (fonds commun de placement, fonds commun de placement à risque, société d'investissement à capital variable). À cet égard, on observera avec intérêt le sort des pourvois dans les affaires *DPA Invest* tranchées par la cour administrative de Paris, ainsi que l'extension éventuelle de cette solution aux prestations rendues à des gestionnaires de fonds alternatifs, dans le cadre de la retranscription prochaine de la directive 2011/61/UE¹⁵.

9 Voir également CJUE, 5 juin 1997, aff. 2/95, *SDC* : RJF 8-9/97 n° 871 et CJCE, 27 octobre 1993, aff. 281/91, *Muys en De Winter's Bouw* : RJF 1/94 n° 116.

10 Point 13 de l'arrêt précité. Il s'agit des prestations indiquées à l'annexe II de la directive 85/611 sous la rubrique « Administration » : services juridiques et de gestion comptable du fonds, demandes de renseignement des clients, évaluation du portefeuille et détermination de la valeur des parts, contrôle du respect des dispositions réglementaires, tenue du registre des porteurs de parts, répartition des revenus, émissions et rachats de parts, dénouement des contrats, enregistrement et conservation des opérations.

11 Conclusions de l'avocat général M. P. Cruz Villalón, présentées le 8 novembre 2012, point 34.

12 CAA Paris, 10 avril 2013, n° 12PA01745, *SAS DPA Invest*, et 7 mars 2012 n° 10PA03688, *SAS DPA Invest* : RJF 6/12 n° 582.

13 Ces prestations consistaient, en pratique, à analyser les informations utiles à la détermination de la stratégie de gestion, à assister la société de gestion dans la détermination et la mise en œuvre de sa stratégie d'investissement, à fournir des conseils stratégiques et d'investissement ou de désinvestissement, à établir un rapport de gestion mensuel du fonds et à participer aux réunions de présentation commerciale et de reporting organisées à l'intention des investisseurs.

14 CJUE, 19 juillet 2012, aff. 44/11, *Deutsche Bank AG* : RJF 11/12 n° 1090.

15 Les textes de transposition de la directive 2011/61/UE ont été mis en consultation le 17 avril 2013. Ceux-ci prévoient de compléter l'article 261 C-1° f) du CGI comme suit : [est exonérée de TVA] « *la gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des FIA relevant des paragraphes 1, 2 et 6 de la sous-section 2, du paragraphe 2 ou du sous-paragraphe 1 du paragraphe 1 de la sous-section 3, ou de la sous-section 4 de la section 2 du chapitre IV du titre 1^{er} du livre II du code monétaire et financier et de fonds communs de créances* ».

Mathilde du Mesnildot

Secrétaire de rédaction

I - Sélection d'ouvrages en droit français



Boris BARTELS, Julien ERNOULT, Sandra HAFNER, Inci METIN
European Banking and Financial Services Law
 Larcier, 5th édition
 March 2013

The initiative to improve the level of integration in banking and financial services law within the European Union, ongoing since the end of the seventies, has been largely successful. About 90 % of the national laws regarding financial services are based on European law. The fifth edition of "European Banking and Financial Services Law", published by the European Association of Public Banks (EAPB) in co-operation with Editions Larcier, is a practical guide to the entire field of EU law in this area. The book, which is available as from today onwards, approaches the financial subjects thematically. For each of the distinct areas of practice it offers such essential guidance as the following : concise summary of the law as it stands and its legislative history, overview of laws binding and in force, pending legislation not yet adopted, issues under discussion in the European Parliament and the Council.

Préface d'Henning Schoppmann. Sous la coordination de Miriam Roemers.



Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE du CHAMBON, Renaud SALOMON
Droit pénal des affaires
 LexisNexis, 3^e édition
 Mars 2013

L'objectif récurrent d'une dépenalisation de la vie des affaires prouve que le risque pénal de l'entreprise n'a jamais été aussi présent. Dans une société dont les équilibres sociaux passent par un contrôle et une régulation de l'activité économique, le droit pénal des affaires représente une arme utile dans la lutte contre une certaine criminalité « en cols blancs ». Au-delà de comportements délibérément malhonnêtes, la complexité des relations économiques expose dirigeants et cadres à un risque pénal, accru notamment par une inflation législative de l'ensemble des disciplines juridiques,

dont ils doivent mesurer l'étendue. Ce manuel, résolument pédagogique et pratique, adopte une conception large du droit pénal des affaires en tentant de dépasser le champ traditionnel affecté à la discipline. En plus de l'examen des infractions habituelles (vol, escroquerie, abus de confiance, faux, recel...), il propose l'étude d'autres incriminations relevant de l'immatériel ou de l'environnement de l'entreprise. Sont ainsi abordés les rapports entre le droit pénal et les créanciers de l'entreprise, le banquier ou encore les consommateurs. Ce livre intègre la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 et les dernières évolutions tant législatives ou réglementaires que jurisprudentielles.

Patrick Maistre du Chambon est professeur des facultés de droit et doyen honoraire de la faculté de droit de Grenoble. Agathe Lepage est professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II). Renaud Salomon est conseiller référendaire à la Cour de cassation et professeur associé à l'Université de Paris XII.



Jean-Marc MOULIN
Le droit de l'ingénierie financière – Le droit du financement du haut de bilan des sociétés
 Gualino, 4^e édition
 Mars 2013

Le droit de l'ingénierie financière, encore appelé droit spécial des sociétés, s'intéresse aux outils et techniques juridiques qui permettent d'assurer, dans un cadre sécurisé car conforme à la loi, à la fois le financement du haut du bilan des sociétés et leurs principales opérations capitalistiques (transmission, fusions/acquisitions, holding de reprise, titrisation). Aussi, cet ouvrage présente-t-il l'ensemble des règles juridiques (droit financier, des sociétés, fiscal, des contrats...) qui constituent autant d'outils mis à la disposition des directeurs financiers des sociétés, des ingénieurs financiers des banques d'investissement et des opérationnels des sociétés financières pour mettre en œuvre les véhicules d'investissement et les montages financiers qui sont régulièrement sollicités dans la finance de marché et le capital-investissement. Sont abordées successivement les opérations sur valeurs mobilières, les opérations sur les structures sociétaires (cession de contrôle, offres publiques, fusions, scissions et apports partiels d'actifs, opérations à effet de levier, pactes d'actionnaires), les opérations de développement (capital-risque, introduction en bourse) et la réorganisation du bilan. Au total, le lecteur de cet ouvrage, qu'il soit étudiant ou professionnel, bénéficiera d'une approche du droit de l'ingénierie financière tout à la fois pratique et illustrée par de nombreux exemples tirés de la vie financière.

Jean-Marc Moulin est professeur des universités à l'Université de Caen et co-directeur du Master de gestion des actifs, contrôle des risques et conformité à l'IAE de Caen (IUP

Banque Assurance) et co-directeur du Master de droit des affaires DJCE à la faculté de droit de Caen.



Konstantinos SERGAKIS
La transparence des sociétés cotées en droit européen
IRJS Editions
Mars 2013

Thèse honorée du prix solennel André Isoré 2011 de la Chancellerie des Universités de Paris en droit privé et de la *Special Grant* 2011/2012 de la Fondation « Alexander S. Onassis ».

La transparence des sociétés cotées est le principe qui paraît le mieux adapté non seulement pour prévenir les conséquences néfastes de la déstabilisation des marchés financiers, mais aussi pour ouvrir une nouvelle voie, plus élaborée et plus juste, pour l'avenir du capitalisme moderne. Le constat récurrent de tous les efforts du droit européen sur les aspects de l'information divulguée par les sociétés, témoigne d'un processus d'approfondissement et d'actualisation de cette information à travers les différents outils communautaires. Néanmoins, en cherchant à rendre la législation européenne attractive pour les sociétés, le droit européen instrumentalise la transparence dans un souci d'efficacité et d'adaptabilité aux techniques employées par ces sociétés, ce qui risque de compromettre sa finalité ainsi que son aptitude à la sécurisation de la protection des investisseurs. Notre étude tente de démontrer, tout d'abord, que le législateur européen n'a franchi, jusqu'à présent, qu'une étape relativement modeste quant à la capacité d'exercer son pouvoir contre les pratiques opaques des sociétés cotées. Ensuite, il convient de proposer l'instauration d'un nouveau cadre de régulation – qui permettra au droit d'explorer de nouveaux moyens d'intervention – d'un nouveau cadre informationnel à imposer aux sociétés cotées ainsi que d'un nouveau régime de sanctions, fondé, entre autres, sur un constat, qui a trait aux méthodes de manipulation de la transparence par les sociétés, lequel semble jusqu'à présent méconnu par la doctrine et la jurisprudence.

Préface de **Jean-Jacques Daigre**.



Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
Finance islamique – Les normes de conformité de l'AAOIFI
Eska
Février 2013



Conseil des prélèvements obligatoires
Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier
La documentation française
Février 2013

Aucune étude approfondie n'a été consacrée aux prélèvements obligatoires des entreprises du secteur financier. L'ambition du douzième rapport du Conseil des prélèvements obligatoires est d'aborder ce sujet dans le contexte renouvelé de la crise financière de 2008. Le Conseil a évalué la contribution effective du secteur financier aux prélèvements obligatoires du pays – soit 40,2 Md euros et 4,9 % des prélèvements obligatoires en 2010. Il a analysé la spécificité des prélèvements obligatoires assis sur le secteur financier et s'est demandé si celle-ci s'était renforcée en réponse à la crise financière. En effet, depuis 2010, des prélèvements nouveaux ont été créés ou ont fait l'objet de modifications spécifiquement ciblées sur ce secteur. Ce supplément annuel représente 3 à 4 Md euros de prélèvements directs (7 Md euros si l'on inclut les prélèvements indirects). La part du secteur devrait atteindre 5,3 % des prélèvements obligatoires en 2013. Enfin, le Conseil a tenté d'identifier les objectifs, explicites ou implicites, qui étaient dévolus à la taxation du secteur. Au-delà des finalités traditionnelles assignées à la fiscalité en termes de rendement et d'effets redistributifs, il a examiné les conditions dans lesquelles une imposition spécifique pouvait aussi être utilisée, de manière pertinente, à des fins de régulation, de rémunération des garanties que lui accorde l'État, voire de réduction d'une rente captée par les entreprises elles-mêmes ou par leurs salariés. En publiant ce rapport, l'objectif du Conseil des prélèvements obligatoires est de documenter et d'éclairer le débat public concernant un secteur déterminant pour le financement de l'économie.



Odile COURJON
Études pratiques de TVA en matière financière (holding, banque, assurance)
Édition Formation Entreprise
Février 2013

Le secteur financier, largement exonéré de TVA, est d'une grande complexité opérationnelle et subit des coûts de TVA non récupérable qui se trouvent répercutés sur le consommateur final ou réduisent la compétitivité des entreprises européennes. À défaut d'avoir vu les règles de base applicables au secteur changer depuis les années 70, la jurisprudence communautaire a tenté d'apporter des solutions aux contentieux qui se multiplient. Cet ouvrage apporte une méthode permettant de mettre en œuvre les grands principes de TVA communautaire : – le lien direct, – l'affectation – ou la théorie des frais généraux sont autant de thèmes qui sont illustrés pour mieux expliquer le raisonnement que le fiscaliste doit suivre. Les grands principes de TVA commentés dans cet ouvrage ont pour objectif d'aider les fiscalistes

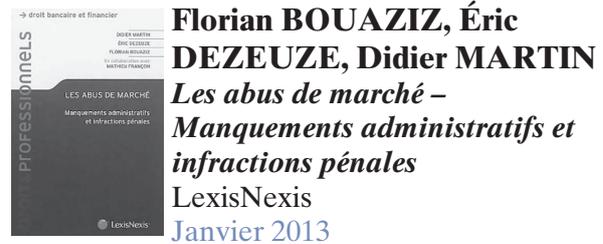
avertis à trouver leur chemin dans les méandres de la jurisprudence communautaire applicable aux holdings, banques et assurances. Le fiscaliste, qu'il soit en cabinet ou en entreprise, doit livrer la sécurité juridique nécessaire à la conduite des affaires. Dans le domaine financier, la TVA suit un chemin abrupt et caillouteux ! Ces études pratiques permettent d'adoucir la pente et de poser les jalons d'une stratégie fiscale éclairée et raisonnée.

Avocat Associée de Taj – Société d'avocats – Member of Deloitte Touche Tohmatsu Ltd, anciennement dénommé Deloitte & Touche Juridique et Fiscal, Odile Courjon a créé le groupe Fiscalité Indirecte (TVA et Douane) en 1994. Elle fait partie du VAT Experts Group nommé par la Commission européenne en septembre 2012. Elle est également membre de l'ODASCE (Office de Développement pour l'Automatisation et la Simplification du Commerce Extérieur), de l'association Collin de Sussy, de l'A3F et du VAT Forum.



Valerio FORTI
La titrisation des créances en droit comparé – Contribution à l'étude de la propriété
Fondation Varenne
Février 2013

Dans les systèmes de *common law* où elle a vu le jour, la titrisation des créances s'appuie sur le *trust*, qui est à la fois un instrument permettant de gérer une organisation complexe, et une universalité grâce à laquelle les biens sont appréhendés uniquement en fonction de leur valeur économique. Le régime juridique de la titrisation des systèmes romano-germaniques a reproduit cette institution par le biais du fonds commun ou de la société, pour organiser les relations entre les intervenants de sorte à obtenir des effets opposables *erga omnes*, et pour transformer des liens d'obligation – les créances – en biens standardisés négociables sur le marché – les titres financiers. La mise en parallèle des mécanismes utilisés en France, aux États-Unis, en Angleterre et en Italie dévoile leur équivalence fonctionnelle : la structure de l'opération apparaît toujours comme un ensemble de contrats agencés autour d'un mécanisme fiduciaire visant à affecter les créances dans l'intérêt des investisseurs, et le fonctionnement de l'opération montre que les créances sont partout considérées comme des biens à transmettre à un gestionnaire, afin qu'il les transforme en titres financiers permettant aux investisseurs de s'approprier leur valeur économique. En important la technique financière de la titrisation, les systèmes romano-germaniques ont donc accueilli la conception anglo-américaine de la propriété : le gestionnaire exerce la propriété fiduciaire sur les créances considérées comme des biens et, simultanément, les investisseurs exercent la propriété économique sur le portefeuille de créances grâce auquel celles-ci sont regardées comme des valeurs.



Florian BOUAZIZ, Éric DEZEUZE, Didier MARTIN
Les abus de marché – Manquements administratifs et infractions pénales
LexisNexis
Janvier 2013

Triptyque recouvrant opérations d'initiés, diffusions de fausses informations et manipulations de cours, les abus de marché correspondent aux débordements les plus sérieux de tous ceux qui interviennent sur les marchés boursiers ou réalisent quelque opération concernant des instruments financiers cotés : des émetteurs et leurs dirigeants, aux investisseurs institutionnels ou personnes physiques, en passant par divers prestataires spécialisés, nul n'échappe à une régulation financière sans cesse plus internationale, plus complexe et plus répressive. Seul de son genre, le présent ouvrage décrit, décrypte et explique cet écheveau tissé sur une trame de normes européennes, de lois et de règlements, au fil d'une jurisprudence en constante évolution. S'y trouvent dépeints avec précision aussi bien les interventions sur des titres cotés ou assimilés que le droit de la communication financière et la prohibition des manœuvres manipulatoires. Une dernière partie expose de façon exhaustive et détaillée les diverses obligations préventives qu'impose la réglementation (listes d'initiés, déclarations des dirigeants, etc.) et les différentes étapes de la procédure répressive en vigueur devant l'AMF. Chacun des développements est assorti de nombreuses références tant doctrinales que jurisprudentielles. Un tableau en fin d'ouvrage référence plus de cinq cents décisions et reprend l'ensemble de celles rendues publiques par la Commission des sanctions de l'AMF. Enfin, les problématiques les plus saillantes et les plus délicates soulevées par la matière font l'objet d'examen spécifiques dans une trentaine de « coins des initiés », traitant par exemple de l'accès aux *data rooms*, du ramassage pré-offre, de la publication d'objectifs et de prévisions, ou encore du *trading* à haute fréquence.

Florian Bouaziz est avocat à la Cour. Didier Martin est avocat à la Cour. Éric Dezeuze est avocat à la Cour et professeur associé à l'Université Paris Descartes. En collaboration avec Mathieu Françon, avocat à la Cour.



Pascal JULIEN SAINT-AMAND
Pactes d'actionnaires et engagements Dutreil
Francis Lefebvre
Janvier 2013

Stabilité du capital et de l'actionariat, contrôle de l'entreprise ou des modalités de sa transmission, tels sont les objectifs le plus souvent poursuivis par les dirigeants dans les pactes d'actionnaires. Mais comment se repérer dans la grande variété d'accords tout droit issus de la pratique ? Et comment élaborer la convention la mieux adaptée ? Comment rédiger une clause d'agrément, d'inaliénabilité ou de répartition des bénéfices dans un pacte extrastatutaire ? Organiser une cogérance ou une gérance successive dans les

statuts d'une société civile ? Comment prendre et gérer dans la durée les engagements fiscaux qui permettront aux associés ou actionnaires ou à leurs ayants droit de bénéficier des exonérations d'impôt de solidarité sur la fortune et/ ou de droits de donation ou de succession ? C'est à ces questions que répond l'ouvrage *Pactes d'actionnaires et engagements Dutreil*, à jour des dernières modifications législatives et des substantiels commentaires faits en 2012 par l'administration fiscale. Destiné aux dirigeants et à leurs conseils, il est illustré de très nombreux exemples pratiques, de recommandations ainsi que de modèles (modèles d'engagements fiscaux et de clauses contractuelles) et enrichi d'une large sélection de textes et de décisions de jurisprudence (quatre-vingt-dix arrêts reproduits).

Cet ouvrage a été réalisé, en collaboration avec la Rédaction des Éditions Francis Lefebvre, par Pascal Julien Saint-Amand, notaire à Paris, ancien avocat fiscaliste, président du groupe notarial Althémis. Avait participé à la précédente édition Paul-André Soreau, notaire à Paris, membre du groupe notarial Althémis.



Didier MARTIN
Règlement général de l'AMF commenté 2013
LexisNexis
Janvier 2013

Véritable concentré de notre droit financier, le règlement général de l'AMF commenté offre un éclairage unique sur l'ensemble de la matière, telle que modelée par la jurisprudence et les normes françaises et supranationales. Du fonctionnement des plateformes de négociation à l'admission aux négociations, des offres publiques aux offres au public en passant par l'éventail entier des interventions sur titres cotés, des prestataires spécialisés à la commercialisation d'instruments financiers, des pouvoirs du régulateur aux abus de marché, des placements collectifs aux quotas d'émission, sans oublier les multiples obligations d'information à la charge des émetteurs et de leurs dirigeants, les différents sujets sont traités de façon exhaustive et détaillée, par des spécialistes de chacune des questions abordées. Un grand nombre de décisions du régulateur et des juridictions nationales et européennes, référencées et analysées, permettent de mieux comprendre et mettre en œuvre l'ensemble des dispositions commentées. Les annexes de l'ouvrage forment, en outre, un recueil unique de textes indispensables et immédiatement accessibles.

Commenté sous la direction de Didier Martin, avocat au barreau de Paris, avec la collaboration de Mathieu Françon, avocat au barreau de Paris, Julien Jardelot, chargé de mission à la direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers, Damien Lukacs, responsable juridique commercialisation-mandats-international, Amundi, et Ronald Maman, avocat au barreau de Paris, ancien secrétaire de la Conférence des avocats aux Conseils.



Luiz Olavo BAPTISTA, Pascal DURAND-BARTHEZ
Les joint ventures dans le commerce international
Bruylant
Janvier 2013

Seul ouvrage juridique et pratique complet en langue française sur ce thème, cet ouvrage est enrichi d'un corpus de règles en droit de la concurrence européen et de l'évolution du commerce international : nouvelles formes d'intervention des États, libéralisation de la réglementation des investissements, assouplissement du droit des sociétés, etc. La structure d'ensemble de l'ouvrage comporte un bref rappel historique, la recherche d'une définition juridique, l'analyse détaillée de l'organisation et du fonctionnement des accords de *joint ventures*, et des annexes pratiques abondantes sous forme de *check-lists*, clauses et contrats.



Jean-Paul VALETTE
Régulation des marchés financiers
Ellipses
Janvier 2013

Les marchés financiers suscitent inévitablement des réactions passionnées, sinon la crainte de se trouver confronté à des mécanismes délicats à saisir, voire des débats où l'idéologie le dispute à l'imprécision terminologique. Afin d'en appréhender la spécificité, il faut les inscrire dans une connaissance synthétique, mais précise et argumentée, de deux réalités : l'organisation et le fonctionnement boursier confronté à une intégration et une globalisation sans précédent, et l'affirmation récente d'un droit de la régulation mis en œuvre par des autorités indépendantes. Cet ouvrage – qui assume certains choix interdisciplinaires – offre une présentation renouvelée des marchés financiers en s'appuyant sur la contextualisation des choix opérés par la France dans la loi LSF du 1^{er} août 2003 ayant permis de créer l'Autorité des marchés financiers (AMF) et la loi RBF du 22 octobre 2010 qui en a précisé les prérogatives. Il accorde une place importante au développement historique du phénomène boursier et des mécanismes de régulation, aux initiatives internationales, européennes ou nationales depuis la crise de l'automne 2008, particulièrement la réforme de la supervision financière communautaire en novembre 2010 ou l'évolution des modèles classiques de régulation des États-Unis et du Royaume-Uni.

Jean-Paul Valette est maître de conférences HDR, hors classe, à la faculté Jean-Monnet de l'Université Paris-Sud. Il enseigne également à l'université Paris 2-Panthéon-Assas.



Anne CHARVERIAT,
Rédaction des Éditions Francis Lefebvre
Mémento cession de parts et actions 2013-2014
 Francis Lefebvre
 Décembre 2012



Rédaction de La Revue Fiduciaire
Restructuration d'entreprise
 Groupe Revue Fiduciaire
 Décembre 2012

Depuis les simples changements statutaires (durée, siège, objet) en passant par des décisions stratégiques telles que les fusions ou les apports partiels d'actif, jusqu'à la transformation et la dissolution, cet ouvrage vous permet de recenser toutes vos obligations au regard du droit des sociétés et de la réglementation comptable et de mesurer les impacts fiscal et social de ces opérations.

Également :

- *Titrisation, Maillon clé du financement de l'économie*, Jean-Michel Beacco, Benoît Hubaud, Revue Banque, mars 2013
- *Les systèmes financiers, Mutations, crises et régulation*, Jézabel Couppey-Soubeyran, Christian de Boissieu, Economica, 4^e édition, février 2013
- *Le marché actions décrypté, Les clés pour comprendre les mécanismes et les fluctuations de cours*, Édouard Camblain, Gualino, janvier 2013
- *L'essentiel du droit financier*, Anne-Dominique Merville, Gualino, 3^e édition, janvier 2013
- *Grandeur et misère de la finance moderne, Regards croisés de 45 économistes, Cercle Turgot*, Jean-Louis Chambon, Jean-Jacques Pluchart, Eyrolles, janvier 2013
- *Introduction au private equity, Les bases du capital-investissement*, Cyril Demaria, Revue Banque, 4^e édition, décembre 2012
- *Code monétaire et financier 2013*, Commenté sous la direction de Didier Martin, 7^e édition, LexisNexis, décembre 2012

II - Sélection d'ouvrages en droits belge, suisse et luxembourgeois

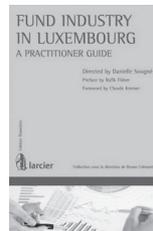


Sous la direction de Georges-Albert DAL
Droit des groupes de sociétés
 Larcier
 Mars 2013

Les groupes de sociétés sont une réalité économique incontournable et la crise financière a particulièrement attiré

l'attention sur les enjeux que les grands groupes font peser sur l'économie de l'Union européenne. Les spécificités de l'appartenance à un groupe de sociétés, que ce soit en matière de conflits d'intérêts, de responsabilité des administrateurs, d'entreprise en difficulté, de droit du travail, de droit pénal ou de droit fiscal, sont une source quotidienne de questions, les situations étant traditionnellement abordées en termes de société individuelle. Avec une approche résolument orientée vers la pratique et en proposant des solutions aux problèmes rencontrés, cet ouvrage traite de l'organisation du pouvoir dans les groupes, des spécificités des filiales en difficulté, du droit du travail dans les groupes, du fonctionnement du groupe au regard des principes de droit pénal, des aspects fiscaux, des évolutions récentes de droit européen et des transferts de sièges et restructurations.

L'ouvrage rassemble les contributions de Cédric Alter, Olivier Caprassé, François Collon, Julie-Anne Delcorde, Marc Fyon, Virginie Gutmer, Edouard-Jean Navez, Zoé Plestinckx, Emmanuel Roger France et Thierry Tilquin.



Danielle SOUGNÉ
Fund industry in Luxembourg
 Larcier
 Mars 2013

This book is to be placed in an unexploited niche in the fund industry literature : It has first to be distinguished from the main strand of the literature on mutual funds focusing on funds selection's methods and portfolio management strategies available to funds "managers". This book aims at providing the readers with a comprehensive overview of the Luxembourg fund industry together with a better understanding of the mechanisms governing the interactions between its different actors. The goal is to enable the readers to better apprehend the functioning of industry as a whole from both a legal and practical perspective and to operate more efficiently within the industry. As a consequence, the book must be distinguished from practitioner - oriented compilations of legal texts and references. The contribution of renowned experts of fund industry in Luxembourg permitted to summarize the operating in Luxembourg. Consequently, this book aspires to become a reference on the topic. Students in Finance, Law and Management considering a career in the fund industry will benefit from this book by gaining a better understanding of fund industry as a whole, which would improve their employability in this sector.



Jean-Pierre BUYLE, Michèle GRÉGOIRE, Pierre PROESMANS, David RAES
Le droit bancaire et financier en mouvement
 Bruylant
 Janvier 2013

Cet ouvrage examine les dernières initiatives réglementaires et législatives en droit bancaire belge (proposition de règle-

ment du Conseil 2012/0242 confiant à la Banque centrale européenne (BCE) des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit ; proposition de loi modifiant le code civil en ce qui concerne les sûretés réelles mobilières tendant à l'équilibre entre les intérêts légitimes du prêteur, de l'emprunteur et du marché au travers d'une approche fonctionnelle prenant racine dans le code civil, mais cherchant l'harmonisation avec les autres systèmes juridiques de l'Union européenne ; projet de loi portant ajustement de la loi sur la continuité des entreprises et organisant le dossier électronique), la jurisprudence d'après crise 2008 en matière d'opérations bancaires (comment les cours et tribunaux ont tranché les litiges en matière d'opérations en compte, de crédit et de bourse, au regard des législations nouvelles relatives aux services de paiement, aux pratiques de marché, à la réglementation Mifid...) et un mode de financement issu de la pratique, le crowdfunding, engendré un durcissement des conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises.



Collectif
Le banquier luxembourgeois et l'assurance-vie
Anthemis
Janvier 2013

Qu'ils appartiennent ou non au même conglomérat financier ou relèvent de groupes *a priori* concurrents, banquiers privés et assureurs-vie ont depuis plusieurs décennies tissé entre eux des liens étroits. Les compagnies d'assurance-vie ont en effet trouvé auprès des banques privées un potentiel certain de développement de leur clientèle. En sens inverse, ces dernières ont également vu dans les produits d'assurance une possibilité d'élargir leur offre à destination d'une clientèle à la recherche de solutions leur permettant d'optimiser leur situation patrimoniale. Distribution de polices d'assurance, dépôt et gestion des actifs représentatifs des provisions techniques, sûretés sur ces polices... tous ces sujets, et d'autres encore, font l'objet d'amples débats juridiques. Le présent ouvrage s'en fait l'écho et tente d'apporter au praticien les réponses à ses questions et, à tout le moins, d'alimenter ses propres réflexions.

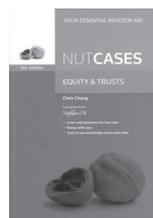
III - Sélection d'ouvrages en droits anglais et américain



Stuart BAZLEY
Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure
Bloomsbury Professional
Februray 2013

This new title is concerned with the interplay between the Financial Services Authority's ("FSA") statutory powers to impose administrative law sanctions on persons that have engaged in abuse in the financial markets and the statutory

system of Tribunal accountability provided by the Financial Services and Markets Act 2000 ("the Act"). It provides a thorough analysis and assessment of both the law of market abuse and the operation of the Financial Services and Markets Tribunal ("FSMT") and the Upper Tribunal (Tax and Chancery) ("UT") following the implementation of the Tribunal, Courts and Enforcement Act 2007 in April 2010 when as part of an improved and unified system of statutory Tribunals the functions of the FSMT were transferred to the UT. This book captures the resulting changes to the Tribunal's governance and rules of procedure. It sets out to question whether the Tribunal has effectively held the FSA's enforcement decision making to account and whether its individual case decision making has provided a wider contribution to the law on market abuse. It includes an historical analysis of the law concerning market manipulation and insider dealing regulation, explores the relationship between the statutory definitions of behaviour constituting market abuse and the source of the FSA's enforcement powers together with those policy issues that shape how such powers are deployed and comprises a general analysis of concepts of accountability allowing an appreciation of the framework of accountability within the Act as well as the benefits and deficiencies of accountability provided by the Courts when compared to those provided by a specialist Tribunal.



Chris CHANG
Nutcase Equity and Trusts
Sweet & Maxwell, 6th Edition
February 2013

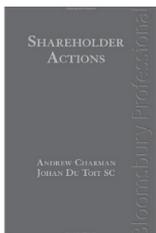


Leslie KOSMIN QC,
Catherine ROBERTS
Company Meetings and Resolutions - Law, Practice, and Procedure
OUP Oxford, 2nd Edition
February 2013

This new edition is the only work solely dedicated to the law of company meetings of solvent public and private companies. The new edition is written by authors of great authority who have specialized in Company Law throughout their careers. The second edition brings the analysis of the law on company meetings and resolutions up to date following the coming into force of all provisions under the Companies Act 2006 (CA 06). This includes in particular the amendments made to existing legislation by the Companies (Shareholders Rights) Regulations 2009 concerning the expanded rights of shareholders in relation to meetings of traded companies. Since the publication of the first edition, there have been seventeen new legislative provisions inserted into CA 06, Pt 13 which are now analysed in the text. In addition, a new chapter has been included to provide analysis and interpretation on the final version of the 2006 Model Articles. Although the work is mainly organized by topic (*e.g.* written resolutions of private companies, notice of meetings, circulars, quorum, proxies, and corporate representatives, the role of the chairman, minutes), a section-by-section commentary is included together with the text of CA 06, Pt 13, the part of

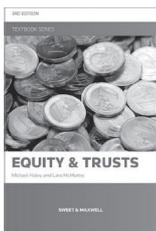
the CA 06 which relates specifically to the law of company meetings and resolutions. The inclusion of this section provides readers with very detailed interpretation of the meaning of the legislation making the book a comprehensive and invaluable reference source. This book is the leading authority on the law of company meetings and resolutions and all practitioners advising on this topic will find this an invaluable tool for desk research as well as a handy companion at company meetings.

Leslie Kosmin QC has been a barrister in practice in the field of Company Law at Erskine Chambers from 1977 to 2011. He was called to the Bar in 1976 and was appointed Queen's Counsel in 1994. He is Deputy High Court Judge and Master of the Bench of the Middle Temple. He will lead the teaching of a module on company litigation as part of the Masters in Corporate Law programme in 2012-13 at the University of Cambridge Faculty of Law. **Catherine Roberts** is a barrister at Erskine Chambers specialising in company law litigation and advice, corporate finance, financial services, and insolvency. She studied law at the University of Cambridge and was called to the Bar in 1986, a year after which she joined Erskine Chambers.



**Andrew CHARMAN,
Johan DU TOIT**
Shareholder Actions
Bloomsbury Professional
January 2013

This new title examines and interprets the law surrounding minority shareholders' rights. Minority shareholders are shareholders who have minority stakes in a company that is controlled by a majority shareholder.



Michael HALEY
Nutshell Equity & Trusts
Sweet & Maxwell, 9th Edition
January 2013

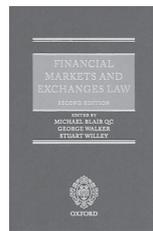


Simon MORTIMORE
*Company Directors – Duties,
Liabilities, and Remedies*
OUP Oxford, 2nd Edition
January 2013

The second edition of this highly acclaimed standard reference work on company directors provides analysis of the many important cases which have materially changed the law and provides an update on the myriad of subordinate

legislation passed since first publication. Crucially, this new edition also includes more depth of analysis on dynamic areas and has been expanded to cover additional topics. Extensive rewriting of chapters on derivative claims, unfair prejudice, and reorganizations take into account new judgments such as *Lesini v Westrip Holdings Ltd* [2011] and *Re Neath Rugby Ltd (No. 2)*, *Hawkes v Cuddy (No. 2)* [2010] in which the Court of Appeal partly reversed a decision discussed in the first edition. New to this edition are additional sections on attribution, directors' liabilities to third parties, and the interpretation of a company's constitution. For the first time, the book includes a chapter dedicated to tax law specific to directors recognizing this as a specialist and important area. The chapter on criminal liability analyses the broad changes which will be made to the law on corruption by the Bribery Act 2010 when the Act comes into force. This new edition is a complete reference on the law relating to company directors and is the first port of call for all serious corporate lawyers and scholars on this subject.

Simon Mortimore QC is a barrister at 3-4 South Square in London, specializing in corporate, insolvency, banking, and commercial law. He has been involved in more than 70 reported cases in the fields of corporate insolvency, personal insolvency, company law and general commercial law, and has provided expert evidence on English law for courts in New York, Europe and other jurisdictions. He is a member of the BVI Bar and has been admitted to the Bermuda and Cayman Bars for specific cases.



**Michael BLAIR QC, George
WALKER, Stuart WILLEY**
*Financial Markets and Exchanges
Law*
Oxford University Press, 2nd edition
December 2012



**Hal S SCOTT,
Anna GELPERN**
*International Finance : Law and
Regulation*
Sweet & Maxwell, 3rd Edition
September 2012

Also :



CFRED, Susanna S. S. LEUNG
*The Renminbi's Changing Status
and the Chinese and Hong Kong
Financial Systems*
Sweet & Maxwell Hong Kong
January 2013

Direction éditoriale

Directeur de la publication : Jean Deichtmann
Président de



**THOMSON REUTERS
TRANSACTIVE**

Thomson Reuters France SAS
Division Transactive
6/8, boulevard Haussmann – 75009 PARIS
RCS : Paris 352 936 876
information@transactive.fr
www.transactive.fr

ISSN : 1952-7233

Rédaction

TRANSACTIVE
contact@rtdf.com
www.rtdf.com

Conception graphique

Julie Gallet
Laurent Dejestret

Imprimeur

Imprimerie Jouve

Achévé d'imprimer
par l'imprimerie Jouve
en mai 2013

Pour Transactive
Dépôt légal : mai 2013



Centre de Recherche de Droit financier