

Revue Trimestrielle de Droit Financier

Corporate Finance and Capital Markets Law Review

Conférence

Conférence du 18 décembre 2014 organisée par
l'Institut Louis Bachelier

Présentation et discussion autour de la publication de *Droit & Croissance* « Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire »

Institut Droit & Croissance / Rules for Growth

Doctrine

La titrisation de créances de crédit d'impôt recherche : de l'innovation légale à la mise en œuvre

Alexandre QUIQUEREZ

Les effets pervers du dispositif du projet de loi « Macron » relatif à l'éviction des actionnaires en plan de continuation : les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites

Sophie VERMEILLE
Institut Droit & Croissance / Rules for Growth

Efficacité renforcée des procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire, de rétablissement professionnel et de liquidation judiciaire

Sophie VERMEILLE
Institut Droit & Croissance / Rules for Growth

Réflexions autour du crowdlending

Iris M. BARSAN

Chroniques

Corporate Governance – Transparence financière et comptable

Obligation d'information des salariés en cas de cession de leur entreprise

François BASDEVANT

Public M&A – Offres publiques

Didier MARTIN
Benjamin KANOVITCH
Myriam EPELBAUM

Finance et assurance

La transversalité en acte : le règlement PRIIPs du 26 novembre 2014

Pierre-Grégoire MARLY

Le contrôle de l'ACPR sur les instances dirigeantes et collégiales des organismes bancaires, financiers et assurantiels

Pierre-Grégoire MARLY

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

Brigitte GARRIGUES
Éric DEZEUZE
Nicolas RONTCHEVSKY

Fiscalité financière

Actualité du régime fiscal des sociétés mères et filiales

Cyril VALENTIN
Marguerite GALOIS-BOYE

Bibliographie

Mathilde DU MESNILDOT

Conférence

Conférence du 18 décembre 2014 organisée par l'Institut Louis Bachelier

Présentation et discussion autour de la publication de Droit & Croissance « Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire » 3

Institut Droit & Croissance/*Rules for Growth*

Doctrine

La titrisation de créances de crédit d'impôt recherche : de l'innovation légale à la mise en œuvre 19

Alexandre QUIQUEREZ

Les effets pervers du dispositif du projet de loi « Macron » relatif à l'éviction des actionnaires en plan de continuation : les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites 27

Sophie VERMEILLE
Institut Droit & Croissance/*Rules for Growth*

Efficacité renforcée des procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire, de rétablissement professionnel et de liquidation judiciaire 32

Sophie VERMEILLE
Institut Droit & Croissance/*Rules for Growth*

Réflexions autour du *crowdfunding* 34

Iris M. BARSAN

Chroniques

Corporate Governance –
Transparence financière et
comptable 44

Obligation d'information des salariés en cas de
cession de leur entreprise
François BASDEVANT

Public M&A – Offres publiques ... 49

Didier MARTIN
Benjamin KANOVITCH
Myriam EPELBAUM

Finance et assurance 63

La transversalité en acte : le règlement PRIIPs du
26 novembre 2014

Pierre-Grégoire MARLY

Le contrôle de l'ACPR sur les instances dirigeantes
et collégiales des organismes bancaires, financiers
et assurantiels

Pierre-Grégoire MARLY

Infractions financières (délits
financiers, sanctions
administratives et disciplinaires,
sanctions civiles) 65

Brigitte GARRIGUES
Éric DEZEUZE
Nicolas RONTCHEVSKY

Fiscalité financière 73

Actualité du régime fiscal des sociétés mères et
filiales

Cyril VALENTIN
Marguerite GALOIS-BOYÉ

Bibliographie

Mathilde DU MESNILDOT 82

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 émérite à l'Université Paris I

Thierry GRANIER

Professeur à l'Université d'Orléans

Paul LE CANNU

Professeur émérite 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 Corporate Law
Oxford University

Luca ENRIQUES

Professor of Corporate Law
Oxford University Faculty of Law

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

Emeritus Professor,
*Max Planck Institute of Foreign Private
and Private International Law, Hamburg*

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 : N° TVA :

Profession : Raison sociale :

Adresse :

Code Postal : Ville : Pays :

Tél. : Adresse électronique :

Bulletin et règlement à retourner à ↓

Conférence du 18 décembre 2014 organisée par l'Institut Louis Bachelier

Présentation et discussion autour de la publication de Droit & Croissance « Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire¹ »

La séance est ouverte à 8 h 45.

Ingrid LABUZAN. L'harmonisation du droit du crédit est une question encore largement sous-estimée par les pouvoirs publics. Pourtant, les problèmes qui y sont liés sont de taille puisqu'ils concernent les entreprises, les banques et même les États. Nous allons pour commencer écouter les recommandations de Sophie Vermeille, auteur d'un article publié dans *Opinions et Débats*, intitulé « Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire ».

Sophie Vermeille est fondatrice du *think tank* français Institut Droit & Croissance, dont le but est d'améliorer l'attractivité du régime juridique français et européen à la lumière des enseignements de l'analyse économique du droit. Elle est également avocate en *corporate* et en *restructuring* au sein du cabinet DLA Piper, chercheur et chargée d'enseignement à l'Université Paris II.

Nous débattons ensuite avec un panel d'invités. Nous sommes entourés de deux économistes, d'un avocat et d'un financier :

- ◆ Jacques DELPLA, enseignant associé à l'École d'économie de Toulouse, a été conseiller économique au cabinet du Ministre des Finances, auprès du gouvernement russe également, chef économiste de Barclays Capital France et membre du Conseil d'analyse économique. Il est diplômé de l'ENS, de l'ENSAE et agrégé de sciences sociales.
- ◆ Guillaume PLANTIN enseigne l'économie à Sciences Po, après avoir enseigné à l'École d'économie de Toulouse. Il est membre du Conseil d'analyse économique. Il est diplômé de Polytechnique, de l'Université de Toulouse Capitole et membre de l'Institut des actuaires français.
- ◆ David CHIJNER est avocat au barreau de Paris et *Barrister* en Angleterre et au Pays de Galles. Il est avocat au sein du cabinet DLA Piper, après avoir été

responsable des restructurations en Europe dans le cabinet Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson. Il a étudié en France, au Royaume-Uni et en Italie.

- ◆ Vincent PANSARD travaille dans le *high yield* depuis dix ans. Il est actuellement chez Aurel BGC, après avoir été chez BNP Paribas Asset Management et chez Calyon au Royaume-Uni. Il est diplômé de l'ESSCA.

Sophie VERMEILLE. J'ai écrit l'article cité précédemment avec trois coauteurs avec qui je travaille régulièrement : Saliha Bardasi, Adrien Bézert et Aude Salord, tous trois membres de Droit & Croissance. Compte tenu de l'actualité, nous avons décidé d'élargir la présentation, au-delà de la question de l'Union bancaire, à l'Union des marchés de capitaux. Il s'agit d'un argument supplémentaire en faveur d'une harmonisation du droit du crédit, que nous entendons comme comprenant le droit des faillites et le droit des sûretés.

Personne n'ignore que, depuis 2008, la crise financière perdure et s'est même transformée en crise économique, davantage structurelle que conjoncturelle. La première réaction des pouvoirs publics au niveau européen, qui est logique suite à la crise financière, a été de modifier la régulation bancaire, afin de mettre fin à un cercle vicieux très problématique pour l'Europe. En effet, plus les établissements financiers sont fragilisés compte tenu de la crise, plus les États souverains, qui leur accordent une garantie implicite, sont fragilisés et plus, en conséquence, les établissements financiers dépendant de ces États souverains sont eux-mêmes fragilisés dans la mesure où ils détiennent des titres des États souverains dans leur portefeuille.

Il existe donc une corrélation très forte entre l'accès au crédit des entreprises et la fragilité des finances des États souverains. Face à cette situation, les pouvoirs publics à Bruxelles, ainsi que ceux du monde entier, ont pris de nombreuses mesures, essentiellement en matière de régulation bancaire. Celles-ci ont principalement porté sur trois aspects : 1°, une réforme des règles prudentielles, qui ont pour objectif de forcer les établissements bancaires à renforcer leurs fonds propres afin de mieux absorber les chocs liés aux crises futures, 2°, une amélioration de la supervision bancaire – nous l'avons vu récemment avec la mise en place de l'autorité européenne de supervision bancaire installée à Francfort – et 3° un nouveau mécanisme de résolution des défaillances bancaires ayant pour objectif d'éviter que les États souverains ne renflouent les établissements bancaires au bénéfice de leurs créanciers.

Néanmoins, depuis plusieurs mois, et en particulier depuis l'arrivée de la commission Juncker, il existe une prise de conscience grandissante sur le fait que la réponse apportée à la crise ne peut pas se limiter à de la réglementation bancaire et qu'il faut absolument aussi s'intéresser plus largement au droit du crédit et donc au droit des faillites et au droit des sûretés applicables aux sociétés non financières.

Dès mars 2014, on observe une prise de conscience de l'existence d'une grande variabilité des taux de recouvrement des

1 S. Bardasi, A. Bézert, A. Salord et S. Vermeille, *Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire*, RTDF, n°3, 2014, p. 83.

créanciers dans les différents États membres, cette grande variabilité conférant un avantage concurrentiel significatif à certaines entreprises en matière d'accès au crédit, selon l'État membre dans lequel ces entreprises se situent. Alors que la législation européenne en matière de droit des faillites pour les sociétés non financières se limitait jusqu'à présent à la question de savoir quel État était compétent pour ouvrir une procédure collective – la France, l'Italie ou l'Angleterre par exemple – depuis mars 2014, l'idée de faire converger au sein de l'Union européenne les règles de fond en matière de droit des faillites fait son chemin. Cela dit, nous sommes encore très loin de parvenir à un tel objectif.

Nous défendons dans notre publication l'idée que l'amélioration du fonctionnement de l'Union bancaire et en particulier des règles prudentielles requiert que les pouvoirs publics européens s'intéressent davantage au droit des faillites et au droit des sûretés. S'intéresser à ces sujets revient à s'interroger sur la manière de faire en sorte que le niveau de fonds propres imposé aux banques, afin de limiter les chocs, soit davantage calibré en fonction du risque de contrepartie que subissent les établissements bancaires prêteurs. L'idée n'est pas de dire que le niveau de fonds propres doit être exclusivement calibré en fonction des risques de contrepartie, c'est-à-dire les risques liés à la défaillance des contreparties des banques : les emprunteurs. L'idée est de dire que si nous voulons améliorer les règles prudentielles, le risque de contrepartie étant un paramètre important à prendre en compte, il faut faire en sorte que le risque de contrepartie que subit chacun des établissements bancaires puisse être mieux appréhendé au niveau européen, ce qui suppose de s'intéresser davantage au droit des faillites et au droit des sûretés. De cette manière, le niveau de fonds propres demandé aux banques pourra être mieux adapté en fonction de la réalité du risque de contrepartie. Tant qu'on n'adopte pas cette approche, on est en droit de se demander si, par exemple, lorsque le superviseur bancaire européen a procédé à une évaluation de la qualité des actifs de toutes les banques européennes – *l'asset quality review* –, cette analyse a réellement été pertinente, compte tenu de la grande diversité du droit des faillites et du droit des sûretés dans les États membres. Il faut bien comprendre qu'il s'avère extrêmement difficile pour le superviseur et les personnes qui agissent en son nom d'évaluer la perte en cas de défaut de l'établissement considéré en fonction du lieu d'établissement de sa contrepartie, dès lors que les droits des faillites et les droits des sûretés sont différents.

C'est, là, le premier point que nous mettons en avant dans notre publication. L'amélioration de la qualité des règles prudentielles passe par une harmonisation, au niveau européen, des règles permettant de déterminer le risque de contrepartie. Cette condition n'est cependant pas, à elle seule, suffisante, car, pour pouvoir davantage adapter la réglementation prudentielle au risque de contrepartie, le droit du crédit, c'est-à-dire le droit des sûretés et le droit des procédures collectives, doit être efficace. Cela signifie qu'il est nécessaire de faire en sorte que le droit permette que la perte du créancier en cas de défaut soit le plus possible corrélée à l'état des difficultés du débiteur et au rang de priorité du créancier dans l'ordre d'absorption des pertes.

Vous n'ignorez pas que les créanciers ont une appétence au risque qui diffère. Aussi, en fonction de cette dernière, choisissent-ils un risque et un rendement qui diffèrent. Certains prendront un titre de créance *senior secured*, par exemple, le plus haut : *senior* par rapport à d'autres qui décident d'être *junior*, avec des sûretés. Si le droit du crédit n'est pas

efficace, il existe d'autres paramètres que l'état des difficultés de l'entreprise et l'ordre d'absorption des pertes qui est convenu au départ entre les investisseurs qui ont un impact sur la perte du créancier en cas de défaut du débiteur. Si la condition d'efficacité du droit n'est pas remplie, il existera alors forcément une décorrélation entre le niveau des fonds propres que les banques doivent avoir dans leur bilan et la réalité du risque de contrepartie qu'elles subissent. Nous considérons que l'harmonisation au niveau européen n'est pas suffisante pour améliorer l'efficacité de l'Union bancaire ; il faut également rendre le droit du crédit plus efficace.

Sur la question spécifiquement de l'ordre d'absorption des pertes. Cet ordre est fixé par exemple en fonction des contrats de subordination, aux termes duquel vous, créancier *junior*, vous vous engagez à être remboursé après un créancier *senior*. De plus en plus, notre droit commence à comprendre qu'il faut respecter ces contrats-là en procédure collective et encore, notre droit ne garantit pas l'application totale du contrat. Un autre élément à prendre en compte dans l'établissement de l'ordre d'absorption des pertes, est le rang de priorité conféré par le fait même d'avoir une sûreté réelle, ce que les économistes appellent un « collatéral ». Ceci, le droit français ne le prend pas du tout en compte.

Si vous êtes dans un État qui décide que l'ouverture d'une procédure collective n'entraîne pas un arrêt des poursuites, ce qui est le cas dans nombre de pays du monde, les créanciers titulaires de sûretés peuvent aller saisir l'actif sous-jacent. En France, c'est différent. Depuis 1985, la France a fait le choix, comme les États-Unis depuis plus longtemps encore, de considérer que l'ouverture d'une procédure collective entraîne un arrêt des poursuites, lequel s'applique aux créanciers titulaires de sûretés comme aux créanciers qui n'ont pas de sûretés. À ce moment-là, est-il possible de faire respecter le rang de priorité des créanciers titulaires de sûretés ? Il est notable que dans le *Chapter 11*, même en cas d'arrêt des poursuites, ce rang de priorité peut être respecté. Il est perçu comme important qu'il le soit, et ce, même sans remettre en cause le principe de l'arrêt des poursuites, c'est-à-dire sans qu'il soit besoin de permettre systématiquement aux créanciers d'aller saisir l'actif. Pour garantir le respect du droit de priorité, il faut garantir que la valeur économique de la créance du créancier détenteur d'une sûreté n'est pas affectée par la défaillance du débiteur tant que les actionnaires et les créanciers qui n'ont pas ces sûretés n'ont pas absorbé les pertes, donc tant qu'ils n'ont pas été évincés de l'entreprise, et ce, même si la société survit.

Je ne sais pas si certains d'entre vous sont familiers avec le mécanisme du *bail-in*, c'est-à-dire une des mesures permettant de résoudre les défaillances bancaires mises en place par la France l'année dernière. Ce qui a été mis en place dans les faillites pour les banques, c'est ce que nous voudrions voir pour les sociétés non financières avec les ajustements qui s'imposent. Vous regardez l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes, vous classez vos créanciers, vous mettez tout en haut les créanciers *senior* et encore plus haut ceux qui ont des sûretés, vous descendez la chaîne des créanciers, il y a ensuite les créanciers qui n'ont pas de sûreté dits « chirographaires » et, tout en bas, vous avez les créanciers *junior*. Cela fait, vous permettez en procédure collective, sur la base de la valorisation qui est faite de l'entreprise, d'évincer les investisseurs, en commençant par le bas évidemment, autrement dit en commençant par les actionnaires. C'est de cette manière que vous garantissez au créancier titulaire de sûretés qu'il sera vraiment protégé. L'accès au crédit pour les

entreprises sera amélioré en conséquence. C'est très important. Vous pourrez également garantir en même temps au débiteur que, par l'effet de l'arrêt des poursuites, s'il est viable, s'il y a de la valeur, il ne sera pas démantelé par l'effet de la mise en œuvre des sûretés que détiennent les créanciers et qu'il pourra continuer à être protégé dans la procédure collective. Cela n'est absolument pas compris en France, aujourd'hui. Dans la plupart des pays d'Europe, la question ne s'est pas posée, car il n'existe que des procédures de liquidation judiciaire. Cela dit, des pays comme les Pays-Bas sont en train de faire une réforme majeure du droit des faillites, et d'introduire une procédure de redressement judiciaire qui va respecter le principe que je viens d'énoncer. De ce point de vue, les hollandais reprennent les règles adoptées par les américains.

En résumé, si nous voulons que le niveau de fonds propres que l'on impose aux banques soit davantage adapté au risque de contrepartie, tout en reconnaissant que le niveau des fonds propres ne dépend pas seulement du risque de contrepartie, puisque ce n'est plus le cas depuis la nouvelle réglementation prudentielle, il est absolument nécessaire de mieux appréhender le risque de contrepartie. Pour cela, il faut deux choses. Premièrement, dès lors qu'on dispose d'une réglementation européenne pour les banques, il faut envisager une réglementation européenne du crédit pour les sociétés non financières. Deuxièmement, les États européens doivent faire un énorme travail pour comprendre comment le droit du crédit doit être davantage efficace, ce qui suppose de comprendre les règles que je viens d'évoquer. Ces dernières sont extrêmement difficiles à saisir pour les juristes. C'est plus aisé pour les économistes qui ont vu cela toutes ces dernières années en s'intéressant aux règles relatives aux mécanismes de résolution des défaillances bancaires.

J'ai parlé de l'Union bancaire, mais compte tenu de l'actualité, j'ai décidé de développer un peu la présentation sur l'Union des marchés de capitaux, qui est le nouveau projet ambitieux de la Commission européenne. La Commission Juncker est entrée en fonction en novembre. Elle a fait une annonce assez rapidement, laquelle donne une nouvelle dimension à cet enjeu. Le nouveau commissaire aux Services financiers et à l'Union des marchés de capitaux, Jonathan Hill, déclare que son objectif est la mise en place d'une Union des marchés de capitaux, au service, en particulier, des grosses PME et ETI pour favoriser le développement des marchés obligataires en Europe.

Comme le montre la toute dernière note du Conseil d'analyse économique (CAE) à laquelle a participé Guillaume Plantin sur le financement des PME², il existe une énorme différence entre les États-Unis et l'Europe dans ce domaine. Outre-Atlantique, les sociétés de taille moyenne lèvent cinq fois plus de financements externes sur les marchés financiers que leurs équivalentes en Europe. 80 % des entreprises européennes se financent par les banques, lorsqu'elles recherchent un financement par la dette, 20 % seulement ont accès au marché obligataire, alors que ce ratio est à peu près inversé aux États-Unis. Dans le contexte actuel, même si nos banques se sont restructurées, même si l'*asset quality review* va conduire le superviseur européen à imposer d'autres restructurations pas tellement en France mais par exemple en Allemagne au

niveau des banques régionales, nous savons tous que la capacité des banques à financer notre économie dans le futur afin de permettre un véritable rebond est une vraie question. Avoir un meilleur accès aux marchés financiers et, en particulier, aux marchés obligataires est un enjeu important du point de vue des entreprises.

En France, nous observons une petite évolution en ce moment sur les marchés obligataires. Pour les entreprises de taille moyenne et les grandes entreprises, nous relevons une légère variation en termes d'accès au financement en faveur du marché obligataire. Pour les petites entreprises, c'est complètement résiduel. De ce point de vue, la situation dans l'Hexagone est à l'image du reste des pays de l'Europe continentale, le Royaume-Uni mis à part.

L'Union des marchés des capitaux permettrait d'accroître la liquidité sur les marchés européens, de réduire la volatilité et le coût d'accès pour les autres pays. Malheureusement, des freins très importants existent pour lancer le chantier de cette union : la fragmentation des différents marchés, c'est-à-dire des problèmes techniques qui existent entre les différentes bourses qui seront forcément importants, frottements fiscaux et droits des faillites différents. Pour créer un marché obligataire unique au niveau européen, on ne peut pas dire au créancier qu'en fonction du pays où se situe le débiteur, son taux de recouvrement sera différent. Ce n'est pas possible. Il ne peut pas y avoir de marché européen alors.

Il s'agit donc d'un véritable chantier pour lequel Droit & Croissance fait trois propositions.

La première touche plus particulièrement au droit des sûretés. Comment faire pour que ce droit soit plus lisible au niveau européen est un sujet qui n'est pas du tout évoqué, y compris par la Commission européenne. Comment garantir aux créanciers investisseurs au Royaume-Uni que leur sûreté qui dépend d'un actif situé en France a une valeur équivalente à une sûreté assise sur un actif situé en Angleterre ? Cela dépend du droit des sûretés et du droit des faillites. À ce propos, pour simplifier cette question du droit des sûretés, Droit & Croissance suggère de lui donner une approche fonctionnelle. Il convient de s'intéresser davantage à la sûreté en se concentrant sur l'économie du contrat plutôt que d'adopter une approche formelle, qui conduit à créer de trop nombreuses catégories de sûretés.

Notre deuxième proposition faite pour les grandes entreprises consiste à créer non seulement des règles uniques en matière de droit des faillites, mais également à permettre une concentration du contentieux au niveau européen, comme en droit de la concurrence. Pour les entreprises de moindre taille, il s'agirait de rester sur un droit des faillites au niveau des États membres, avec des principes à respecter et un contentieux qui demeurerait local.

L'efficacité du droit du crédit conditionnée par l'efficacité du droit des sûretés

J'ai déjà évoqué la question de l'efficacité du droit des sûretés. J'y insiste parce que cela ne va pas forcément de soi pour les juristes. On peut garantir que la sûreté est efficace, même avec un arrêt des poursuites, à partir du moment où l'on considère que, dans l'ordre de priorité, les créanciers titulaires de sûretés à hauteur de la valeur du sous-jacent sont tout en haut de la pile. Si le créancier a une sûreté sur le stock et si ce dernier vaut 80 millions d'euros, on doit considérer en procédure

2 GJ. Cailloux, A. Landier, G. Plantin, *Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées*, Les notes du Conseil d'analyse économique, n°18, novembre 2014. Disponible sur <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note018.pdf>.

collective que la créance des créanciers sera prioritaire à hauteur de 80 millions d'euros par rapport aux autres créanciers dépourvus de sûretés. Pour cela, il faut garantir qu'en cas de redressement judiciaire, en dépit de l'arrêt des poursuites, le créancier titulaire de sûretés ne sera pas moins bien traité que si la société avait été liquidée et s'il avait été en mesure de pouvoir réaliser ses sûretés, ce qui n'est pas du tout acquis en France. Nous en sommes très loin. Selon cette philosophie, le redressement de l'entreprise ne se justifie qu'à partir du moment où la procédure permet de limiter les coûts et de créer un surcroît de valeur qui justifie elle-même le redressement.

Il est important également de garantir aux créanciers titulaires de sûretés qu'ils ne verront pas leur créance rééchelonnée d'office par le juge, sur dix ans à intérêt constant, comme le droit français le permet, alors même que les actionnaires restent dans la société ainsi que les créanciers chirographaires.

La plupart des pays ont choisi de ne pas régler cette question, préférant dire qu'il n'était pas possible d'opposer la procédure collective aux créanciers titulaires de sûretés. Pour Droit & Croissance, l'arrêt des poursuites est important pour éviter les démantèlements d'entreprises viables. Nous espérons une évolution.

Le projet de loi Macron n'a pas réussi à trancher la question. Des discussions ont eu lieu sur le sort des sûretés. Bercy est conscient qu'aujourd'hui, l'efficacité des sûretés en France constitue un vrai problème. À l'heure actuelle, on peut être un créancier titulaire de sûretés et voir sa créance rééchelonnée d'office sur dix ans à taux d'intérêt constant. La solution même peut être pire en cas de plan de cession en redressement judiciaire. Il faut le savoir, la France est le seul pays au monde permettant, au nom de la préservation de l'emploi à court terme, de céder les actifs d'une entreprise pour 1 euro, alors même que ne serait-ce que le stock vaudrait 80 millions d'euros. Cela dit, il existe des exceptions avec des régimes dérogatoires pour tel ou tel créancier.

Les pouvoirs publics sont conscients de cette situation, mais avancer sur ces questions nécessiterait de revoir complètement le droit des faillites.

Les propositions d'harmonisation du droit du crédit

Il est important d'appréhender la question du droit des sûretés et du droit des faillites ensemble. Il existe de nombreux problèmes de coordination entre ces deux branches du droit, car il y a une tendance chez les juristes à se spécialiser en silo. Or, nous le voyons, tout doit s'analyser ensemble, surtout lorsqu'il s'agit d'évaluer la perte en cas de défaut.

Droit & Croissance propose de tirer les enseignements de l'analyse économique du droit sur ces questions. Si l'on veut créer un système dans lequel la perte du créancier ne dépend pas des lois procédurales et ne dépend que des difficultés de l'entreprise et du rang d'absorption des pertes, il faut faire en sorte, en entrant en procédure collective, de cristalliser la valeur d'entreprise du débiteur et de faire de cette valeur, l'élément déterminant des conditions de la restructuration. Cela signifie que le redressement judiciaire produit les mêmes effets qu'une liquidation au cours de laquelle, par définition, le prix de cession des actifs est extériorisé. Cependant dans le cas du redressement, les actifs de l'entreprise sont cédés indirectement aux créanciers qui se retrouvent pour certains

actionnaires. La question de la valeur d'entreprise peut faire naître un conflit qui doit être tranché par le juge. C'est en tout cas sur la base de cette valeur qu'au regard du rang des priorités des paiements et d'absorption des pertes, on examinera qui a le droit de rester dans l'entreprise et qui ne l'a pas.

L'idée est qu'un créancier, un investisseur, ne doit pas avoir moins de droits en procédure de redressement qu'il n'en aurait eu si la société était liquidée et si l'ensemble de ses actifs était cédé à un tiers dans des conditions à maximiser le prix. Cela signifie qu'il faut accepter l'idée, contrairement au droit français, que certaines catégories de créanciers sont en droit de voter et pas d'autres et pas seulement ceux qui ne sont pas affectés par le plan. Je reprends l'expression utilisée par les membres du Conseil d'analyse économique dans leur note, celle de « créancier pivot », c'est-à-dire le créancier qui est le nouvel actionnaire d'un point de vue économique, celui qui ne peut plus envisager le remboursement de toutes ses créances, mais qui n'a pas non plus complètement tout perdu.

Prenons un exemple : la valeur d'entreprise d'une société est de 100. Cette société a des créanciers *senior* dont la valeur des créances est égale à 50, des créanciers chirographaires dont la valeur des créances est égale à 60 et des créanciers *junior* dont la valeur des créances est égale à 20. La valeur de l'entreprise de la société étant de 100 pour une dette de 120, l'entreprise est dite insolvable. Dans cet exemple, le créancier pivot, c'est le créancier chirographaire, puisque c'est la catégorie d'investisseurs qui a perdu l'espoir de voir sa créance complètement remboursée, mais qui n'a quand même pas tout perdu. En effet, si on ajoute le montant des créances *senior* et le montant des créances chirographaires cela fait 110 de dette. Le créancier chirographaire sait qu'il n'a plus un droit fixe sur l'entreprise ; il est devenu actionnaire économique et le droit de voter lui revient à lui seul.

Dans ce schéma, le créancier *senior* doit être super protégé puisqu'il est tout en haut, dans l'ordre d'absorption des pertes. Compte tenu de la valeur de l'entreprise, calculée en fonction des flux de trésorerie futurs, la valeur de sa créance ne doit pas être affectée par la restructuration et elle ne doit donc pas être rééchelonnée d'office par le juge ; le contrat continue à être respecté. Par contre, le créancier chirographaire a lui, plusieurs choix. Premièrement, il peut choisir de convertir sa créance en actions et se transformer en actionnaire. Il peut sinon décider de céder l'ensemble des actifs de la société à un tiers. Il revient vraiment au créancier pivot de faire ce choix-là. À l'inverse, à l'heure actuelle en France, il appartient au juge de décider discrétionnairement du sort de l'entreprise, à partir du moment où l'entreprise est dans une situation de cessation des paiements. Si l'entreprise ouvre une procédure de sauvegarde, l'actionnaire a alors pratiquement tous les droits puisqu'il peut avec l'aide du juge, obtenir le rééchelonnement d'office des créances à intérêt constant. Dans cette hypothèse, il n'est pas possible de procéder à un plan de cession.

Un système où la valeur d'entreprise du débiteur est cristallisée, dans lequel les créanciers sont forcés d'absorber les pertes en fonction de l'ordre initialement convenu est très prévisible. Ce système garantit aux créanciers que leur perte dépendra uniquement de l'état des difficultés du débiteur et de leur rang de priorité qu'ils ont initialement convenu.

Par ailleurs, ce n'est pas tout d'avoir un droit écrit, parfait sur le papier. Nous savons tous qu'en procédure collective le juge et ses qualités sont clés. C'est un sujet d'actualité. C'est très

bien d'envisager un cadre juridique reposant sur l'idée qu'il faut répartir les créanciers en fonction du rang, mais encore faut-il que le juge comprenne les contrats complexes aux termes desquels les créanciers ont convenu d'établir un rang de priorité.

Le contentieux de procédure collective doit logiquement donner lieu à l'établissement d'une jurisprudence. Les règles de droit écrites ne peuvent pas répondre à toutes les questions susceptibles de survenir. Par conséquent, une concentration du contentieux au niveau d'une cour à un moment donné est importante afin de rendre la jurisprudence plus prévisible. C'est très important pour les investisseurs. Il ne s'agit pas que la loi soit prévisible, mais aussi que la jurisprudence soit prévisible.

Pour ce qui est de la France, nous sommes très loin de ce système. Cela vaut globalement pour le reste de l'Europe continentale. Les créanciers ne sont pas répartis dans les comités en fonction du rang de priorité, mais selon qu'ils sont créanciers bancaires, obligataires, ou créanciers fournisseurs. Cela n'a rien à voir avec le rang de priorité et cela provoque des effets pervers très importants en amont de la procédure collective. Il faut bien le comprendre, l'impact du droit ne se voit pas qu'en procédure collective. Il se voit éminemment dans les négociations amiables, dans l'anticipation de la procédure collective. Les parties négocient connaissant le sort qui leur est réservé, ce qui crée des effets pervers dans les négociations. En tant qu'avocat, il est aisé de s'apercevoir qu'en amont de la procédure collective, certains créanciers, parfois *junior*, vont développer des comportements étranges, surtout les actionnaires, car ils se savent très protégés par le système français.

En effet, en France, il est possible d'organiser le sauvetage de l'entreprise, notamment à travers un plan de sauvegarde ou un plan de redressement judiciaire. Mais pas seulement. Les juristes ont réussi à tellement compliquer notre droit qu'ils ont créé huit manières différentes de redresser l'entreprise. Il faut retenir qu'on peut faire voter des plans sans même qu'un seul créancier soit d'accord, ce qui entraîne beaucoup d'inefficacité sur le plan économique.

Un système qui repose principalement sur la valeur d'entreprise n'est pas dénué d'inconvénients. En cas de conflit sur la valeur d'entreprise entre les différents investisseurs, le juge doit trancher et cela peut prendre du temps. Des experts doivent donc intervenir pour assister le juge. Ce système n'est donc pas adapté pour les petites entreprises.

Pour ces dernières, nous proposons un mécanisme de règlement simplifié. Il faut bien reconnaître qu'à la différence des plus grandes entreprises, la plupart du temps, quand la petite entreprise est en difficulté, il y a de grandes chances qu'elle ne soit pas viable. Un autre paramètre est à prendre en compte : les plus petites entreprises ont un accès au crédit plus difficile, parce qu'elles sont perçues à plus haut risque que les grandes. Dans ce contexte, compte tenu du fait que l'accès au crédit doit être encouragé, à un moment, il faut trouver un compromis. Selon nous, il faut accepter l'idée que, si on donne les pouvoirs de décider du sort de l'entreprise au créancier, on peut arriver à des situations dans lesquelles, les mesures prises par le créancier conduisent à des destructions inutiles. Néanmoins, cet inconvénient sera compensé par le gain important qui résulterait d'un changement significatif du droit des faillites en droit français, avec un droit plus favorable aux créanciers. Cela permettrait d'améliorer significativement l'accès au crédit.

Pour les grandes entreprises, on peut créer un système avec arrêt des poursuites, même s'il y a un risque que certaines entreprises non viables utilisent cette procédure pour espérer un rebond hasardeux. C'est un coût de procédure qui est acceptable dans la mesure où la probabilité que la procédure serve à faire rebondir des entreprises viables est plus importante. Nous pouvons accepter de créer un système pour les grandes, lequel s'attache à préserver l'entreprise d'un démantèlement. Cependant, pour les petites entreprises il est préférable de mettre l'accent sur un régime de liquidation d'entreprise, ce qui n'est pas nécessairement synonyme de destruction de valeur inutile. Si elle est viable, l'idée est de permettre au créancier de céder les actifs de l'entreprise, et surtout de les recéder au dirigeant, ce qui n'est pas autorisé actuellement dans le droit français.

Nous avons proposé deux modèles : le modèle de l'ancien *receivership* du droit anglais. Dans ce modèle, le créancier est titulaire d'une sûreté qui porte sur l'ensemble des actifs de l'entreprise. Dans ce modèle, en cas de défaillance, le créancier conserve la possibilité d'exercer sa sûreté. Comme il a la possibilité de récupérer l'ensemble des actifs, c'est à lui que revient l'évaluation de la viabilité de l'entreprise. Si le créancier considère que l'entreprise est viable, il doit pouvoir avoir le droit de recéder les actifs au dirigeant-actionnaire. C'est important parce qu'il n'existe pas de marché vraiment liquide des actifs des entreprises de petite taille. Le créancier fera alors un crédit vendeur, ce qui revient à renégocier la dette.

Le second modèle que nous mettons en avant est le modèle qui repose sur le droit suédois : l'idée est de permettre la liquidation de l'entreprise, très rapidement, pas nécessairement son démantèlement. Sous le contrôle du juge, les actifs sont alloués au meilleur offrant. Il existe un débat au niveau académique tendant à savoir lequel des deux systèmes est le plus pertinent.

Pour conclure, je vous ferai part d'un argument qui m'a été opposé à l'introduction du *receivership* anglais. L'argument repose sur une comparaison entre les réseaux bancaires français et anglais. L'argument est le suivant : nos réseaux d'agences bancaires en France sont organisés dans le but de vendre des produits d'assurance-vie et des prêts immobiliers. Les banquiers ne développent pas suffisamment de compétences en matière d'analyse financière afin d'être mieux à même d'évaluer la pertinence des *business plans*. Donc, si nous donnons le pouvoir au créancier, c'est beaucoup plus compliqué en France qu'en Angleterre où le réseau bancaire est organisé différemment et est beaucoup plus concentré. Si vous avez essayé de retirer de l'argent dans un distributeur en Angleterre, vous noterez que c'est moins simple qu'en France, parce que, justement, il y a moins d'agences bancaires.

Le débat est ouvert. La loi doit-elle anticiper sur les changements de comportements et de structures des réseaux bancaires ou faut-il attendre que les réseaux bancaires s'adaptent ? Quand on veut faire une réforme, c'est toujours le débat : les acteurs sont-ils prêts ou faut-il attendre qu'ils le soient pour faire la réforme ? De mon point de vue, à un moment donné, il faut faire la réforme, croiser les doigts et espérer que les acteurs s'adapteront.

En résumé, nos trois propositions sont :

- Au niveau du droit des sûretés, un régime simplifié qui aurait pour objectif de garantir le droit de priorité des

créanciers en étant titulaires. Il est nécessaire d'avoir une approche fonctionnelle. Peu importe s'il s'agit de stock ou d'un fonds de commerce, le régime doit être le même.

- Un droit des faillites pour entreprises de grande taille, faisant de la valeur d'entreprise l'élément déterminant de l'allocation des actifs et des pouvoirs, le pouvoir de décider du sort de l'entreprise étant donné aux seuls nouveaux actionnaires économiques (créanciers pivots).
- Un régime simplifié pour les petites entreprises reposant sur un régime liquidatif.

Ingrid LABUZAN. Je propose un premier tour de table pour recueillir vos impressions. La parole est à Jacques Delpla.

Jacques DELPLA. Dans la littérature économique, quelques grands auteurs ont marqué la micro-économie et la théorie de l'efficacité. Pour commencer, Kenneth Arrow, pour qui le marché est beaucoup plus efficace que le socialisme. Puis, il y a Ronald Coase dans les années cinquante, pour qui, si la définition des droits de propriété est mauvaise, on est en sous-optimalité massive. L'absence de bonne définition du droit de propriété est essentielle pour l'efficacité du système capitaliste et l'économie de marché.

La différence entre un pays développé et un pays sous-développé réside dans la définition des droits de propriété et du contrat. C'est, là, le cœur du sujet. Si vous allez faire un contrat minier au Congo-Kinshasa, le droit de propriété y est assez mal défini. En Russie, il est uniquement lié à votre relation à Vladimir Poutine. C'est le cœur du sujet et c'est pourquoi il est si compliqué de sortir du sous-développement. Sortir du sous-développement n'est pas seulement une question incrémentale d'une meilleure productivité des facteurs. Ce qui compte est le système juridique au sens large : respect des droits de propriété et des contrats. C'est pourquoi les propos de Sophie Vermeille sont si importants. Elle touche à un enjeu fondamental au sens où c'est vraiment à la base : l'efficacité économique et le respect des contrats.

Pendant très longtemps, la France a été un pays développé. La définition du droit de propriété était bonne. Le problème est qu'on est en train de revenir sur ce principe au fur et à mesure. Concernant le droit du travail, on comprend de moins en moins le contrat de travail, les retraites, le compte de pénibilité... C'est tellement mal défini. On peut également évoquer la volonté des pouvoirs publics de revenir sur les contrats d'autoroutes... Si c'est fait dans le respect du droit, il n'y a pas de problème. Si c'est une violation, cela porte un nom : le péronisme.

S. V. Nous comptons des juristes dans notre auditoire. Quand les économistes parlent de droit de propriété, ils ne font pas la distinction entre le droit de propriété au sens juridique du terme et le droit des contrats. Pour un juriste, le droit de propriété porte sur une chose et est opposable à tous. Le droit de créance est par contre un droit personnel. Pour les économistes, le droit personnel d'un créancier a autant de valeur que le droit de propriété que nous connaissons dans notre droit... Je me permets d'apporter cette précision. Quand je parle d'ordre d'absorption des pertes et de respect de l'ordre de priorité des paiements entre investisseurs, Jacques Delpla le traduit en droit de propriété.

J. D. Premièrement, il ne s'agit pas du tout d'une question droite-gauche. Les scandinaves qui sont fortement sociaux-

démocrates, font beaucoup de redistribution, mais ils respectent les droits de propriété. Les incitations de profits s'adaptent en fonction. Il s'agit d'une question beaucoup plus fondamentale. C'est bien en amont des préférences partisans. On peut tout à fait avoir un modèle économique social-démocrate, voire très social-démocrate et très à gauche avec une très bonne définition du droit de propriété. On peut avoir des choses très à droite avec un capitalisme colonial. Il n'existe pas de bonne définition de ce droit ; c'est le cœur du sujet. En France, nous n'avons pas cela. Nous avons avant un bon droit de propriété. Cela se dégrade de plus en plus. C'est là où ce que propose Sophie Vermeille est important, car elle met bien en avant ce risque fondamental.

Deuxièmement, cela concerne non seulement la France, mais l'Europe. Il n'existe pas d'Union bancaire si je ne peux pas prendre le *collateral* où je veux, si je suis banquier. Par exemple, en Italie, il faut dix ans pour récupérer un *collateral* devant les tribunaux. En Allemagne, c'est beaucoup moins long. Quand les Italiens crient que l'euro leur fait mal, pourquoi ne réforment-ils pas leur droit des faillites ?

Troisièmement, le débat sur l'Union des marchés de capitaux ne fonctionne qu'en cas d'une certaine harmonisation des droits des faillites et du *collateral*.

Guillaume PLANTIN. J'ai été invité à m'intéresser au droit des faillites à la demande des services du Premier ministre, il y a un an. Comme tout économiste, j'ai commencé à me poser la question de base : pourquoi, dans tous les pays, même les plus libéraux, l'État intervient-il systématiquement, de droit, dans la restructuration des entreprises en difficulté et a-t-il son mot à dire sur les transferts de droit de propriété ? Est-ce pour des raisons fondamentales ou pratiques ? À mon avis, c'est surtout pour des raisons pratiques. En effet, le problème de base des entreprises en difficulté est que, lorsqu'une entreprise a trop de dette, elle a détruit de la valeur et elle se comporte de façon inefficace. Les projets créateurs de valeur, trop sûrs, n'intéressent pas les actionnaires, puisque la valeur va vers les créanciers. Les projets destructeurs de valeur même très risqués intéressent les actionnaires, car c'est un moyen pour eux de jouer à pile « je gagne », face « tu perds » avec les créanciers. Il existe une solution théorique extrêmement simple : il suffit de renégocier le contrat, de convertir la dette en *equity*. Comme cette renégociation augmente la valeur totale de l'entreprise, en théorie, elle peut être *win win*, où et les actionnaires et les créanciers sont dans une meilleure situation après la renégociation qu'avant le *statu quo*.

Partant de ce constat théorique, on peut se demander pourquoi l'État a besoin de se mêler de ces renégociations. Il n'y a pas d'externalité. C'est très différent pour les banques. On comprend pourquoi les pouvoirs publics se mêlent à la restructuration des banques en difficulté : les passifs bancaires sont des biens publics ; c'est de la monnaie. En cas de faillite d'une banque, il existe des externalités pour le reste de la société, qui sont inexistantes pour une entreprise non financière.

Dans tous les pays, l'État intervient dans la restructuration des entreprises en difficulté à des stades plus ou moins avancés pour des raisons pratiques. Nombre de contrats sont incomplets et il est difficile de coordonner toutes les parties prenantes. Les gens ont une information différente. Aussi, je vois un rôle *a minima* de l'État comme coordinateur, permettant la mise en œuvre des contrats de façon efficace. C'est un peu la conception britannique du droit des faillites, où l'idée

n'est pas d'avoir un objectif très ambitieux de sauvegarder l'emploi, mais de faire en sorte que la résolution de la façon soit la plus proche possible de l'esprit des contrats.

Nous n'avons pas proposé cela dans la note du CAE³. D'abord, nous n'étions pas forcément d'accord tous les trois à ce sujet. Cela constitue un saut quand même assez important par rapport à l'état du droit français. Nous faisons des propositions plus proches du *Chapter 11*. Cela dit, à titre personnel, cette conception *a minima* très pratique du droit des faillites où l'on coordonne les personnes me plaît assez sur le fond. D'ailleurs, à ma connaissance, aucune étude empirique n'a jamais montré que, lorsque le droit des faillites a des objectifs plus ambitieux et plus compliqués, il enregistre de meilleurs résultats en nombre d'entreprises qui repartent durablement.

David CHIJNER. Je crains qu'il ne m'échoie d'ouvrir le bal pour les praticiens et, comme praticien, puisque le théorique me dépasse largement, je n'ai pas la prétention de m'exprimer avec clarté dessus.

Tout d'abord, le droit des faillites et le droit des sûretés aujourd'hui engendrent, je le vois très régulièrement, un coût très substantiel pour l'ensemble des sociétés qui empruntent. Par exemple, nous avons récemment fait une opération un peu complexe pour une société en difficulté de l'ordre de 30 millions d'euros. Le coût juridique a dépassé 1 %, ce coût étant celui des avocats qui rédigent la documentation, les différentes sûretés, leur mise en œuvre, qui font l'entiercement, etc. Un système où, pour emprunter, il faut payer plus de 1 % à des avocats pour la rédaction d'une documentation qu'aucun homme d'affaires ne comprend, sauf à y passer quinze jours, ne me semble pas particulièrement optimisé.

Ensuite, j'ai eu le bonheur ou le malheur d'être intimement lié au dossier qui a peut-être été le dossier phare sur ce genre de sujet : le dossier « Belvédère ». Il nous a permis de constater deux choses : l'imprévisibilité a fait que le nombre d'obligations *high yield* pendant cette aventure judiciaire, qui a duré quatre ans, a chuté radicalement. Un nombre important d'intermédiaires de marché qui plaçaient des obligations de droit étranger en France ont simplement refusé de prendre le risque *réputationnel* d'amener leurs clients sur le prochain Belvédère tant que la situation n'était pas clarifiée. Cela a duré quatre ans. Il faut donc penser que, chaque année, cinq à sept sociétés auraient pu bénéficier d'emprunts considérables qui leur auraient permis de poursuivre leurs objectifs et qui ne l'ont pas fait.

Aussi quand j'entends l'idée phare ou ce que je prends comme telle d'europaniser certains dossiers, d'un côté, c'est très attractif. Dans le dossier dont je fais état, nous avons vécu l'autre extrême. Je peux concevoir qu'il soit avantageux d'avoir un juge moins intimement lié aux conséquences purement locales liées à l'impact économique sur une zone relativement restreinte, en tout cas géographiquement restreinte, d'une éventuelle restructuration d'une entreprise. Avoir un juge, mais pas seulement, avoir un parquet économique spécialisé en difficultés d'entreprises, dans les cas d'une certaine taille et d'une certaine complexité, pour en avoir fait l'expérience, je ne peux que l'approuver.

En revanche, je veux quand même mitiger. En effet, quand j'entends Droit & Croissance développer une même démar-

che, suivant laquelle pour sauver l'Union bancaire, il faut passer au niveau suivant et réformer le droit des sûretés, je m'interroge, parce que l'une des spécificités du redressement judiciaire, c'est qu'en général, il y a des périodes d'observation d'une durée de quelques semaines jusqu'à dix-huit mois. Pendant ces périodes, une foule de décisions doit être prise, souvent sous le contrôle soit d'un juge-commissaire soit du Tribunal lui-même. Pour que ce soit efficace, il faut que le Tribunal appréhende, de façon relativement instinctive et très rapide, l'ensemble des enjeux auxquels fait face une entreprise. Or, à partir du moment où nous aurions fédéralisé ce système, comment pourrions-nous créer un « juge européen » des très grandes faillites qui, en même temps, serait compétent pour comprendre rapidement des enjeux qui ont lieu dans un contexte nécessairement national (droit du travail, droit du crédit, droit immobilier, droit de la consommation...) ? Comment créer un juge-commissaire qui ne soit pas « local » à l'entreprise ? Comment ne pas créer une formation collégiale susceptible d'approuver des décisions pendant une période d'observation ?

L'idée de fédéraliser me semble très attractive, mais il convient, me semble-t-il, de la distinguer du droit de la concurrence, où la décision est très conceptuelle. Il est demandé à l'autorité, judiciaire ou administrative, en droit de la concurrence de dire s'il existe un accord, qu'il s'agisse d'une concentration ou d'une licence, compatible avec quelque chose. Une telle décision est relativement binaire. En revanche, ce qui est demandé à un magistrat ou à un collègue de magistrats dans le cadre d'un redressement judiciaire n'est pas binaire. Il y a tout le temps de la gestion de la période d'observation qui requiert une interaction relativement intime et une connaissance relativement approfondie du contexte économique dans lequel évolue l'entreprise.

C'est pourquoi, personnellement, autant une convergence des droits me paraît souhaitable, ne serait-ce que pour réduire les coûts transactionnels, autant je suis très mitigé quant à l'idée de fédéraliser les décisions clés sur ces entreprises sans prévoir un échelon intermédiaire. C'est pour cela que la concentration à l'échelon national sur un certain nombre de juridictions qui seraient des spécialistes de ce genre de droit, en tout cas pour les gros dossiers, me paraît une mesure plus réaliste.

Vincent PANSARD. Je crois particulièrement à ce qu'exprime Sophie Vermeille sur l'enjeu de fédéraliser les juridictions au niveau européen dans le sens où l'impact est important sur le crédit notamment grâce aux agences de notation qui notent les émissions des emprunteurs obligataires et particulièrement le coût financier qui en résulte pour les entreprises de taille moyenne en difficulté. En fait, par exemple, Standard & Poor's évalue trois groupes différents au niveau du crédit. Le premier groupe, tout en bas, est le moins *creditor friendly*, constitué de la Russie, du Kazakhstan et de l'Ukraine. La France se situe dans le groupe juste au-dessus, donc il convient de ne pas paniquer. Il comprend également l'Italie, l'Espagne, le Brésil et la Turquie. Les autres pays d'Europe de l'Ouest font partie du meilleur groupe, dit « favorable » aux crédateurs, qui inclut l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Benelux et les pays nordiques.

L'agence décrit le groupe de la France « *comme accordant une influence beaucoup plus réduite aux crédateurs face aux autres agents* ». « *De plus, les procédures peuvent durer plus de deux ans avec des résultats imprévisibles* ». Donc les agences notent des émissions obligataires et des entreprises émet-

3 G. Plantin, D. Thesmar, J. Tirole, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, note du CAE n°7, juin 2013.

trices et elles tiennent compte des perspectives de recouvrement en cas de faillite. Toutes choses égales par ailleurs, une obligation émise dans un régime défavorable pourra être notée deux crans en dessous d'une obligation similaire dans un régime favorable. Du coup, l'addition peut être assez salée. En Europe, une obligation notée B doit payer 4 % de plus d'intérêts pour emprunter qu'une obligation notée BB. Cela pénalise donc fortement les entreprises françaises qui émettent face aux concurrents d'Europe du Nord. C'est pourquoi, il est assez important de fédéraliser le sujet.

Q. Sophie, avez-vous quelque chose à ajouter ?

S. V. Au sujet de la critique de David Chijner sur la question du contentieux. Si nous revenons à ce qui se passe aux États-Unis, qui possèdent un droit fédéral des faillites et un droit des sociétés au niveau des États, en Europe, nous avons commencé par essayer d'eupéaniser le droit des sociétés sans nous intéresser jusqu'à récemment au droit des faillites. Cette précision étant faite, nous voyons qu'il n'existe pas de règle obligatoire de concentration des contentieux pour les grandes entreprises. Mais General Motors, grand constructeur automobile passé en *Chapter 11* en 2008, est situé dans l'État du Michigan. Où General Motors a-t-il ouvert son *Chapter 11* ? Il l'a fait dans le District sud de New York. Aux États-Unis, deux cours sont spécialisées dans la gestion des gros dossiers : le District sud de New York et le Delaware. Récemment, celui de New York a pris le dessus sur le second. Pourquoi en est-il ainsi ?

Quand on parle de droit des faillites, il ne s'agit pas que d'une question de droit écrit. Le degré d'expertise des acteurs (juge, avocats et investisseurs) est très important. Aussi, aux États-Unis, fait-on ce déplacement jusqu'au District sud de New York parce que l'écosystème paraît salutaire pour sauver l'entreprise. Les avocats et les banques d'affaires permettent à l'entreprise de mieux rebondir. Cela ne signifie pas que certains arguments de David Chijner ne sont pas justifiés. Effectivement, c'est beaucoup plus dur à imaginer que pour le droit de la concurrence. Je veux bien le croire parce que, en droit de la concurrence, on agit en amont alors que, là, on est en aval. Si ce n'est pas une obligation d'aller à Bruxelles, il convient d'envisager au moins d'avoir l'option de le faire. Pour moi, si on ne veut pas tout légiférer parce qu'on ne pourra jamais, dans ces domaines, tout prévoir dans la loi qui ne peut pas répondre à tout, le juge peut davantage répondre en fonction de la réalité des faits et, par définition davantage que la loi, puisqu'il agit au cas par cas. Permettre l'émergence d'une jurisprudence prévisible est un enjeu extrêmement important et c'est pourquoi j'aimerais qu'il y ait un regroupement du contentieux au niveau de quelques cours, peut-être pas obligatoire, mais qu'il soit possible d'opter et de délocaliser à Bruxelles, si Paris ne souhaitait pas qu'il en soit ainsi.

Q. David Chijner, considérez-vous que les juridictions sont aujourd'hui adaptées dans le cas de faillite de grandes entreprises ? Une des solutions serait-elle la création de juridictions plus spécialisées ? Pourriez-vous en définir les attributs ?

D. C. Je ne suis pas certain qu'il faille créer des juridictions très spécialisées, parce qu'en fait, les faillites se traitent sur le lieu du siège social de l'entreprise. Nous avons trois cas de figure. Le premier est celui de l'entreprise purement locale et, dans l'ensemble, elle est plutôt bien traitée là où elle se situe, les enjeux étant relativement connus. Il ne faut pas du tout mépriser ce genre de contentieux, notamment parce qu'il

permet de régler rapidement le sort d'environ 60 000 entreprises par an en France. Cela dit, la problématique se pose plus à partir d'une certaine taille. Devant une entreprise dont le siège social est du ressort d'un tribunal de commerce d'une certaine taille, qui a une chambre spécialisée, qui dispose d'un parquet relativement spécialisé, voire spécialisé tout court, dans l'ensemble, il n'y a rien à changer : le droit est prévisible ; les juges sont prévisibles ; les règles sont appliquées logiquement et rationnellement. Certes, on peut vouloir réformer les règles, mais ce n'est pas le rôle de la juridiction. Elle n'a pas à inventer un droit de façon indépendante ; elle doit appliquer le droit tel qu'il existe et le compléter par une jurisprudence là où il n'existe pas suffisamment.

Il existe une problématique, que nous voyons et qui peut faire extrêmement mal, quand de gros dossiers se retrouvent dans des juridictions dépassées par la taille de ces derniers. En l'occurrence, nous avons deux problématiques séparées. L'une est une problématique de spécialisation de l'ensemble de l'appareil judiciaire. J'ai plaidé un dossier dans une juridiction où le représentant du parquet passait une demi-journée par semaine au Tribunal de commerce et quatre jours et demi par semaine en correctionnelle. Donc, cette personne, qui a sans doute d'immenses qualités, fatalement maîtrisait relativement mal le droit des procédures collectives, qui n'est quand même pas nécessairement d'une simplicité biblique. Nous nous retrouvions avec un parquet qui ne pouvait pas faire l'office que lui alloue la loi. De la même façon, c'était un petit tribunal. Par conséquent, les magistrats avaient moins d'expérience que nous l'aurions voulu pour un tel dossier. La problématique est donc liée tout simplement au fait que, parfois certains dossiers pourraient mériter d'être traités non pas dans des juridictions dérogoatoires du droit général, mais dans des juridictions qui auraient davantage d'expérience.

L'autre problématique, que j'ai également vécue et qui arrive, est celle où, *a contrario*, l'entreprise qui doit être jugée est souvent de taille moyenne mais à l'échelle de la juridiction, elle est l'un des plus grands employeurs de cette région, voire dans un endroit politiquement très sensible. Par exemple, dans un dossier problématique, une des choses qui a empoisonné l'atmosphère du dossier, c'est qu'une sous-filiale était dans une ville qui a basculé électoralement. Tout l'arrière-plan socio-économique était complètement pourri par des considérations liées à l'importance du devenir de cette sous-filiale. Nous nous sommes retrouvés avec une complexité humaine et il aurait mieux valu délocaliser, ce qui a été fait, *in fine*. Il aurait mieux valu ne pas se retrouver devant une juridiction qui nécessairement avait à gérer un dossier complexe par-delà le droit. C'est là où il me semble très désirable le fait d'imaginer que certains dossiers se retrouvent mécaniquement transférés à un certain nombre de tribunaux de commerce qui, par leur taille et par celle de l'économie du lieu où ils se situent, ont accumulé l'expérience et l'expertise nécessaires.

S. V. Il convient de préciser qu'une loi en cours vise à concentrer... J'ai compris que cela devait figurer dans le projet de loi Macron, mais finalement c'est passé dans le projet de loi de la justice du XXI^e siècle. Certains juges consulaires s'y opposent. Il y a une grande résistance. Cela fait l'objet d'un vaste sujet et la réforme ne sera pas forcément approuvée au Parlement prochainement.

D. C. Si vous êtes dans un tribunal qui risque de perdre des dossiers au profit d'un autre, cela peut moins vous plaire. Cela dit, il faut scinder, car dans ce projet de réforme, on trouve

toutes sortes d'autres projets et il est difficile d'identifier qui est pour, qui est contre et pourquoi.

G. P. J'ajouterais juste que, dans notre note sur le droit des faillites, nous faisons exactement la même recommandation pour exactement les mêmes raisons. Quand les théoriciens en économie et les praticiens du droit sont d'accord sur quelque chose, on n'est sûrement pas très loin de la vérité.

S. V. Cela mérite d'être souligné.

Q. Guillaume Plantin, quel est votre point de vue d'économiste sur ce que serait un droit optimal qui irait dans l'intérêt des créanciers ?

G. P. Je n'ai pas grand-chose à ajouter à ce qu'a indiqué Sophie Vermeille. La question très difficile en matière de droit des faillites est que, parfois, il existe une différence ou une tension entre efficacité *ex ante* et efficacité *ex post*. L'efficacité *ex post* – ce dont j'ai parlé au début et c'est souvent l'objectif principal – consiste, une fois que l'entreprise est en difficulté, à chercher à maximiser sa valeur compte tenu de la situation dans laquelle on se trouve. Ce que nous avons proposé dans la note, ce dont a parlé Sophie Vermeille bien avant et sur quoi je suis d'accord, c'est qu'identifier la personne dans le passif qui a les bonnes incitations pour maximiser la valeur et lui donner un droit de contrôle important sur la marche à suivre peut être implémenté de différentes manières. Le *Chapter 11* tel qu'il a été réformé depuis 2005 dans cette optique permet d'atteindre l'efficacité *ex post*, maximiser la valeur une fois qu'on est dans cette situation. C'est un peu plus difficile, l'efficacité *ex post* et *ex ante* n'étant pas la même chose. Par exemple, priver un enfant de dessert n'est jamais efficace *ex post*. Au lieu de jeter le dessert, il vaut mieux le donner à un enfant. Cela peut s'avérer efficace *ex ante* si on lui dit : « Si tu ne finis pas tes devoirs, tu seras privé de dessert », si l'enfant n'internalise pas tous les bénéfices de faire tous ses devoirs à court terme. C'est la même chose pour les entreprises. Dans certains cas, s'engager à être inefficace *ex post*, à liquider une entreprise alors qu'il y aurait des choses plus efficaces à faire *ex post* en termes de restructuration et de création de valeur... Ce peut être une bonne chose *ex ante* puisque c'est bon pour les incitations des dirigeants, de faire en sorte qu'ils ne se retrouvent pas dans cette situation. Pour arriver à faire cela de façon crédible, il ne faut pas que le droit des faillites défasse ces engagements qui sont inefficaces *ex post*.

En termes d'inefficacité *ex post* extrême, jusqu'au XIX^e siècle en France, on pouvait mettre en prison les débiteurs qui faisaient défaut. C'était extrêmement inefficace. Il aurait mieux valu les faire travailler pour les créanciers, mais en termes d'incitations, cela va être très long.

Je voulais insister sur l'autre aspect de la note : au-delà de l'histoire du créancier pivot et de l'efficacité *ex post*, il conviendrait de donner l'option de l'efficacité *ex ante* – c'est lié à la question du droit des sûretés – en permettant aux entreprises et aux prêteurs de mettre en œuvre des contrats très durs dans lesquels, même si cela paraît inefficace, l'entreprise peut être liquidée. Ce peut être le choix de l'entreprise de s'engager dans ces contrats très durs *ex ante* pour être crédible et avoir des incitations.

Q. L'un des enjeux autour de cette harmonisation du droit du crédit est la solidité de l'Union bancaire. Jacques Delpla,

pourriez-vous nous expliquer quelles sont encore ses faiblesses et comment nous pourrions y remédier concrètement ?

J. D. Je vais revenir un peu sur des fondamentaux. Pourquoi est-ce si important de parler du droit des faillites aujourd'hui plus qu'il y a trente ans ? Quand l'inflation est à 15 % ou à 20 %, le droit des faillites n'est pas un vrai sujet. Le problème de la dette est réglé par le temps. La raison pour laquelle nous sommes ici aujourd'hui, c'est que, dans l'Union monétaire, il faut régler les dettes trop élevées. En cas de déflation comme à l'heure actuelle, la valeur des dettes augmente. On a fait cela dans les années trente. Irving Fisher a montré que ce qu'on appelle la déflation par la dette était mortelle pour l'économie américaine – il suffit de lire Steinbeck –, pour la démocratie et pour la paix européenne. La crise des années 1930, c'était grave. Steinbeck a écrit *Les Raisins de la colère*. Pour notre part, en Europe, la crise des années 1930 fut bien plus grave.

L'Union monétaire... Nous nous endettons toujours trop. C'est récurrent. Nous ne savons pourquoi ; il y a des excès d'optimisme ; les banquiers ne voient pas. Les crises bancaires existent depuis très longtemps, depuis l'Empire romain. Nous, nous avons sanctuarisé les dettes par le droit. Pierre Moscovici va à Athènes et dit qu'il est impensable de faire un défaut sur la dette, alors que tous les économistes que je connais sur la Grèce, même sans être grecs, s'accordent à dire que la restructuration de la dette publique de la Grèce est inévitable. Ce qui ne peut pas être n'est pas. Chez nous, cela commence.

Le vrai sujet est de savoir comment traiter intelligemment les restructurations. Quand vous allez voir des banquiers, surtout ceux d'un certain âge, pour eux, la dette souveraine, c'est sacro-saint. C'est vrai, c'est important. Mais dans la Bible, dans Lévitique 25, il est question du jubilé : « Tu ne seras pas avec le boulet de tes dettes à tes pieds ou sur ton dos plus de cinquante ans. » Périodiquement, on restructure les dettes parce que c'est une condition de la liberté. Je ne peux pas être tenu de rembourser tout. Le catholicisme l'a bien compris. Hélas, les législations sur les dettes, surtout dans les pays catholiques ne l'ont pas compris.

Le vrai enjeu de la soutenabilité de l'Union monétaire, c'est la restructuration de la dette, souveraine, privée, contrat de travail, etc. Il faut se poser la question. Si on est sérieux et qu'on souhaite vraiment rester en zone euro, on ne peut pas dire : on garde le système antérieur, soit avec un droit des créances et des *collateral* complètement pourris, ou comme à l'italienne, soit par des éléments trop rigides. Le vrai sujet est là. Il faut trouver un système qui fasse que les restructurations des dettes soient plus efficaces pour moins de perte de valeur *ex ante* et *ex post* et qui ait une bonne incitation pour l'avenir. L'Union bancaire est un premier pas. Nous l'avons compris, les banquiers font n'importe quoi, mais nous le savions avant. Au regard de l'histoire, les seuls moments où il n'y a pas de crise bancaire, c'est au moment des fortes inflations, parce qu'un coup de rabet est passé par l'indice des prix. Dès qu'il y a peu d'inflation, tous les vingt-cinq ans, autour de la Terre, il y a toujours un pays où une crise bancaire explose. Ce fut en Scandinavie au début des années 1990. D'ailleurs, avant la crise de 2007, c'est étonnant, il n'y avait plus de crise bancaire, entre 2000 et 2008. Le drame, c'est que l'inflation se situe en dessous de zéro et cela a un impact sur les dettes. Le sujet est là. Cela commence, premièrement, par le droit des faillites et l'organisation de la restructuration de la dette.

Q. Nous allons passer côté entreprises, pour lesquelles l'enjeu de ces unions est l'accès au crédit. Vincent Pansard, vous avez expliqué que, pour les grandes entreprises, cela passait par le marché obligataire. Comment se déroule cet accès pour les plus petites entreprises ?

V. P. C'est sur le marché naissant des Euro PP, que la situation est encore pire, parce que, dans une juridiction française, il n'est pas possible de prêter à une entreprise si on ne croit pas à sa résilience à toute épreuve. C'est pourquoi, en cet instant précis, c'est très compliqué sans une juridiction plus favorable. Beaucoup d'investisseurs anglo-saxons ont carrément rayé de la carte les entreprises françaises alors qu'ils font du placement privé. C'est le cas de BlueBay, M&G ou Avenue Capital, qui ne font des placements privés qu'aux entreprises situées en Allemagne, au Royaume-Uni ou dans les pays nordiques, dans les juridictions *creditor friendly*.

Q. Guillaume Plantin, pouvez-vous nous expliquer un peu plus comment cela se passe au niveau européen ? La France est-elle vraiment défavorisée et pouvons-nous tendre vers plus d'égalité dans cet accès au crédit ?

G. P. Je viens de cosigner une note sur l'accès au crédit des PME en France. Il est toujours difficile, lorsque les entreprises investissent peu, de savoir si cela vient de l'offre ou de la demande. Cela étant, nous avons regardé l'évolution entre pays européens et dans le temps de toutes les enquêtes disponibles sur le crédit. Quand on demande aux banques, si elles rationnent le crédit ou pas, elles ont tendance à dire non. Quand on demande aux entreprises si les banques rationnent le crédit, elles ont tendance à répondre oui. Donc, ces études, à une date et dans un lieu donnés, ont peu d'informations. Si nous regardons leur évolution dans le temps et si nous comparons entre pays, au moins nous pouvons avoir un sens des évolutions. À part sur deux aspects que je détaillerai, rien ne montrait un rationnement important du crédit pour les PME en France en ce moment où, bien sûr, la situation est pire qu'en 2004, pour des raisons macro-économiques, mais où elle ne s'est pas dégradée lors des deux-trois dernières années. Les entreprises investissent peu parce qu'elles ont peu de projets profitables. C'est la raison principale.

Néanmoins, il existe des tensions en matière de financement de trésorerie qui paraissent très spécifiques à la France. Il en existe également pour les très petites entreprises. Pour les financements de trésorerie, nous pensons que c'est en partie lié à la symétrie des tailles de firmes en France. Beaucoup d'entreprises sont fournisseurs de grandes entreprises qui, soit délibérément, soit pour des raisons de bureaucratie, ont des délais de paiement... Par ailleurs, l'affacturage inversé est très peu développé puisqu'il est dans le giron du secteur bancaire et il n'y a pas la même agressivité qu'aux États-Unis pour développer les solutions alternatives. Nous recommandons, par tout moyen, de développer le recours à l'affacturage inversé pour les financements de trésorerie et de le rendre obligatoire dans certains cas pour l'accès à la commande publique.

Pour l'accès au crédit des TPE, nous avons fait une proposition, qui a été un peu retoquée par le Conseil constitutionnel, pour de mauvaises raisons selon moi, dans la loi Hamon en 2013. Nous pensons qu'il s'agit surtout d'un problème micro-économique ou informationnel, qui est le problème agrégé au rationnement du crédit. Nous proposons d'essayer de développer en France un *scoring* positif sur le modèle du FICO américain. Le problème de fond réside dans le fait que 85 %

des embauches nouvelles se font avec des CDD. Or, il n'est pas possible d'emprunter quand on a un CDD. Dès que votre score augmente, si vous payez vos factures d'électricité, d'eau régulièrement, si vous avez pris un crédit à la consommation et que vous l'avez remboursé, cela permet d'emprunter à ceux qui n'ont pas de CDI, qui n'ont pas de mise de départ. Le Conseil constitutionnel considérerait que le risque en termes de *privacy* était trop grand par rapport au bénéfice. Nous sommes en désaccord avec cette analyse économique.

S. V. Guillaume Plantin évoque une nouvelle note des économistes relative à l'accès au financement des PME. Il mentionne l'accès au crédit pour faire des investissements. Apparemment, la situation française n'est pas si dramatique que cela, mais il existe une spécificité pour l'accès à la trésorerie.

J'essaie de répondre sur le plan juridique que, lorsqu'on veut financer un actif en France, on a le système du crédit-bail qui est un sujet important actuellement. En fait, comme les sûretés ne marchent pas en France, on a inventé les sûretés-propiété. Cela signifie qu'on a trouvé des moyens d'échapper à la procédure collective en permettant aux créanciers de rester ou de devenir propriétaire des actifs. Les avocats présents dans la salle vous diront qu'ils adorent la cession Dailly, c'est-à-dire les cessions de créances sous le régime de la loi Dailly qui permettent à un emprunteur de céder ses créances et ce mécanisme n'est pas remis en cause par l'ouverture de la procédure collective. Le créancier perçoit les créances du débiteur à la place de ce dernier malgré l'ouverture de la procédure collective. On adore aussi la fiducie qui permet d'organiser le transfert des actifs dans un patrimoine d'affectation. Nous avons même cinq lois pour améliorer le régime de la fiducie. Pour les plus petites entreprises, le crédit-bail est une sûreté-propiété importante. Le crédit-bail permet de faciliter le financement de l'actif. Le créancier conserve la propriété du bien. Le débiteur paye des loyers et, à la fin, il a une option à 1 euro pour acheter l'actif. En fait, il s'agit de prêt sur gage déguisé. C'est juste que, virtuellement, on a considéré qu'il y avait un transfert retardé de propriété. En Allemagne, le crédit-bail a le même régime que le prêt sur gage.

Pour revenir à la note de Guillaume Plantin, effectivement il n'y a peut-être pas de problème d'accès au crédit, parce que les créanciers se sont organisés, avec l'appui des juristes qui sont très soucieux de maintenir leur droit de propriété et de le faire respecter de manière plus forte que le droit personnel, tiré du contrat de prêt, et ce, même si un crédit-bail regardé d'une manière économique n'est pas bien différent du prêt sur gage. Par contre, pour le financement de trésorerie, c'est plus difficile, car il n'y a pas d'actifs. On pourrait envisager de faire un gage de stock, mais ce n'est pas efficace aujourd'hui, parce qu'il ne permet pas au créancier d'échapper à la procédure collective.

C'est pourquoi, en ce moment, le débat est très fort au niveau des pouvoirs publics. Chez Droit & Croissance, on prend la position que tout le monde a raison. Les établissements bancaires ont raison de dire qu'il ne faut pas remettre en cause le crédit-bail, parce que c'est la seule sûreté qui marche pour financer l'achat d'actifs et sa remise en cause serait extrêmement grave en matière d'accès au crédit pour les petites entreprises, parce que, notre droit des faillites étant ce qu'il est, il n'est pas possible de le traiter comme un simple prêt sur gage. Il n'est pas non plus possible de copier le modèle allemand. Je me mets aussi à la place des emprunteurs qui, en cas de problème temporaire, vont se mettre en procédure collec-

tive. Normalement, ils devraient bénéficier du principe de l'arrêt des poursuites dans le temps, afin de respirer pour organiser la restructuration du passif et de l'actif, pour ensuite repartir. Simplement, dans le régime français actuel, ce qui est incroyablement, c'est que le crédit-bail, alors que c'est une ligne de passif, est traité comme un contrat en cours par les juristes. Il est traité comme un contrat qui participe au résultat d'exploitation. Quand vous êtes en procédure collective, vous avez un régime qui interdit, par exemple, à votre fournisseur de résilier le contrat qui le lie à vous sous prétexte que vous rentrez en procédure collective. Donc on impose le maintien du contrat ; seul l'administrateur judiciaire ou le débiteur peut décider de résilier ou pas. Ce régime, qui a pour but d'éviter une destruction de valeur liée à l'ouverture de la procédure collective, par le fait même que les contrats qui participent à la génération du résultat disparaissent, est appliqué au crédit-bail. Cela n'a pas de sens. Du coup, en dépit du fait que vous rentrez en procédure collective, on continue à vous demander de payer les annuités au titre du contrat de crédit-bail, et si vous voulez toujours bénéficier de l'option d'achat, vous devez payer les annuités passées. Par conséquent, l'effet est incroyable sur la trésorerie de l'entreprise. Vous rentrez en procédure collective et toute votre trésorerie est aspirée. Par ailleurs, le droit des faillites n'étant pas efficace, il n'y a aucune incitation pour un nouveau créancier à venir vous prêter, même à des taux très importants.

En ayant refusé de regarder la sûreté pour ce qu'elle est, à savoir un droit de priorité des créanciers par rapport aux autres, au lieu de considérer que le redressement d'une entreprise se justifiait à condition que cela génèrait plus de valeur que la liquidation, on est resté dans une logique où les droits des créanciers sont opposés à ceux des débiteurs, au lieu de considérer qu'on doit opposer les droits des créanciers titulaires de sûreté à celui qui n'en a pas ou opposer le droit des créanciers juniors aux droits des actionnaires. À l'heure actuelle, on est complètement bloqué, parce que dans le débat autour de la réforme du crédit-bail, les deux parties ont raison. La seule issue est de proposer une véritable réforme du droit des faillites ; c'est certes une vraie révolution, mais elle aurait le mérite de mettre tout le monde d'accord.

Pour mémoire, l'idée circulait de réformer le crédit-bail. Au début, il était question de l'insérer dans la loi Macron. Après, il a été question d'une ordonnance d'habilitation. Cette idée, a été finalement supprimée. Aujourd'hui, il y a une mission de l'Inspection générale des finances – en France, cela marche ainsi – qui est habilitée pour auditionner et discuter de ce qu'on va faire du crédit-bail. C'est l'impasse.

Les pouvoirs publics vont souhaiter faire évoluer le gage sur stock, mais ce, *a minima*, parce que, si on ne change pas ce que nous venons d'exposer, on ne fera que du bricolage. Pour notre part, nous sommes d'accord pour du bricolage dans l'immédiat parce qu'il faut lancer des signaux très forts de réforme, à court terme en tout cas. Droit & Croissance défend qu'un choc de réforme est à faire. Cela dit, il faut envisager de travailler sur le long terme. Nous demandons que nous soit donnée la possibilité de faire une proposition dans deux ans et qu'on sorte du court-termisme dans lequel nous sommes perpétuellement, acteurs privés comme politiques. Travaillons un petit peu pour le moyen terme. C'est sûr, ce que nous proposons, ce que souhaitent les économistes ne va pas se faire en quinze jours. Un accompagnement des différents acteurs économiques est à faire. Beaucoup de pédagogie est à faire auprès des acteurs économiques, ce qui ne peut se faire que si un processus est avancé.

Je terminerai en prenant l'exemple de ce qui vient de se faire aux États-Unis, qui ont une loi qui date de 1978. Ils ont fait une réforme mineure en 2005, qui a changé quelque chose de fondamental. À part cela, il n'y a rien eu d'autre. En France, nous en sommes à notre cinquième réforme en dix ans. Les États-Unis viennent de terminer un processus de réflexion qui a duré trois ans, avec un rapport de 500 pages, des auditions publiques – c'est sur le site de l'American Bankruptcy Institute – et des recommandations extrêmement précises ont été faites. Il existe donc un consensus très fort, avec un travail qui s'est fait dans la durée, de manière extrêmement sérieuse. Il a été mené et porté par un professeur, ancienne avocate d'un grand cabinet d'avocats avec l'aide d'une large équipe. Pour notre part, publiquement nous avons demandé que nous puissions mettre en place un tel processus de réflexion en France. Il faut interdire de réformer dans l'urgence, même si je mesure que, parfois, il faut envoyer des signes forts.

Q. Plusieurs d'entre vous ont cité les États-Unis en exemple. Pourtant, Vincent Pansard, nous pouvons nous demander si avoir une juridiction plus favorable protège vraiment des crises financières.

V. P. On ne peut pas régler le problème de la spéculation et des crises qui en résultent avec le droit. Cependant, l'idée est d'amortir les chocs. On pourrait aussi argumenter que les États-Unis ont mieux réussi à redresser la barre et ont assaini le système bancaire plus rapidement que l'Europe. Il conviendrait de créer un système plus transparent pour que les banques sachent ce qu'elles ont au bilan et connaissent les taux de recouvrement dont elles disposent.

Q. Jacques Delpla, vous avez évoqué l'union des marchés de capitaux. Existe-t-il une volonté politique en France de faire cette union des marchés de capitaux ? Paris peut-il être une place attractive au sein de cette dernière ?

J. D. Chaque fois que je parle avec des juristes, j'en sors profondément déprimé. Chaque fois, j'apprends des choses encore pires. Le jour où on m'a expliqué que le *ranking* des droits de propriété n'était pas ce que j'avais appris à l'école, qu'on pouvait être créancier *junior* et que les ordres pouvaient être inversés au tribunal, ce sont des horreurs pour un économiste.

Je crois à la concurrence et, selon moi, il faut aller vers la concurrence des droits. Sophie Vermeille essaie de faire bouger les choses en France. C'est remarquable. J'ai quelques doutes sur la capacité du système français à se réformer sur ce point. Ne faut-il pas envisager la concurrence des droits ? Vous évoquiez les États-Unis et leurs juridictions spécialisés. Ne faut-il pas aller plus loin en Europe sur la concurrence des droits nationaux ? Il n'y aura pas de droit fédéral européen tout de suite, mais ne pouvons-nous pas imaginer quelque chose qui permettrait à tout le monde de faire des contrats de prêt au Luxembourg, par exemple ? Pour l'instant, c'est possible pour les grandes multinationales. Pour arriver à cela, il faudrait que n'importe quelle banque, peut-être avec l'Union bancaire, puisse choisir.

Pour répondre directement à votre question relative à la France et à l'Union des marchés des capitaux. C'est une superbe proposition que de faire un marché des capitaux unique, complémentaire à une Union bancaire sur les marchés. Aujourd'hui, c'est la balkanisation forte. En France, c'est plutôt le contraire. On a créé des Fonds de Prêts à l'Économie pour relancer les prêts non bancaires à l'écono-

mie française, il y a un an. Tout est fait pour que ce ne soit que français. Il existe donc une incompatibilité entre le droit français et le processus européen. Les fonds de prêts à l'économie, vous ne pouvez mettre que des prêts français. En tout cas, il n'est pas possible de mettre les prêts français à titriser dans un fonds luxembourgeois ou autres. C'est très franco-français. Le Trésor a diagnostiqué un problème d'offre sur les crédits, ce qui n'est pas si évident. Donc on a fait un droit français et on a complètement oublié qu'une autre partie du Trésor fait des affaires européennes. C'est le même directeur du Trésor, le même ministre des Finances, le même Premier ministre, le même président de la République, mais on fait des choses totalement différentes. Cela laisse peu d'espoir sur la capacité de réforme européenne. Pourtant, le Trésor est la partie la plus européenne de l'administration française.

Tout est fait pour que l'Union des marchés de capitaux n'avance pas. Je vous passe l'histoire des taxes Tobin sur les transactions financières, qui existent dans certains pays et pas dans d'autres. Je ne vois pas comment on peut avoir un marché des capitaux efficace si, dans quelques pays comme la France, il existe des taxes sur n'importe quelle transaction et si, à deux heures de TGV plus loin, au Luxembourg, certaines taxes sont inexistantes. C'est hallucinant.

Q. David Chijner, quel est votre point de vue plus juridique sur cette Union des marchés de capitaux ?

D. C. Dans une certaine mesure, l'Union des marchés de capitaux existe, mais elle est malmenée à deux niveaux. Premièrement, une quantité très importante d'obligations sont aujourd'hui émises au Luxembourg et à Londres, alors même que les émetteurs sont de divers pays, y compris de France. En tant que place de Paris, cela pose problème, puisque cela fait déplacer le *business* et revient à réduire le PIB national à terme. Cela dit, et je pêche certainement pour ma chapelle me diront les économistes, il y a d'autres problématiques. Il existe des instituts d'uniformisation, telle la LMA (London Market Association), qui cherchent à créer des dettes bancaires les plus uniformes possibles à travers l'Europe, avec des conditions les plus standardisées possibles. Un jour, j'étais devant l'European High Yield Association à Londres qui me demandait ce que je pensais de leur *security package* appliqué à la France. Je n'ai pas pu m'empêcher de leur répondre que sa valeur nette présente était inférieure au coût de la rédaction du *package*, tout simplement parce que, fondamentalement, ils en sont encore aux sûretés que j'appelle « à l'ancienne », c'est-à-dire à des nantissements, à des gages et non pas à des sûretés avec des dépossessions qui ont le mérite d'irriter Sophie Vermeille parce qu'elles sont radicalement efficaces.

S. V. C'est parce qu'elles échappent à la procédure collective.

D. C. Cela dit, la problématique fondamentale n'est pas tellement celle de l'Union des marchés de capitaux ; ils sont unis. Tout à l'heure, il a été question d'un certain nombre de fonds, qui ne viennent pas prêter en France. J'en ai d'autres qui veulent bien prêter à des entreprises en France, mais qui ne veulent pas prendre le TGV à moins de 15 % par an, alors qu'ils prendraient un avion pour Francfort à 10 % ou 12 %.

Le marché est relativement uniformisé. La question est celle de l'endroit où, en termes de notre infrastructure juridique, nous voulons nous positionner dans ce marché. Si je prends ces 3 % à 4 % supplémentaires que paient toutes les entreprises françaises pour financer le jackpot aléatoire d'un cer-

tain nombre de classes, on se retrouve dans les effets négatifs ou les effets non voulus ou non consciemment voulus de notre régime des procédures collectives. Lorsqu'on donne aux créanciers *junior* et aux actionnaires 15 à 20 % de la valeur de l'entreprise, même quand, d'un point de vue théorique, leurs actions et la dette junior valent zéro, les investisseurs, qui sont au minimum paneuropéens quand ils ne sont pas planétaires, le « *factorisent* » dans leur décision d'investissement, et ce sont les autres entreprises, celles qui ne vont pas en procédure collective, qui en paient le prix. Je ne parle même pas des coûts de transaction.

V. P. Je suis totalement d'accord. Le coût est juste prohibitif et, pour les sociétés françaises, c'est beaucoup plus compliqué de lever des capitaux auprès de ces institutions. J'estime le coût de l'ordre de 3-4 %. C'est une surprime comparée aux entreprises européennes de juridictions plus favorables.

S. V. En tant que praticienne, je préciserai que nous sommes amenés, si nous aidons notre client, à émettre de la dette obligataire, à rédiger ce que nous appelons un « *prospectus d'émission* ». Si votre émetteur est certes français, mais a des filiales partout en Europe, comment faire comprendre ce risque à l'investisseur ? Nous sommes amenés à faire des prospectus de 400 pages. La partie facteur de risque, la plus importante, en compte 25. Il y sera question de tout, du bilan, de l'instrument qui pourrait peut-être ne pas marcher dans une prévisibilité de 0,1 %. En fait, le sujet le plus important est l'évaluation de la perte en capitaux. Ce qui nécessite de comprendre le droit des faillites, mais comment faites-vous pour faire comprendre aux investisseurs que, compte tenu du fait que l'émetteur détient un certain nombre de filiales dans plusieurs États européens, leur perte en cas de défaut va dépendre de plusieurs droits nationaux tous différents des uns et des autres ?

D. C. Il peut y avoir une raison supplémentaire d'être terrorisé par la capacité des juristes à inventer des bêtises. Nous sommes l'un des quelques pays, c'est une spécialité appelée à Londres le « Club Med » (France, Italie, Espagne), où nous avons le monopole bancaire. Dans la plupart des pays germaniques et anglo-saxons, un établissement de crédit n'est pas réglementé sauf par rapport au crédit à la consommation. C'est un établissement de dépôt qui est réglementé en termes prudents. En d'autres termes, l'acte de recevoir de Madame tout le monde son épargne en dépôt est un acte qui justifie, en termes d'intérêt général, que l'établissement soit réglementé. En revanche, le fait de faire un prêt ne l'est pas. N'importe qui peut prêter à une entreprise. En France, nous avons le monopole bancaire. Nous pouvons en faire l'histoire, mais le résultat c'est que faire un contrat de prêt bancaire, qui d'ailleurs est un contrat de prêt tout court, bon marché et relativement standardisé, est souvent impossible quand on a enfin quelqu'un qui veut bien prêter. En effet, on est obligé de passer par un mécanisme obligataire qui possède exactement les mêmes caractéristiques économiques, sauf qu'il est soumis à davantage de formalités et de formalismes, ce qui augmente le coût de transaction assez radicalement.

Q. Nous vous remercions et passons aux questions-réponses.

Clarisse BESNIER, avocate cabinet Freshfields. Dans toutes vos analyses, prenez-vous en compte la psychologie et la capacité des Européens à ne plus voir leur banque comme la chapelle du village ? On parle de la désintermédiation. Or la mentalité, notamment française, est quand même d'avoir un monde bancaire intermédié. Comment évaluez-vous le fac-

teur psychologique des citoyens français et européens pour aller vers un emprunt à l'américaine ?

J. D. Je ne suis pas sûr qu'il s'agisse d'une question de psychologie. Il s'agit d'une question d'information. Les banques existent depuis 600 ans. Elles sont quand même les meilleures à analyser le risque local.

Avant la crise, j'étais plutôt contre le monopole bancaire. Ce qui s'est passé aux États-Unis m'a fait beaucoup changé d'avis au moins sur les individus et les ménages. L'absence de monopole bancaire fait que des personnes font absolument n'importe quoi. L'absence de réglementation crée les *subprimes*, les *pay-days*, les *Loan Sharks*... Cela suppose que les gens soient un peu rationnels et éduqués. Or aux États-Unis, ces produits sont vendus à des populations latinos qui lisent mal l'anglais, pour qui c'est compliqué. La finance déréglementée, c'est cela aussi.

C. B. On en vient à une désintermédiation, mais extrêmement régulée pour atténuer les effets des *subprimes*...

J. D. J'avoue que la crise m'a fait devenir favorable au monopole bancaire pour les individus. Nous avons vu la catastrophe pour certaines personnes et pour l'économie. En revanche, sur les *corporate*, on peut l'envisager. Si vous voulez enlever ce que vous dites, c'est le paysage américain.

D. C. Je déteste déprimer Jacques Delpla, mais les *subprimes* ont été quasiment toutes vendues à des gens par des institutions qui avaient la licence de banque.

J. D. C'était une licence formelle.

D. C. Qu'il faille une réglementation quant au crédit à la consommation à des personnes physiques, je pense que qui que ce soit de sensé ne le nie. En revanche, pour les entreprises...

S. V. Il faut faire attention aux transferts de risque des acteurs non soumis aux règles prudentielles aux acteurs soumis à de telles règles. On doit pouvoir réduire le champ du monopole bancaire et permettre en France, à des acteurs privés comme les *hedge funds*, d'investir sous forme de prêts, à la condition que les banques qui sont susceptibles d'investir dans de tels fonds n'y trouvent là pas un moyen de contourner des règles prudentielles.

G. P. Je ne suis pas tout à fait d'accord avec Jacques Delpla. Sur la question du monopole bancaire ou pas, les situations étant très hétérogènes dans le monde entier, je ne pense pas que les économistes puissent vraiment conclure qu'il y ait une réponse unique, valable dans tous les pays sur les rôles respectifs des marchés et des banques. Cela dépend de nombre d'autres facteurs de l'économie. Il est difficile de se prononcer sur ce sujet. Je n'ai pas une opinion très tranchée. Je pense que la crise de 2008 est une crise bancaire aux États-Unis. Le *shadow banking sector* a été un moyen, pour le secteur bancaire, de ne pas s'appliquer la réglementation prévue. Je dirais qu'il s'agit plus d'une crise de la supervision que d'une crise de la réglementation. Nous n'avons aucune preuve que la réglementation était mauvaise. Nous savons simplement que, lorsqu'elle n'est pas appliquée, cela ne marche pas.

UNE INTERVENANTE. Quelle est votre analyse ou appréciation de la réglementation récente sur le *crowdfunding* ?

V. P. Vous faites allusion à des sociétés qui rassemblent des investisseurs particuliers et qui permettent d'investir...

L'INTERVENANTE. Pas aux États-Unis. Simplement en France.

J. D. Pour moi, c'est de l'abus. Je suis allé regarder sur les sites pour les entreprises. Si je veux changer ma camionnette ou m'acheter un petit engin dans le BTP et que je demande un *crowdfunding*, les taux d'intérêt sont à 10 %. En période de déflation et de récession... Ma suspicion, c'est que ces personnes ne sont plus en mesure d'obtenir du prêt classique *collateralisé* auprès des banques, du *love-money* de la famille, ou toutes les sources traditionnelles de financement à un taux d'intérêt normal, autour de 2-3 % aujourd'hui, aillent chercher des financements auprès du public en les attirant avec des taux d'intérêt à 10 %. Je pourrais comprendre s'il y avait au moins des garanties offertes. Il faut savoir que les personnes qui jouent les intermédiaires prennent une marge de 1 % par an. Ils font juste la plate-forme, ils prennent 1 % du total. Ce sont des coûts d'intermédiation extrêmement élevés. C'est la preuve qu'il existe une situation d'asymétrie d'information. Les personnes qui vont là, c'est parce qu'elles ne peuvent emprunter nulle part ailleurs. Il s'agit typiquement de gens qui sont dans un secteur en dépression, en contraction absolue qui font du *survival*. Ils essaient de s'acheter le petit engin BTP qui fonctionnera mieux que celui du voisin, en sachant que la demande va être divisée par deux, demain. Évidemment, les gogos qui vont dans ces *peers to peers* vont perdre leur chemise. La bonne chose dans la réglementation réside dans le fait qu'on n'a pas le droit de trop prêter. C'est un peu comme le Loto ou un casino.

UNE INTERVENANTE. J'ai deux questions à l'adresse de Sophie Vermeille. Premièrement, j'ai bien compris que, pour assurer le crédit aux entreprises, il faut s'intéresser à un droit des sûretés et bien séparer les créanciers entre eux, faire des catégories, « *marketer* » les créanciers *senior* et *junior*. Je me demande si cette philosophie ne risque pas de conduire à encourager encore plus le recours au crédit. Juriste, j'ai l'impression qu'on fait primer l'accessoire, la garantie sur le crédit. Parmi les raisons d'octroyer un crédit, figure la confiance dans l'avenir de l'entreprise qu'on va financer. Si je reprends votre schéma, en fait, on ne va prêter qu'aux riches. Je ne vais prêter que parce que je suis sûre d'être *senior* créancier et d'avoir une bonne garantie. Cela signifie que cela a un impact sur les *junior*. Je prête parce que je suis sûre de la garantie. Je suis sûre parce que j'ai une hypothèque, un *mortgage*, parce que j'ai un gage sur stock, éventuellement du crédit-bail, de la cession Dailly.

Par contre, nous le savons, la France est constituée d'un tissu de PME. Ce ne sont pas de grosses entreprises qui vont aller chercher un tribunal à Bruxelles. Pour moi, j'ai une dichotomie avec cette histoire européenne. Je vais prêter aux grosses entreprises qui ont les moyens de fournir les garanties et, à l'inverse, je prêterai moins aux petites entreprises parce qu'elles n'auront pas de garantie à me donner.

Le risque n'est-il pas d'une attrition du crédit, renforcée par le fait que, si je suis créancier *junior*, tel qu'un fournisseur non payé et nous connaissons les délais particulièrement longs en France, je vais me retrouver éjecté de la procédure et, moi aussi, je vais aller au tapis ?

Deuxièmement, on va donner le pouvoir au créancier de décider du sort de l'entreprise. En a-t-il envie ? Un créancier, fournisseur ou banquier, a envie de faire du *business* que ce soit par un crédit bancaire ou en vendant son matériel à l'entreprise. Il n'a pas envie de se retrouver propriétaire par

sa créance, disons, de 80 millions de compresseurs. Je suis banquier, je n'y connais rien du tout. Qu'est-ce que je fais de ces compresseurs, une fois le gain sur stock réalisé ?

S. V. Concernant votre première question qui traite de la question du *collateral*, bien sûr, cela va encourager les prêteurs à financer en fonction de la qualité du *collateral*. Si l'actif grevé porte sur un actif en particulier, cela peut poser problème. La crise a démontré qu'à certains moments, les prêteurs n'ont pas regardé les fondamentaux des emprunteurs et se sont focalisés uniquement sur le *collateral*. Aussi l'issue n'est-elle pas que sur le *collateral*. Cela étant, il faut le reconnaître, dans des situations particulières, il y a une restriction au crédit et les nouveaux prêteurs ne viendront que s'ils passent devant tous les autres grâce au *collateral*.

Si des *hedge funds* viennent me voir car ils envisagent de prêter à une entreprise en difficulté – je suis avocate en *restructuring* – je peux vous garantir que l'idée qu'ils se retrouvent *pari passu* avec les prêteurs initiaux est juste inacceptable pour eux. Il faut donc s'adapter et c'est tout l'intérêt du *collateral*. Un droit renforçant l'efficacité des collatéraux ne doit pas dédouaner les banques de regarder les fondamentaux. Pour moi, il incombe au superviseur de faire un tel travail.

Par ailleurs, vous vous demandez si cela ne va pas encourager uniquement le crédit *collateralisé*. C'est un point tout à fait juste. Une réforme du *Chapter 11* est en cours parce que l'évolution du crédit a entraîné le développement de la dette *second lien*, c'est-à-dire de la sûreté de second rang. En effet, la procédure du *Chapter 11* a donné beaucoup de droits aux titulaires d'un *collateral*. En conséquence, des ajustements sont à faire. La situation n'est pas noire ou blanche. Ma présentation est restée schématique, la réalité est plus subtile. Il faudra rapidement faire attention à ne pas tomber dans certains travers. Autant tirer les leçons de ce que les États-Unis ont appris depuis 2005. Néanmoins, il faut reconnaître qu'il n'existe pas d'autre accès que le *collateral* pour encourager le crédit.

Au niveau des petites entreprises, on peut très bien avoir une *floating charge* de droit anglais, c'est-à-dire une sûreté sur l'ensemble des actifs. Le prêteur doit alors faire une analyse sur la viabilité de l'entreprise, puisque c'est l'ensemble de ses actifs qui seront *collateralisés*.

J'en viens à votre seconde question. Le point n'est pas de dire que les banquiers doivent devenir les actionnaires des entreprises, mais qu'il convient de les mettre dans des conditions telles qu'ils puissent décider du sort de l'entreprise. Les banques sont alors en capacité de pouvoir plus aisément céder leurs créances sur les marchés, ce qui permet l'arrivée de nouveaux investisseurs, dont le métier est de racheter de la dette à un prix décoté. Il appartient ensuite à ces investisseurs de faire le choix de convertir leurs créances en actions s'ils ont intérêt à cela, et donc, par conséquent, si c'est dans l'intérêt des entreprises. Le marché secondaire de la dette s'est déjà extrêmement développé ces dernières années en France. En effet, la politique monétaire étant ce qu'elle est, elle provoque des bulles spéculatives et encourage le développement du marché de la dette. Nous voyons arriver des *hedge funds* prêts à investir dans pratiquement n'importe quoi, parce qu'ils ont juste levé trop de fonds. C'est dangereux. La politique monétaire est responsable de cette situation.

Les études ont démontré aux États-Unis qu'une entreprise qui émerge du *Chapter 11* avec, à sa tête, un investisseur type

hedge fund a beaucoup plus de chances de sortir qu'une entreprise émergeant avec un agglomérat de créanciers. Regardez l'exemple de la SAUR qui n'a pas d'actionnaire de référence. Elle se retrouve à nouveau en conciliation. Une entreprise qui émerge en procédure collective a besoin d'une gouvernance forte, avec un alignement d'intérêts très fort entre les dirigeants et les actionnaires. Bien sûr, il existera toujours dans des cas isolés des *hedge funds* dont les actions conduisent à des destructions de valeur. Peut-être, il y aura toujours des erreurs et des problèmes, mais globalement, les études américaines ont démontré que les *hedge funds* apportaient plus de bénéfices que de coûts.

UN INTERVENANT DE L'AMF. Vous n'avez pas évoqué les créanciers super privilégiés dans cette nouvelle architecture du droit des procédures collectives efficace. J'aimerais avoir votre sentiment sur le statut de ces créanciers, compte tenu de l'état des finances publiques et du climat social. Ce peut être mis éventuellement en perspective avec les volontés politiques ou non de réformer ce droit des procédures collectives.

D. C. Parlez-vous de super privilégiés ou de privilégiés ?

L'INTERVENANT. Je parle des privilèges fiscaux et sociaux

D. C. Des privilégiés, donc, parce que les super privilégiés, ce sont juste les salariés pour 40 000 euros chacun.

L'INTERVENANT. Plus général.

S. V. C'est une très bonne question. Il existe un rang de priorité pour les créances fiscales. C'est issu d'une vieille règle qui venait de Bologne. C'était à une époque où, en cas de faillite d'un commerçant, toute la cité pouvait se retrouver en grande difficulté. Aujourd'hui, nous en sommes quand même très loin. Il s'agit de savoir si, oui ou non, c'est légitime pour le Trésor d'avoir un privilège. J'aurais tendance à répondre par la négative aujourd'hui. En plus, le privilège donne une mauvaise incitation au Trésor. Il l'incite à laisser filer le passif fiscal et social. En l'absence de marché du crédit des entreprises privées en difficulté, c'est l'État qui joue ce rôle indirectement. Il autorise très facilement les débiteurs à ne pas payer les charges Urssaf et fiscales, ce qui est extrêmement dangereux parce que cela repousse le moment à partir duquel on devrait s'occuper de l'entrepreneur en difficulté. On lui fait une facilité de crédit qui n'est pas justifiée, puisque celui qui prend la décision – le fonctionnaire – n'est pas en situation d'apprécier si c'est justifié ou pas au regard des perspectives de trésorerie futures et il fait prendre un risque à l'entreprise.

Sur la question du privilège social, c'est un totem, il existe un problème de *quantum*. Les salariés ne sont pas des créanciers comme les autres, puisqu'ils ont investi leur capital humain dans l'entreprise. Aussi ne peut-on pas imaginer qu'ils soient traités *pari passu* avec une banque. C'est mon point de vue. Pour moi, cela n'aura pas d'effet *ex ante* sur l'accès au crédit, à partir du moment où on le limite raisonnablement en termes de *quantum*. Nous en venons à la discussion sur qui doit supporter la charge du chômage : l'entreprise qui licencie ou la collectivité ? Il est vrai qu'aujourd'hui, le privilège donné aux salariés contribue directement à la déconfiture des entreprises. Les investisseurs ne viennent pas parce qu'ils savent que tout l'argent qu'ils vont mettre ne va pas dans la poche de l'entreprise, mais dans celle des salariés qui sont partants. Il faut donc revoir ce *quantum*. C'est un gros sujet. Aux États-Unis, le privilège des salariés est limité à 12 000 dollars par

tête. Je ne sais pas quel est le montant idéal. C'est un sujet qu'il faut avoir et qui est au cœur des préoccupations de tous les acteurs aujourd'hui. En effet, autant en 2008 et 2009, nous avions plutôt des dossiers avec des problèmes de bilan, autant à l'heure actuelle, avec la crise qui dure, il y a beaucoup de restructurations opérationnelles avec des enjeux énormes en termes d'emploi. Aussi l'inconvénient du privilège social a-t-il un effet démultiplicateur sur l'entreprise – je parle en particulier du super privilège – et la probabilité de rebond de l'entreprise est-il d'autant plus faible.

J. D. Philippe Aghion a fait un papier à ce sujet, il y a une dizaine d'années, dans lequel il montrait l'effet négatif du super privilège au niveau global, y compris pour l'État. Il vaudrait mieux abandonner ce super privilège social et fiscal. Cet abandon serait bénéfique sur un plan macro-économique, c'est favorable parce que cela développe plus de crédit et plus d'activité économique. Il y a une espèce d'illusion locale que le super privilège et tous les autres privilèges fiscaux et sociaux produisent des effets positifs. Une fois de plus, c'est un problème de contrat social. Nous ne sommes pas assez sociaux-démocrates. C'est l'État qui assure l'ensemble des risques sociaux avec une bonne efficacité micro-économique. On veut à la fois payer une assurance sociale aux entreprises, qui n'en est plus une, mais qui est du transfert généralisé sans trop d'*accountability* démocratique et on voudrait que les coûts d'ajustements soient sur les entreprises qui ont déjà payé l'assurance. Par conséquent, ce n'est pas efficace.

D. C. Si je croise les deux dernières questions, le privilège général du Trésor et des différentes agences de sécurité sociale est aujourd'hui utilisé comme un mécanisme de crédit presque systématique. Or, la problématique, vue du tiers qui serait un investisseur potentiel qui viendrait du dehors, donc pas parmi les dirigeants, réside dans le fait qu'il n'y a aucune visibilité sur ce privilège ni sur les montants qui sont dans ce privilège.

Prenez les derniers comptes d'une entreprise, au 31 décembre, qui étaient en ordre. Il peut y avoir des dérapages énormes de TVA, parfois de droits de douane, les charges salariales côté employeur et côté employé, ce qui théoriquement relève de la correctionnelle, mais enfin on leur donne quand même du lest là-dessus. Tout à coup, vous vous retrouvez avec une entreprise où passent devant vous, créancier qui avez fait votre analyse crédit, des créances absolument énormes, alors même que les personnes qui ont pris la décision de venir devant vous n'ont pas fait une analyse économique basée sur la possibilité pour l'entreprise à moyen terme à assurer le paiement de ses obligations. Elles ont fait une analyse complètement différente telle que : « *Ce sont les cantonales dans trois mois, je ne peux pas me permettre d'avoir 400 personnes dans la rue* ». Je ne dis pas que cette analyse n'est pas légitime. Je ne dis pas que l'État n'a pas un rôle à jouer. Mais à partir du moment où il choisit de jouer son rôle, la moindre des choses est qu'il le fasse sur ses propres deniers et pas sur ceux des autres. Or, cela revient à faire du social avec l'argent de quelqu'un d'autre. Personnellement, j'aime beaucoup l'opéra, j'aimerais que vous me donniez chacun 100 euros pour que je les donne à l'opéra, mais la donation sera à mon nom. C'est un peu la même chose. De ce point de vue, il y a un vrai problème. Dans les dossiers, on entend systématiquement « Vous êtes en difficulté, on va ouvrir un mandat *ad hoc*, on va aller voir la *commission des chefs de services financiers* – CODECHEF – qui ne porte plus ce nom et on va vous obtenir un crédit gratuit pendant six à douze mois ». J'ai vu beaucoup de dossiers où cela a été refusé sur la base d'une

efficacité économique. Cela ne fait juste pas partie des critères d'analyse. C'est là où je reviens à la prise de sûreté ou pas.

Je représente des investisseurs financiers majoritairement. Ces personnes sont tout à fait d'accord pour investir sans sûreté. Simplement, quand j'investis avec une sûreté qui marche, cela a un coût. Quand j'investis avec une sûreté qui est *junior*, le coût est différent. Si je veux faire un emprunt purement chirographaire, dans certains cas cela me coûtera 29 % par an. Si votre modèle est rentable à ce niveau-là, pourquoi pas ?

Les économistes vous diront qu'ils ont un modèle théorique, le CAPM, suivant lequel il faudrait faire un savant mélange de chacun des modes de financement pour arriver au financement optimal. En règle générale, vous n'avez pas un seul financement qui contient en lui l'ensemble des vertus. Dans notre système actuel, la capacité de prêteurs de rentrer à différents niveaux est complètement obérée par des règles extérieures : soit vous gardez un actif qui bascule chez la société si, un jour, elle a fini de payer ses traites – je caricature – et vous êtes relativement bien sécurisé, soit d'une façon ou d'une autre vous êtes en *high yield*, puisque, à partir du moment où l'entreprise dépose le bilan, vous savez qu'un an de privilège du Trésor va passer devant vous, vous allez avoir le super privilège des salariés à 40 000 euros chacun, puis le privilège ordinaire des salariés sur le différentiel entre cette somme et ce qu'ils espèrent pouvoir réclamer à l'entreprise (par exemple, 100 000 euros par salarié). Vous faites votre total et vous arrivez à la conclusion que créancier ordinaire de toute façon, votre créance vaut zéro, que vous soyez avec sûreté ou sans. De ce fait, moi créancier rationnel, je peux tout à fait décider de prêter sans sûreté à 25 % par an ou à 29 % comme cela s'est fait dernièrement, en estimant que si je prête à quatre entreprises, et qu'avec un peu de chance une seule défaille, cela fera quand même du 15 % par an.

Nous sommes en train de créer un système où le créancier qui veut bien se contenter d'une marge relativement faible en contrepartie d'un risque relativement faible est chassé en dehors du marché.

Il reste les créanciers bancaires. Les banques jouent simplement un jeu statistique. Elles savent parfaitement que cela va souvent échouer, qu'elles récupéreront très peu parce que la France est un des pays où non seulement les créanciers ont peu de droits en cas de faillite, mais également où, statistiquement, le taux de recouvrement des créances est parmi les plus faibles. Donc la banque, créancier rationnel, fait une analyse statistique et prête à 1 000 entreprises en sachant qu'un certain pourcentage d'entre elles vont déposer et que, de ce fait, elle ne récupérera pas grand-chose auprès de ces dernières. Ce n'est pas la façon la plus efficace de gérer le crédit aux entreprises, généralement. Nous sommes un peu comme dans une classe d'écoles où il serait décidé de prendre les points de tous ceux qui ont plus de 15 de moyenne pour les donner à ceux qui ont zéro. Nous parlions tout à l'heure de dessert. C'est un peu ce genre de système. Vous avez un système où les bons élèves paient pour les mauvais.

Le mécanisme du privilège du Trésor crée une situation aberrante. Regardez ce qui s'est passé dans un dossier. Le département et deux autres entités locales ont prêté plus de 4 millions d'euros pour garder certains salariés en emploi trois mois de plus. Tout le monde savait qu'après l'ouverture de la liquidation, il n'y avait aucune chance de recouvrer l'argent. Mais ces gens-là s'en moquaient ; seul les intéressait le fait

d'être à la une comme sauveurs de l'emploi local. Comme après, c'était en période de liquidation, avec l'article 40, ils seraient remboursés et passeraient devant les vrais créanciers. Les personnes ont juste été gardées au travail pour ne rien faire, pour faire la une du journal local. Pour les créanciers, il s'agissait de professionnels, ils n'avaient qu'à se taire et qu'à circuler. Ce n'est pas un système efficace, me semble-t-il.

L'INTERVENANTE. Ce privilège de l'État est-il une spécificité française ?

S. V. C'est né en Italie. Cela a disparu en Allemagne. C'est en voie de disparition ailleurs.

D. C. Le problème n'est pas tellement le privilège. Quand vous faites une analyse purement juridique et comparative de ce que nous avons, il y a la même chose à peu près partout. Ce qui est différent, c'est l'utilisation qui en est faite. Donc ce sont les montants qu'on fait passer en privilège, par exemple les plafonds pour les salariés, et c'est le fait que l'État soit privilégié sur les créances en cours ou normales ne choque personne. Je n'ai pas payé ma TVA à la fin du mois quand je dépose, elle passe devant moi. Pourquoi pas ? Cela peut être modélisé. Dans la plupart des pays, je n'ai pas la TVA qui se transforme en banque et qui dit à l'entreprise : « Ce n'est pas grave, pendant six mois ne me paie pas la TVA, comptabilise-la et sers toi en pour faire le BFR de l'entreprise. » C'est, là, une spécificité française : le détournement du privilège normal de l'État pour ses créances normales en une forme de crédit super privilégié.

*

La séance est levée à 11 heures.

La titrisation de créances de crédit d'impôt recherche : de l'innovation légale à la mise en œuvre

Alexandre Quiquerez

Maître de conférences en droit
Université Lumière Lyon 2
Laboratoire Droits, Contrats, Territoires (EA 4573)

Certains États, comme l'Italie et la Belgique, ont titrisé leurs créances fiscales sur les contribuables¹. La France peut se montrer, à son tour, innovante en ce domaine, comme en témoigne la possibilité, pour les contribuables – et non l'État ! – de titriser leurs créances fiscales. Depuis la loi de finances rectificative de 2013, le législateur autorise la titrisation de créances de crédit d'impôt recherche (CIR)². Dans la perspective des prochaines déclarations de CIR, on peut légitimement s'attendre à ce que des opérations de titrisation de créances de CIR soient mises en place. Toutefois, les défis juridiques à relever sont nombreux. L'opération proposée par le législateur apparaît d'emblée particulièrement complexe en ce qu'elle fait intervenir, outre le droit financier pour le montage, le droit fiscal s'agissant de l'actif à titriser. Dans ce contexte, quelques rappels préliminaires sur le CIR et la titrisation apparaissent nécessaires.

Dès lors qu'elle est soumise à l'impôt sur les sociétés ou à l'impôt sur le revenu et imposée d'après son bénéfice réel ou exonérée en vertu de dispositions spéciales, chaque entreprise, quel que soit son secteur d'activité³, est susceptible de bénéficier d'un CIR en raison de ses dépenses de recherche⁴. Comme le rappelle l'OCDE, « le crédit d'impôt recherche français est pratiquement le plus généreux au monde »⁵. Le ministère en charge de la Recherche estime que le nombre de déclarants a plus que doublé depuis 2007, dépassant 20 400 entreprises en 2012, et que le droit au CIR 2012 a atteint un montant total de 5,3 milliards d'euros⁶. Les créances de CIR sont susceptibles de constituer un gisement d'actifs dont la valeur économique incite à en envisager la titrisation.

Comme l'article 199 *ter* B, I du Code général des impôts le prévoit, la créance de CIR est, en principe, inaliénable et incessible⁷. Cependant, depuis la loi de finances pour 1999⁸, la cession « Dailly » de créances de CIR est admise. Le montant de la créance de CIR consiste dans l'excédent de CIR non

imputé sur l'impôt, en cas de défaut d'imputation (exonération d'impôt ou exercice déficitaire) ou d'imputation insuffisante⁹, étant précisé qu'il n'y a de créance de CIR que dans ces situations d'impossibilité d'imputation totale ou partielle. Cette créance n'est pas, sauf exceptions légales, immédiatement restituable : elle est utilisée pour le paiement de l'impôt dû au titre des trois années suivant celle au titre de laquelle elle est constatée. La fraction non utilisée, s'il y a lieu, est remboursée à l'expiration de cette période¹⁰.

Il est également possible d'effectuer un nantissement « Dailly » de cette créance, par exemple, afin de garantir le remboursement d'un prêt. Les cessions et nantissements « Dailly » ne pouvant auparavant être réalisés qu'au profit d'un établissement de crédit ou d'une société de financement¹¹, les possibilités de mobilisation des créances de CIR étaient assez limitées. La loi de finances rectificative pour 2013 est venue compléter l'article 199 *ter* B, I, alinéa 2 du Code général des impôts pour que les créances de CIR puissent être cédées à un organisme de titrisation. Depuis, il y est énoncé que « la créance est inaliénable et incessible, sauf dans les cas et conditions prévus par les articles L. 214-169 à L. 214-190 et L. 313-23 à L. 313-35 du Code monétaire et financier ». Le Bulletin officiel des Finances publiques (BOFiP-Impôts) a été modifié afin d'apporter des précisions¹². S'ouvrent ainsi de nouvelles opportunités de cessions de créances de CIR détenues par les entreprises françaises.

Cependant, signalons que la cession des créances de CIR ne peut être effectuée qu'au profit d'un organisme de titrisation soumis au Code monétaire et financier, à l'exclusion d'un organisme de titrisation de droit étranger. Ceci ne va pas de soi, compte tenu de la réalisation, en pratique, d'opérations de titrisation de créances de droit français *via* des véhicules *ad hoc* localisés à l'étranger¹³.

Les organismes de titrisation (véhicules *ad hoc*) sont soit des sociétés, soit des fonds dénués de la personnalité morale qui détiennent des actifs sélectionnés en fonction de leur valeur, et qui se financent par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. Schématiquement, l'organisme de titrisation perçoit les revenus émanant des actifs qu'il a acquis auprès d'une entreprise et les reverse aux investisseurs. Cette distribution des revenus s'opère sous forme de dividendes si les titres émis sont de capital, ou d'intérêts s'il s'agit d'obligations, cette dernière hypothèse étant la plus fréquente en matière de titrisation.

1 Moody's, *Securitisation of Non-performing Tax Receivables in Europe : Bridging the Gap Between Structuring and Modelling*, 19 avril 2006.

2 Loi n° 2013-1279 du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013, art. 35 ; N. Bousseau, *Cession de créance de crédit d'impôt recherche aux organismes de titrisation*, Propriété industrielle, 2014, alerte 58.

3 BOFiP-Impôts, 24 juin 2013, BOI-BIC-RICI-10-10-10-20130624, § 1.

4 D. Boucher, « Crédit d'impôt recherche (CGI, 244 *quater* B) », *Jurisclasseur Fiscal Impôts directs*, fasc. 253, sept. 2014, n°s 12 à 23.

5 OCDE, *Examens de l'OCDE des politiques d'innovation : France*, 2014, version préliminaire, p. 24.

6 Ministère de la Recherche, *Le Crédit d'Impôt Recherche en 2012*, sept. 2014, p. 1.

7 F. Debauge, *Guide pratique du crédit d'impôt recherche*, Eyrolles, 2012, p. 241.

8 Loi n° 98-1266 du 30 décembre 1998 de finances pour 1999, art. 91.

9 D. Boucher, « Crédit d'impôt recherche (CGI, 244 *quater* B) », *op. cit.*, n° 304 : « En l'absence d'impôt sur les bénéfices, ou en présence d'un impôt sur les bénéfices dont le montant ne permet pas une imputation intégrale du crédit d'impôt recherche, l'entreprise est titulaire d'une créance sur l'État ».

10 Art. 199 *ter* B du Code général des impôts.

11 Art. L. 313-23 du Code monétaire et financier.

12 BOFiP-Impôts, 29 juill. 2014, BOI-BIC-RICI-10-10-50-20140729.

13 M.-M. Calvière, *Les titrisations internationales des banques et des entreprises françaises*, Droit et pratique du commerce international, 1996, p. 362.

En vertu de l'article L. 214-168 du Code monétaire et financier, les organismes de titrisation – sociétés de titrisation (SA ou SAS) ou fonds de titrisation – peuvent acquérir des créances et émettre des titres financiers. Cette opération correspond à la titrisation dite conventionnelle, également appelée « titrisation *true sale* »¹⁴. La forme la plus usuelle de titrisation correspond, en effet, à la création d'une société ou d'un fonds *ad hoc* à l'initiative d'une entreprise, que l'on appelle en pratique l'*originator*. Celui-ci cède ensuite ses créances à l'organisme de titrisation qui en paie le prix grâce au produit de la souscription des titres financiers. D'un côté, l'*originator* reçoit immédiatement un prix, ce qui améliore le haut de son bilan. De l'autre, les investisseurs seront payés par l'organisme de titrisation, pendant plusieurs années, grâce au paiement des créances titrisées.

À l'égal de la cession « Dailly », l'intérêt de céder ses créances de CIR à un organisme de titrisation est d'en obtenir immédiatement le montant, diminué de la rémunération du cessionnaire. En obtenant immédiatement des liquidités, l'entreprise améliore sa trésorerie, sans attendre l'imputation du CIR de son impôt ou le remboursement par l'État de la fraction résiduelle de la créance de CIR. Comme le note Daniel Boucher, « le CIR à la fois récompense une recherche déjà effectuée et encourage une recherche nouvelle, qui reste à réaliser »¹⁵. Cette incitation fiscale à l'effort de recherche repose sur la perception du crédit d'impôt par l'entreprise après avoir engagé ses dépenses. Pour pallier les inconvénients du décalage entre les dépenses et le bénéfice du CIR, l'entreprise peut mobiliser sa créance. L'entreprise pourra, grâce à la perception du prix de cession, réinvestir immédiatement cette somme dans de nouvelles activités, y compris purement commerciales, puisque le législateur n'impose pas que le CIR soit utilisé dans des activités de R&D.

L'exposé du motif de l'amendement déposé par le député Dominique Lefebvre décrit l'objectif poursuivi : « Cet amendement, qui vise simplement à élargir le champ des cessionnaires de la créance de CIR, n'a aucun impact négatif sur les finances publiques. Il permettra en revanche aux entreprises de bénéficier plus facilement de l'apport en trésorerie permis par la cession de créances, qui étant dues par l'État, devraient trouver aisément acquéreur »¹⁶. Cette dernière précision est très optimiste, car encore faut-il monter l'opération juridique idoine et attirer les investisseurs. De plus, la constitution de titrisations de créances de CIR nécessite l'intervention des professionnels de la titrisation.

La titrisation représente un accélérateur de financement alternatif à la cession « Dailly », mais aussi au mécanisme de préfinancement proposé par la Banque publique d'investissement (Bpifrance). Celui-ci consiste à accorder un prêt aux PME éligibles dès l'année durant laquelle elles sont engagées, avant même la déclaration de CIR. Le prêt est octroyé pour un montant de 80 % du CIR attendu au titre des dépenses éligibles engagées pendant l'année¹⁷. L'alliance de la titrisa-

tion et du CIR semble être déjà en marche, Bpifrance ayant pour projet de titriser ses créances de prêt¹⁸.

Pour le cessionnaire, que celui-ci soit un établissement de crédit ou un organisme de titrisation, l'avantage économique de la cession réside dans la perception d'une somme d'argent qui correspond à la différence entre la valeur nominale de la créance et le prix de cession. L'opération de titrisation a ceci d'original par rapport à la cession « Dailly » qu'elle fait intervenir un organisme *ad hoc* de titrisation et des investisseurs. La conséquence remarquable de la réalisation des titrisations de créances de CIR serait que celles-ci ne seraient plus détenues par des entreprises ayant effectué des dépenses de recherche, ou encore des établissements de crédit cessionnaires de ces créances, mais par des organismes de titrisation. En admettant la titrisation de créances de CIR, le législateur appréhende celles-ci comme des actifs dont les revenus circulent au profit de porteurs de titres financiers. En cela, les établissements de crédit cessionnaires de créances de CIR ne seraient plus les seuls bénéficiaires indirects potentiels du CIR.

La modification du régime du CIR en vue d'autoriser le recours à la titrisation est séduisante, mais suscite la problématique du montage envisageable. On est conduit à se demander, d'abord, quelles entreprises sont susceptibles d'initier des titrisations de CIR (I), ensuite, quelles créances de CIR elles peuvent titriser (II) et, enfin, quels pourraient être les modes d'acquisition de ces créances à des fins de titrisation (III).

I. L'initiateur du montage

L'initiative du montage de titrisation appartient habituellement au titulaire des créances qui va céder celles-ci à l'organisme de titrisation. Cette situation ne semble néanmoins pas être adaptée à toutes les entreprises détentrices de créances de CIR, en particulier les petites et moyennes entreprises (A). Cela étant, le développement de titrisations de créances de CIR pourrait passer par la constitution de montages à l'initiative des acteurs du marché de la titrisation (B).

1. Le montage à l'initiative du cédant

Le plus communément, l'*originator* est, en pratique, le cédant des actifs à l'organisme de titrisation. Il s'agit aussi de l'entreprise qui a l'initiative de constituer l'opération de titrisation et choisit toutes les modalités du montage. Lorsque cette entreprise ne dispose pas des ressources humaines nécessaires, ce qui est généralement le cas lorsqu'elle n'est pas un établissement financier, elle fait appel à une société spécialisée dans la conception de montages de titrisation, appelée l'arrangeur¹⁹. Concrètement, avec l'appui d'un cabinet d'avocats spécialisé dans le financement structuré, l'arrangeur propose un ou plusieurs montages ; l'*originator* choisit ensuite le montage et décide de sa mise en œuvre.

Ce processus traditionnel du montage de la titrisation ne semble pas transposable tel quel à toutes les hypothèses de titrisation de créances de CIR. Selon une étude du ministère chargé de la Recherche, le montant moyen du CIR pour

14 S. Alamowitch, *La pratique des « true sale opinions » dans les financements structurés*, RDBF 2011, prat. 6.

15 D. Boucher, *Le crédit d'impôt recherche*, LexisNexis, 2011, n° 499.

16 Sénat, *Rapport sur le projet de loi de finances rectificatives pour 2013*, p. 232.

17 Voir notamment : <http://www.bpifrance.fr/Vivez-Bpifrance/Actualites/Lancement-du-pre-financement-du-Credit-d-impot-recherche-et-du-Pret-Pour-l-Innovation> ; ministère de la Recherche et de l'Enseignement supérieur, *Guide du Crédit d'impôt recherche 2014*, p. 28.

18 Agefi, *BPI planche sur la titrisation de crédits au PME*, 13 fév. 2014.

19 G. Legros, *Ingénierie financière*, Dunod, 2012, p. 20.

l'ensemble des entreprises, en 2012, est de 348 995 euros²⁰. Or le montage de toute titrisation est complexe, long et entraîne d'importants frais de conseil, de constitution et de fonctionnement de l'opération, ce qui la rend généralement, pour les PME, moins accessible que la cession « Dailly ». La valeur du portefeuille de créances titrisées doit être suffisamment importante pour que le recours à la titrisation soit économiquement rentable. Il semble très rare qu'une opération de titrisation porte sur un portefeuille de créances d'une valeur nominale inférieure à 50 millions d'euros²¹. Il est donc probable que chaque entreprise titulaire de créances de CIR n'aura ni les moyens humains et financiers, ni le souhait de créer elle-même « son » organisme de titrisation. Qui plus est, les PME au sens du droit de l'Union européenne font partie des catégories de contribuables pouvant bénéficier d'un droit au remboursement immédiat, dès la première année, de leur créance de CIR²². La mobilisation de créances par les entreprises bénéficiant d'une restitution immédiate ne semble, dès lors, d'aucune utilité pratique²³, bien que l'administration fiscale envisage la mobilisation de créances de remboursement immédiat²⁴.

En revanche, les grandes entreprises qui disposent d'un CIR sont susceptibles d'être intéressées par la titrisation. En 2012, selon le ministère chargé de la Recherche, 96 entreprises ont bénéficié d'un CIR pour un montant moyen de 19 millions d'euros seulement²⁵. Cependant, le CIR moyen des entreprises déclarant plus de 100 millions d'euros de dépenses est approximativement de 64 millions d'euros²⁶.

La titrisation est accessible aux grandes entreprises qui disposent de créances de CIR d'une telle valeur. Les grandes entreprises sont assurément, en raison de leurs moyens financiers, les destinataires privilégiés de la réforme ouvrant la titrisation aux créances de CIR.

La constitution de titrisations par de grandes entreprises serait d'autant plus concevable qu'elle pourrait impliquer la cession d'autres types de créances, notamment des créances commerciales, à l'organisme de titrisation. La cession de différentes catégories de créances rejoindrait les intérêts des investisseurs, car ils pourraient être payés à partir d'un lot diversifié d'actifs.

20 Ministère de la Recherche, *Le crédit d'impôt recherche en 2012*, op. cit., p. 5.

21 Par exemple, les seuils de rentabilité proposés par la banque Natixis : https://entreprises.natixis.com/jcms/lpp45_43244/fr/refinancer-vos-actifs-d-exploitation

22 Art. 199 ter B II, 4° du Code général des impôts ; il s'agit des PME au sens de l'annexe I au règlement (CE) n° 800/2008 de la Commission, du 6 août 2008, voir not. son article 1.1 : « La catégorie des micro, petites et moyennes entreprises (« PME ») est constituée des entreprises qui occupent moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros ».

23 D. Boucher, *Le crédit d'impôt recherche*, op. cit., n° 531.

24 BOFiP-Impôts, 28 juill. 2014, op. cit., § 570 : « L'organisme de titrisation ou l'établissement de crédit auprès duquel la créance a été cédée peut bénéficier du remboursement de la créance de crédit d'impôt recherche dans les mêmes conditions que le propriétaire originel de la créance (remboursement immédiat si l'entreprise cédante est une jeune entreprise innovante, par exemple) » ; cette opération pourrait être intéressante pour mobiliser des créances futures.

25 Ministère de la Recherche, *Le crédit d'impôt recherche en 2012*, op. cit., p. 5.

26 *Ibid.*, p. 6.

Outre les grandes entreprises, les acteurs du marché de la titrisation seraient également susceptibles d'être à l'origine d'un montage de titrisation des créances de CIR.

2. Le montage à l'initiative des acteurs du marché de la titrisation

Les banques qui interviennent dans les montages de titrisation et les sociétés de gestion pourraient appréhender la titrisation des créances de CIR comme un nouveau marché. Ces professionnels disposent déjà des compétences pour créer des organismes de titrisation et placer les titres auprès des investisseurs.

Les acteurs du marché de la titrisation sont susceptibles d'être à l'origine d'un montage « multi-cédants »²⁷. L'initiateur de l'opération de titrisation n'est donc pas toujours le détenteur initial et le cédant des actifs sous-jacents. À la manière des sociétés d'affacturage, les organismes de titrisation pourraient acquérir des créances de CIR détenues par différentes entreprises. La cession de ces créances aurait également l'avantage de diversifier les actifs sous-jacents au profit des investisseurs. Ceci permettrait d'éviter qu'une procédure de rectification du montant du CIR par l'administration fiscale n'affecte toutes les créances de l'organisme de titrisation.

L'expérience montre que la titrisation n'est pas une technique réservée aux grandes entreprises disposant d'un portefeuille de créances d'une valeur importante. Dans certains montages, l'organisme de titrisation lève des fonds *via* l'émission de titres afin de financer plusieurs entreprises. Par exemple, le groupe GIAC a mis en œuvre ce type de montage en créant un organisme de titrisation qui a émis des obligations auprès d'investisseurs. Cette levée de fonds permet à l'organisme de titrisation de souscrire à des obligations émises par des PME²⁸.

La compartimentation permettrait également de réduire les coûts de constitution de l'organisme *ad hoc*²⁹. L'article L. 214-169, I du Code monétaire et financier prévoit que l'organisme de titrisation peut comporter deux ou plusieurs compartiments si les statuts de la société ou le règlement du fonds le prévoient. L'actif du compartiment répond du passif de ce seul compartiment. Il en résulte que chaque compartiment donne lieu à l'émission de titres adossés aux seuls actifs contenus dans le compartiment. La compartimentation permet d'éviter de créer un organisme de titrisation distinct pour chaque titrisation d'un autre lot d'actifs. Chaque compartiment est susceptible de s'adresser à un profil d'investisseurs différents : un compartiment peut contenir des actifs plus risqués qu'un autre. Les acteurs du marché de la titrisation pourraient ainsi déjà utiliser les organismes de titrisation préexistants pour créer de nouveaux compartiments affectés à l'acquisition de créances de CIR.

L'identité de l'initiateur étant précisée, il convient également de déterminer les créances titrisables en matière de CIR.

27 Pour un exemple impliquant des cédants qui sont les filiales d'un même groupe, l'encours minimal des créances étant de 150 millions d'euros : H. de La Bruslerie et C. Eliez, *Trésorerie d'entreprise*, 3^e éd., Dunod, 2012.

28 Agefi, *Le GIAC rassemble 80 millions d'euros pour un emprunt groupé*, 27 sept. 2012.

29 G. Legros, *Ingénierie financière*, Dunod, 2012, p. 20.

II. Les créances de CIR titrisables

À l'image de toute créance, la créance de CIR peut être née ou future. La détermination de la date de naissance de la créance de CIR n'est pas simple³⁰. De façon générale, la créance est future lorsque son acte ou fait générateur n'est pas intervenu³¹. Le législateur ne précise pas si les créances de CIR futures sont titrisables. À partir de quel moment est-il indiscutablement possible de céder une créance de CIR ? Deux dates de naissance de cette créance sont envisageables : d'une part, à l'expiration de l'année qui sert de référence au calcul du CIR ; d'autre part, à la réception de la déclaration de CIR par l'administration fiscale. La première solution pourrait se justifier par le fait que, au terme de l'engagement des dépenses éligibles et de son exercice fiscal, l'entreprise est, dès ce moment, en mesure de déterminer si elle peut bénéficier d'une créance de CIR. Dans cette ligne, l'article 199 *ter* B, I du Code général des impôts dispose que « *cette créance est utilisée pour paiement de l'impôt sur le revenu dû au titre des trois années suivant celle au titre de laquelle elle est constatée* » ; l'administration fiscale fait, quant à elle, référence au remboursement « *au terme du délai de trois ans suivant l'année au titre de laquelle la créance est née* »³², ce qui pourrait suggérer que la créance naît à la fin de l'année civile d'engagement des dépenses éligibles. Cependant, le CIR est un dispositif facultatif³³ : c'est grâce à la déclaration de CIR que le contribuable peut faire valoir l'existence d'une créance contre le Trésor public si l'impôt qu'elle doit est insuffisant³⁴. De ce point de vue, la déclaration n'est pas une simple formalité, mais devrait être considérée comme l'acte juridique donnant naissance à la créance et la rendant opposable au Trésor public, puisque celui-ci ne peut plus alors ignorer l'exercice du droit au CIR³⁵. En tout état de cause, il paraît difficile d'estimer que la créance de CIR n'est pas encore née à la date de réception de la déclaration³⁶.

Suivant cette ligne de démarcation, il faut faire la distinction entre la titrisation de créances de CIR nées (1) et la titrisation de créances de CIR futures (2).

30 Fait générateur du dommage pour une créance délictuelle ; conclusion du contrat pour une créance contractuelle ; sur l'imprécision des notions de « naissance de la créance » et de « créance en germe » en général : P.-E. Audit, *La « naissance » des créances*, Thèse, Paris II, 2013, spéc. n° 648.

31 X. de Kergommeaux et C. Van Gallebaert, *Réflexions autour de la date de naissance des créances contractuelles*, RTDF, 2006, p. 88.

32 BOFiP-Impôts, 11 juin 2014, BOI-BIC-RICI-10-10-50, § 520.

33 L'entreprise doit demander à bénéficier du dispositif pour en profiter : R. Steiner, *Droit fiscal*, Lamy, 2014, n° 1733 : « *Cette déclaration vaut option pour le crédit d'impôt recherche* ».

34 De manière générale, le fait générateur de l'impôt semble constitué, quant à lui, d'autres éléments : D. Gutman, *La date de naissance des créances en droit fiscal*, Petites affiches, 9 novembre 2004, n° 224, p. 35 ; C. Bas, *Le fait générateur de l'impôt*, L'Harmattan, 2007, n° 167 : « *Aujourd'hui, le fait générateur est présenté comme la résultante de deux éléments : l'un substantiel, qualifié de fait imposable, l'autre temporel, défini par référence à la notion de période* ».

35 Sur le plan pratique, on peut également constater que le formulaire n° 2069A demande à l'entreprise de déclarer le montant restant à imputer les trois années suivantes ainsi que le montant de la mobilisation qui est demandée ; dans le système déclaratif (et facultatif) du CIR, la créance de CIR est nécessairement déjà née lors de la réception de la déclaration.

36 La demande de remboursement du CIR non imputé, qui intervient postérieurement à la déclaration, constitue une réclamation contentieuse au sens de l'article L. 190 du Livre des procédures fiscales ; sur les implications de cette qualification : J.-L. Pierre, *op. cit.*, n° 91.

1. Les créances nées de CIR

Rappelons que le CIR est imputé sur l'impôt sur le revenu ou sur les sociétés, dû par l'entreprise pour l'année pendant laquelle les dépenses de recherche ont eu lieu. Si l'exercice est déficitaire ou trop faiblement bénéficiaire pour qu'il y ait déduction, la fraction du CIR non imputée du fait de l'absence ou de l'insuffisance de l'impôt dû constitue une créance sur le Trésor qui est mobilisable. Sauf cas particuliers, notamment en faveur des PME, des entreprises nouvelles (entreprises créées à compter du 1^{er} janvier 2014), des jeunes entreprises innovantes (JEI) et des entreprises en procédure collective³⁷, cette créance n'est pas immédiatement remboursable par l'État³⁸ : elle s'impute sur le montant de l'impôt dû au titre des trois années suivant celle au titre de laquelle elle est constatée. L'entreprise peut alors ne pas vouloir attendre que son impôt à payer des trois années suivantes soit suffisant pour être remboursé³⁹, mais mobiliser cette créance auprès d'un organisme de titrisation afin de percevoir un prix de cession s'approchant de sa valeur nominale. Celle-ci est d'un montant nécessairement supérieur au prix, compte tenu de la décote réalisée pour rémunérer les investisseurs. Ainsi, la titrisation se présente comme un outil de mobilisation des créances de CIR utile pour les entreprises qui ne paient pas d'impôts, ou insuffisamment, pour bénéficier du CIR.

À titre illustratif, supposons le CIR 2015 d'une entreprise devant être déduit du résultat de l'exercice fiscal 2015. Cette entreprise, soumise à l'IS, clôt son exercice le 31 décembre 2015. Elle doit faire sa déclaration de CIR avant le 15 mai 2016 et la joindre à sa déclaration de résultats. Après avoir calculé son résultat imposable et son CIR, cette entreprise constate que le montant de son CIR 2015 dépasse son résultat imposable de l'année 2015. Afin de ne pas attendre la possibilité de demander la restitution du reliquat de la créance non imputée en 2019, elle décide de mobiliser sa créance de CIR, dès la remise de sa déclaration de CIR au Trésor public⁴⁰. Naturellement, sa créance de CIR mobilisée ne pourra plus faire l'objet d'une imputation sur ses impôts à venir⁴¹.

La titrisation peut également présenter un intérêt lorsque l'entreprise a un exercice fiscal décalé par rapport à l'année civile⁴². Quel que soit l'exercice fiscal de l'entreprise, le CIR est toujours calculé par référence aux dépenses exposées au cours de l'année civile⁴³. Par exemple, une entreprise assujettie à l'IS a un exercice ouvert le 1^{er} juin 2014 et clos le 31 mai 2015. Cette entreprise constate que son CIR 2014 ne peut être imputé sur son exercice 01/06/2014 – 31/05/2015, car son résultat imposable est insuffisant. Elle devra déposer sa déclaration de CIR de l'année civile 2014 en même temps que son relevé de solde, au plus tard le 15 septembre 2015⁴⁴. La

37 Art. 199 *ter*, B, II du Code général des impôts.

38 Art. 199, *ter*, B, I du Code général des impôts ; J.-L. Pierre, « *Crédit d'impôt recherche* » ; *J.-Cl. Brevets*, 2014, n° 38.

39 Le remboursement du reliquat de CIR s'effectue en N + 4 : F. Debauge, *op. cit.*, n° 1021-1.

40 La déclaration de CIR se réalise par le biais d'un formulaire spécifique joint à la déclaration d'impôt : *Cerfa* n° 11081*16, imprimé 2069-A-SD.

41 F. Debauge, *op. cit.*, n° 1042.

42 Cette situation est plus rare que celle où l'exercice coïncide avec l'année civile.

43 Art. 49 *septies* J de l'annexe III du Code général des impôts.

44 Pour les exercices décalés, le relevé de solde doit être déposé au plus tard le 15 du quatrième mois qui suit la clôture de l'exercice : art. 360 *bis* de l'annexe III du Code général des impôts.

créance de CIR résiduelle pourra être imputée sur les trois exercices suivants, et ce n'est qu'après le 15 septembre 2018 qu'elle pourrait en demander le remboursement pour la fraction non utilisée. Il existe donc un délai important entre l'année où les dépenses éligibles ont été engagées et l'année de remboursement du CIR. Pour se procurer des liquidités, elle pourrait céder ses créances de CIR 2014.

La cession partielle de la créance sur le Trésor à l'organisme de titrisation est envisageable. En l'absence de règle spéciale l'interdisant, l'entreprise devrait pouvoir céder une fraction distincte de ses créances à des organismes de titrisation distincts, voire effectuer une cession « Dailly » pour une fraction de la créance et une cession-titrisation pour une autre⁴⁵. L'administration fiscale précise qu'« au terme du délai de trois ans, la créance est remboursée à l'entreprise, à l'organisme de titrisation ou à l'établissement de crédit la détenant en tout ou partie, à concurrence du montant non employé en règlement de l'impôt sur les bénéfices »⁴⁶. La titrisation pourrait donc reposer sur une cession en tout ou partie de la créance de CIR à l'organisme de titrisation. Une cession partielle de créance CIR constituerait un bon incitatif pour l'entreprise de défendre, en cas de contrôle fiscal, la validité ou le montant du CIR qu'elle a déclaré, puisqu'elle conserve alors un intérêt au remboursement de la créance, en dépit de son transfert. Cet alignement des intérêts des investisseurs de l'organisme de titrisation et du cédant est opportun, car ce dernier est le mieux à même de justifier la réalité des éléments déclarés.

La titrisation est susceptible de satisfaire les intérêts financiers tant des entreprises que des investisseurs, mais à condition que les actifs titrisés soient de bonne qualité, c'est-à-dire qu'ils produisent les revenus attendus. À cet égard, les créances nées de CIR sont des actifs particulièrement attirants pour les investisseurs. Ce sont des créances certaines, liquides et, étant contre l'État, il existe un faible risque d'impayé.

Pour autant, compte tenu des difficultés d'interprétation de la notion de recherche visée aux articles 244 *quater* B et 49 *septies* F de l'annexe III du Code général des impôts, et qui sert à déterminer les dépenses éligibles⁴⁷, il existe une insécurité juridique tenant au risque de notification de rectification du montant, communément appelée redressement fiscal⁴⁸. Ce risque est inhérent au régime déclaratif du crédit d'impôt,

l'administration fiscale n'ayant qu'un pouvoir de contrôle *a posteriori* à la déclaration. Ce redressement peut s'opérer jusqu'à la fin de la troisième année qui suit celle du dépôt de la déclaration prévue pour le calcul du crédit d'impôt⁴⁹. Une juste précaution consisterait à ne titriser que les créances de CIR ayant fait l'objet d'une procédure d'accord, en pratique appelée *rescrit*⁵⁰. Celui-ci permet de faire vérifier par l'administration fiscale ou le ministère en charge de la Recherche que les dépenses de recherche projetées sont éligibles au crédit d'impôt⁵¹. Il est également souhaitable que l'organisme de titrisation, le cas échéant sa société de gestion⁵², procède à un audit, de préférence externalisé afin qu'il soit indépendant⁵³, sur l'éligibilité des dépenses ayant donné lieu au CIR. Le règlement ou les statuts de l'organisme de titrisation, de même que le contrat d'émission des titres conclu avec les investisseurs, peuvent prévoir des critères d'éligibilité qui obligent l'organisme de titrisation à n'acquiescer que les créances de CIR correspondant à ces critères. En outre, dans la mesure où c'est l'entreprise cédante qui gère ses dépenses de recherche, elle peut être contractuellement tenue d'une obligation d'élaboration et de conservation d'un dossier justificatif, ayant pour objet d'établir que les dépenses engagées correspondent à des travaux de recherche⁵⁴.

La rectification du montant du CIR à la suite d'un contrôle fiscal pourrait également résulter d'une erreur de calcul entraînant une surévaluation du CIR⁵⁵. Dans le cadre d'une titrisation de créances de CIR, les investisseurs s'en trouveraient lésés, puisqu'ils risquent d'être rémunérés pour un montant inférieur par rapport aux projections. Il s'agit là d'un risque propre aux titrisations de créances de CIR qui ne se rencontre pas pour les classes d'actifs sous-jacents traditionnels, comme les créances de prêts, et dont la survenance doit être évitée en soumettant le calcul du CIR à une procédure d'audit. L'organisme de titrisation est soumis à tous les risques attachés aux créances de CIR, exactement de la même manière que l'entreprise cédante si elle avait conservé ses créances. Le règlement du fonds commun de titrisation ou les statuts de la société de titrisation doivent contenir différentes informations dans l'intérêt des investisseurs, notamment sur ces risques⁵⁶.

L'éventualité d'une sous-estimation du montant du CIR n'est pas non plus à écarter. Tel est le cas si l'entreprise a oublié certaines dépenses éligibles⁵⁷. Une question délicate porte alors sur le point de savoir si le montant du CIR occulté doit revenir à l'organisme de titrisation ou à l'entreprise. Il serait légitime que le remboursement de la fraction de CIR occultée revienne à l'entreprise, étant donné que les investisseurs

45 En revanche, une créance de crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) ne peut faire l'objet de plusieurs cessions ou nantissements partiels auprès d'un ou de plusieurs cessionnaires ou créanciers : art. 199 *ter* C, I, al. 2 du Code général des impôts.

46 BOFiP-Impôts, 29 juill. 2014, *op. cit.*, § 520 ; voir également § 530 : « Lors- que la créance a été mobilisée auprès d'un organisme de titrisation ou auprès d'un établissement de crédit, pour tout ou partie, ces événements n'affectent pas le remboursement qui est effectué au profit de cet établissement ou de cet organisme pour le montant concerné ».

47 L'administration met à la disposition des entreprises une notice pédagogique, destinée à aider les entreprises à déterminer si leur projet de recherche ouvre droit au CIR : *Notice d'accompagnement de l'entreprise dans sa démarche de déclaration de dépenses éligibles au CIR*, juill. 2014.

48 J.-L. Pierre, *Fiscalité de la recherche, de la propriété industrielle et des logiciels*, EFE, 2011, n° 102 ; voir, par exemple, le contentieux portant sur le point de savoir si certaines dépenses de personnel, telles que l'intéressement et la participation, doivent être comprises dans l'assiette du CIR : CE, 12 mars 2014, n° 365875, Min. c/ Sté Spécialités Pet Food et Sté Diana, JCP E. 2014, 1260 ; voir égal. sur les dépenses externalisées dans le cadre d'une sous-traitance : D. Boucher, *Crédit d'impôt recherche et dépenses externalisées : une jurisprudence querellée, une doctrine modifiée, et bien des questions qui restent à élucider*, Droit fiscal, 2014, comm. 376 ; même auteur : *Crédit d'impôt recherche et dépenses externalisées (suite)*, Droit fiscal, 2014, comm. 462.

49 Art. L. 172 G du Livre des procédures fiscales.

50 Le *rescrit* doit être effectué pour chaque projet de recherche.

51 Art. L. 80-B du Livre des procédures fiscales ; pour le détail des différentes solutions de « sécurisation du CIR » : D. Boucher, *Le crédit d'impôt recherche*, *op. cit.*, n°s 605 et s.

52 Les actes juridiques du montage doivent prévoir une répartition des rôles entre la société de titrisation et la société chargée de la gestion.

53 Dans ce cadre, peuvent intervenir des fiscalistes mais aussi des experts scientifiques.

54 Sur ce dossier justificatif : D. Boucher, *Le crédit d'impôt recherche*, *op. cit.*, n°s 571 et s.

55 D. Boucher, *op. cit.*, n° 748.

56 Art. R. 214-217 du Code monétaire et financier.

57 Sur la rectification d'une déclaration déjà déposée : *Notice d'accompagnement de l'entreprise dans sa démarche de déclaration de dépenses éligibles au CIR*, juill. 2014, p. 2.

n'ont à être rémunérés qu'au montant qui a été contractuellement défini dans le contrat de souscription des titres. De surcroît, le taux d'intérêt des obligations a été nécessairement calculé à partir du montant de la créance de CIR attendu. Dans son formulaire de déclaration de CIR⁵⁸, ainsi que dans le certificat de créance⁵⁹, l'entreprise doit déclarer le montant des créances dont la mobilisation est demandée, ce qui donne à penser qu'au-delà de ce montant, la créance de CIR n'est pas transférée et que c'est l'entreprise qui doit être payée par l'administration fiscale. En outre, le contrat de cession conclu entre l'entreprise et l'organisme de titrisation, l'objet de la cession doit être défini avec soin et préciser le montant des créances de CIR cédées, et non pas seulement l'année du CIR qui entre dans le champ de la cession. À cet égard, rien ne semble empêcher de prévoir, dans le contrat de cession, qu'en cas d'éventuel trop-perçu par l'organisme de titrisation, celui-ci doit rétrocéder cette somme à l'entreprise.

Plus délicate encore est la question de la titrisation de créances de CIR à naître.

2. Les créances futures de CIR

Les créances futures de CIR sont diverses. Il en existe plusieurs catégories en fonction du palier franchi par l'entreprise dans ses activités de R&D et ses démarches fiscales.

D'abord, la créance est assurément future si l'entreprise l'invoque pour le CIR d'une année non encore commencée. Il s'agit alors plus précisément d'une créance éventuelle, puisque l'entreprise peut ne pas engager les dépenses éligibles ou est susceptible de disposer de résultats imposables suffisants pour imputer son CIR.

Ensuite, la créance n'est pas encore née lorsque l'entreprise s'en prévaut au cours de l'année où les dépenses éligibles ont été engagées. À ce stade, le montant du CIR ne peut pas être déterminé avec certitude, étant donné que d'autres dépenses éligibles pourraient être engagées. Une évaluation du CIR futur doit alors être réalisée afin de déterminer quel sera son montant probable. Il existe également, à cet égard, l'éventualité que l'entreprise dégage *in fine* des résultats imposables suffisants pour procéder à l'imputation.

Enfin, il y a créance future de CIR lorsque celui-ci est calculé au terme de l'année où les dépenses éligibles sur lesquelles est assis le crédit d'impôt ont été engagées, avant l'envoi de la déclaration de CIR et la date limite de celui-ci. Le montant de cette créance est certain, puisque l'entreprise peut déterminer à hauteur de combien elle ne peut pas imputer son CIR sur l'impôt dû. Mais cette créance n'est pas encore née, et son existence reste incertaine, étant donné que l'entreprise n'a pas exercé sa faculté de bénéficier de cette créance.

La cession de créances futures de CIR est une opération qui n'est pas expressément autorisée, mais semble être valable. Il serait souhaitable que le législateur apporte des précisions sur ce point. Une réponse ministérielle a indiqué qu'il était possible de céder une créance future en matière de crédit d'impôt pour les jeux vidéo⁶⁰, solution qui semble transposable au

CIR⁶¹. L'article 199 *ter* B, I du Code général des impôts renvoie à l'article L. 214-169 du Code monétaire et financier, lequel autorise de titriser des créances futures⁶². En ce qui concerne le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), l'administration fiscale précise que, dans le cadre de la cession ou nantissement « Dailly », « la créance "en germe" de crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi peut faire l'objet d'une cession ou d'un nantissement avant la liquidation de l'impôt sur les bénéfices sur lequel le crédit d'impôt s'impute, à la condition que l'administration en ait été préalablement informée »⁶³. Cette position est justifiée, car l'article L. 313-23 du Code monétaire et financier prévoit la cessibilité de « créances résultant d'un acte déjà intervenu ou à intervenir mais dont le montant et l'exigibilité ne sont pas encore déterminés ».

Au-delà de cette question de la validité, la titrisation de créances futures nous semble trop spéculative pour qu'elle soit attractive pour les investisseurs, surtout s'il s'agit d'une titrisation des créances de CIR d'une année non commencée. Le régime juridique du CIR est notoirement instable, ce qui est source d'insécurité pour les investisseurs⁶⁴. L'organisme de titrisation est exposé au risque de changement des règles applicables au CIR, notamment de diminution des taux ou d'exclusion de dépenses qui étaient auparavant éligibles. Dans le contexte actuel de crise économique, la Cour des comptes a appelé de ses vœux que les coûts liés à ce crédit d'impôt soient maîtrisés⁶⁵, ce qui fait planer un doute sur la pérennité du dispositif tel qu'il est actuellement en vigueur. Si les créances futures de CIR atteignaient un montant inférieur à celui qui était prévu lors de l'émission des titres, cela mettrait l'organisme de titrisation en difficulté pour payer les investisseurs. Toutefois, le CIR tend à devenir un dispositif pérenne qui peut certainement encore se développer dans le sens d'une réduction de la charge fiscale des entreprises. Preuve en est, la loi de finances pour 2015 est venue majorer le taux de CIR en faveur des entreprises exposant des dépenses de recherche dans les départements d'outre-mer⁶⁶.

Il appartiendra également aux acteurs du projet de titrisation de déterminer le mode d'acquisition des créances de CIR.

III. Le mode d'acquisition des créances de CIR

Le mode d'acquisition des créances de CIR le plus évident consiste à céder ces actifs à l'organisme de titrisation (A). D'autres modes d'acquisition à des fins de titrisation ne sont, toutefois, pas à ignorer (B).

.....
crédit de leur céder à titre d'escompte ou de garantie leur créance fiscale future de crédit d'impôt sans avoir à attendre la détermination de l'impôt sur les sociétés après la clôture de l'exercice ».

61 En ce sens : D. Boucher, Le crédit d'impôt recherche, *op. cit.*, n° 534.

62 Le champ des créances futures est d'ailleurs très large : « *créances résultant soit d'un acte déjà intervenu, soit d'un acte à intervenir, que le montant et la date d'exigibilité de ces créances soient ou non encore déterminés et que les débiteurs de ces créances soient ou non identifiés, y compris des créances immobilisées, douteuses ou litigieuses* » : art. D. 214-219 du Code monétaire et financier.

63 BOFiP-Impôts, 26 fév. 2013, BOI-BIC-RICI-10-150-30-20-20130226, § 170.

64 D. Boucher, Le crédit d'impôt recherche, *op. cit.*, n° 9.

65 Cour des comptes, *L'évolution et les conditions de maîtrise du crédit d'impôt en faveur de la recherche*, juillet 2013, p. 55.

66 Art. 66, loi n° 2014-1654 du 29 décembre 2014 de finances pour 2015.

58 Il s'agit du formulaire n° 2069A.

59 Voir *infra* III. 1. sur ce document.

60 Rép. Min. n° 44992 à M. Martin Lalande, JOAN Q. 23 fév. 2010, p. 2023 : « *Les entreprises concernées pourront convenir avec des établissements de*

1. La cession des créances à l'organisme de titrisation

Comme le droit français de la titrisation le prévoyait dès l'origine⁶⁷, l'article L. 214-168 du Code monétaire et financier autorise l'organisme de titrisation à acquérir des créances. L'article L. 214-169 fait référence au cédant et à la convention de cession. Il y est prévu que « l'acquisition ou la cession des créances s'effectue par la seule remise d'un bordereau dont les énonciations et le support sont fixés par décret, ou par tout autre mode d'acquisition ou de cession de droit français ou étranger ». L'article D. 214-219 du même code confirme que « l'acquisition de créances par l'organisme de titrisation s'effectue par la cession des créances à l'organisme ». Il en résulte clairement que l'organisme de titrisation peut acquérir les créances au moyen d'une cession, qu'elle soit soumise au droit français ou à un droit étranger.

En acquérant le droit de créance de CIR, l'organisme de titrisation détient un droit direct contre l'État pour le paiement de cette créance. L'organisme de titrisation cessionnaire peut bénéficier du remboursement de la créance de CIR dans les mêmes conditions que le propriétaire originel de la créance⁶⁸. À l'instar de la cession « Dailly »⁶⁹, l'organisme de titrisation cessionnaire (par l'intermédiaire de la société de gestion s'il s'agit d'un fonds) peut engager la responsabilité de l'État en cas d'impayé.

Certaines obligations déclaratives assez contraignantes doivent être remplies par les entreprises qui souhaitent mobiliser leurs créances⁷⁰. Ces formalités sont les mêmes que pour la cession « Dailly » de créances de CIR⁷¹. Tout d'abord, l'entreprise qui souhaite mobiliser sa créance doit compléter le formulaire « certificat de créance »⁷² et l'adresser au service fiscal compétent. Celui-ci indique le montant de la créance et le transmet à l'entreprise. Ensuite, le certificat de créance doit être remis par l'entreprise au cessionnaire. Enfin, l'organisme de titrisation doit notifier, à l'administration fiscale, la cession de créances par lettre recommandée avec accusé de réception. Cette règle déroge au régime juridique de la titrisation (comme à celui applicable à la cession « Dailly ») établi par le Code monétaire et financier qui prévoit que la cession de créances « prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise, quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité des créances, sans qu'il soit besoin d'autre formalité »⁷³. La responsabilité de l'État est engagée

lorsque le comptable du Trésor public verse un CIR à une entreprise sans prendre en compte que celle-ci a cédé sa créance⁷⁴.

À côté de la cession à titre d'escompte, d'autres modes d'acquisition des créances par l'organisme de titrisation doivent être envisagés.

2. Les modes d'acquisition des créances alternatifs à la cession

Sous l'angle du régime du CIR, l'article 199 *ter* B, I, alinéa 2 du Code général des impôts pose des exceptions à l'incessibilité et à l'inaliénabilité. Est-il possible de constituer un nantissement de la créance de CIR au profit de l'organisme de titrisation ? La constitution d'une sûreté réelle est un acte d'aliénation éventuelle du bien⁷⁵, puisque celui-ci est susceptible de faire l'objet d'une vente forcée en cas d'impayé. Ce type d'opération n'est pas expressément visé. Cependant, du point de vue du régime de la titrisation, l'article L. 214-169, III du Code monétaire et financier prévoit que « la réalisation ou la constitution des garanties ou des sûretés consenties au bénéfice de l'organisme entraîne pour celui-ci la faculté d'acquérir la possession ou la propriété des actifs qui en sont l'objet ». Dans la mesure où l'article 199 *ter* B, I, alinéa 2 admet, par exception, l'aliénation des créances de CIR dans les « cas et conditions prévus par les articles L. 214-169 à L. 214-190 », le titulaire d'une créance de CIR semble autorisé à constituer un nantissement de cette créance au profit de l'organisme de titrisation. Cette solution serait en harmonie avec la faculté d'opérer un nantissement « Dailly » sur les créances de CIR.

Les créances peuvent également être transmises à l'organisme de titrisation par la voie d'une subrogation personnelle⁷⁶. Il en résulte que l'organisme de titrisation devrait pouvoir subroger le titulaire de la créance CIR dans ses droits monétaires contre l'État. Cependant, les créances doivent être transmises à un prix inférieur à leur valeur nominale afin de rémunérer l'organisme de titrisation et, par là même, les investisseurs. Cette décote du prix de la cession vise également, dans l'intérêt des investisseurs, à faire face aux risques d'impayé de certaines créances. Or le subrogé (en l'occurrence l'organisme de titrisation) ne peut demander au débiteur plus que ce qu'il a payé au créancier subrogeant⁷⁷. De manière générale, la subrogation paraît moins bien adaptée que la cession de créances pour réaliser une opération de titrisation de créances.

Dans l'ensemble, les titrisations de créances de CIR seront, à n'en pas douter, délicates à mettre en application. Outre les modalités de l'acquisition des créances, les créateurs d'organismes de titrisation devront déterminer si l'organisme de titrisation émettra des obligations ou des actions auprès des investisseurs. Par le caractère normalement certain du mon-

67 Ex-art. L. 214-43 al. 1 du Code monétaire et financier (disposition issue de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances) : « Le fonds commun de créances est une copropriété qui a pour objet d'acquérir des créances et d'émettre des parts représentatives de ces créances. Il peut émettre des titres de créances ».

68 BOFiP-Impôts, 29 juil. 2014, *op. cit.*, § 570.

69 Pour un exemple où le Trésor public refusait de payer, au motif que la cession de la créance ne lui était pas opposable : CAA Bordeaux, 26 février 2009, accessible sur <http://www.cir-online.fr>.

70 Art. 49 septies M de l'annexe III du Code général des impôts.

71 Sur le détail des formalités : BOFiP-Impôts, 29 juill. 2014, *op. cit.*, § 280 et 580.

72 Il s'agit du formulaire n° 2574-SD.

73 Article L. 214-169 du Code monétaire et financier.

74 CAA Paris, 11 juin 1998, n° 95-3921, SA Crédit Lyonnais, Dr. fisc. 1999, n° 13, comm. 283.

75 En ce sens : Ch. Larroumet, *Introduction à l'étude du droit privé*, 5^e éd., Economica, 2006, n° 433.

76 En ce sens : Th. Granier et alii, *Instruments de crédit et de paiement. Titrisation*, Dalloz, coll. Précis, 8^e éd., 2010, n° 879 ; X. de Kergommeaux, « La titrisation », *Répertoire de droit commercial*, Dalloz, 2014, n° 22.

77 Cet obstacle est contourné en matière d'affacturage par le paiement d'une commission par l'adhérent au *factor* : A. Bénabent, *Droit des obligations*, 14^e, Montchrestien, coll. Domat, 2014, n° 743.

tant et de l'échéance des rémunérations, les obligations se présentent *a priori* comme des titres plus sûrs pour les investisseurs. Cependant, les créances de CIR ne sont pas des actifs dénués de risques, ne serait-ce que parce que l'administration fiscale est susceptible de contester le montant de la créance cédée.

De lege ferenda, le législateur devrait étendre le droit de titriser les créances de CIR à d'autres crédits d'impôt, tels que le crédit d'impôt cinéma⁷⁸, le crédit d'impôt jeux vidéo⁷⁹ ou encore le crédit d'impôt phonographique⁸⁰. Les dispositions relatives à la cession de créances liées à ces crédits d'impôts étant formulées exactement de la même manière, il est juridiquement surprenant de laisser les entreprises bénéficiaires d'autres crédits d'impôts sans possibilité de titriser leurs créances fiscales pour qu'elles améliorent leur trésorerie. Cette différence de régime ne peut se justifier par des considérations purement économiques, puisque le montant du CIR est largement dépassé par le CICE⁸¹, pour lequel le législateur n'a pas encore autorisé la titrisation des créances en résultant. La titrisation de créances de CIR servira-t-elle donc de modèle ? ■

78 Pour le crédit d'impôt production déléguée : art. 220 F du Code général des impôts ; voir également art. 220 Z bis du Code général des impôts pour le crédit d'impôt en faveur des entreprises étrangères de production exécutive d'œuvres cinématographiques ou audiovisuelles ; N. Binctin, *Le cinéma tributaire du soutien fiscal*, Juris art. etc., avril 2014, p. 25 ; X. Delpech, *La « cession Dailly » fait son cinéma*, Dalloz Actualité, 7 avril 2009.

79 Art. 220 X du Code général des impôts.

80 Art. 220 Q du Code général des impôts ; Ph. Neau-Leduc, *Crédit d'impôt pour la production d'œuvres phonographiques*, CCE 2006, ét. 33.

81 Y. Blein, *Rapport d'information sur le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*, 2 oct. 2014, p. 44.

Les effets pervers du dispositif du projet de loi « Macron » relatif à l'éviction des actionnaires en plan de continuation : les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites

Sophie Vermeille¹

Présidente de Droit & Croissance²,
Avocat à la Cour,
Chercheur au laboratoire d'analyse économique du droit
de Paris II

L'article 70 du projet de loi dite « Macron » soumis à l'examen des députés depuis le 11 décembre 2014 dernier³ prévoit pour la première fois en droit français la possibilité d'évincer les actionnaires majoritaires d'une entreprise cotée ou non, en procédure collective en dehors de toute idée de faute. L'objectif poursuivi est la sauvegarde de l'entreprise et la préservation des emplois.

Nombreux sont ceux, en particulier l'auteur de ces lignes, à avoir depuis plusieurs années insisté sur la nécessité de prévoir un mécanisme d'éviction des actionnaires, afin de permettre le rebond des sociétés viables mais néanmoins insolubles, au regard de leurs perspectives de trésorerie futures et du montant de leurs dettes⁴. Cette éviction peut en effet s'avérer indispensable afin de permettre aux entreprises d'émerger de la procédure collective avec un niveau de dette cohérent au regard des perspectives raisonnables de trésorerie future.

Néanmoins, cette éviction ne doit être rendue possible qu'à la condition qu'elle s'organise dans un cadre juridique prévisible et protecteur des droits des différentes catégories d'investisseurs, actionnaires comme créanciers, ce dernier devant être respectueux de l'ordre d'absorption des pertes initialement convenu entre eux. À défaut, notre cadre juridique est alors peu respectueux des droits de propriété en général. Il ne peut en conséquence aider notre économie à sortir véritablement de la phase de rattrapage dans laquelle

elle se trouve⁵. Une économie tournée vers l'innovation est pourtant la condition essentielle à la croissance sur le long terme.

L'article 70 du projet de loi Macron, dans sa forme initiale, n'est malheureusement pas à la hauteur des attentes et des enjeux.

L'erreur principale des rédacteurs du projet est d'avoir refusé de faire de la valeur d'entreprise le critère déterminant des conditions de la restructuration du bilan de l'entreprise. Nombreux sont pourtant ceux, et en particulier les économistes dont le nouveau lauréat du Prix Nobel⁶, qui s'accordent à dire qu'une éviction des actionnaires en procédure collective, quelle que soit sa forme, ne se justifie qu'à la condition que la valeur de l'entreprise soit inférieure à la somme des dettes de cette dernière (comme c'est déjà le cas dans le cadre d'un *bail-in* à la main de l'ACPR⁷ ou d'un *Chapter 11* à la main du juge américain⁸).

Pourquoi la valeur d'entreprise de la société est-elle ainsi le critère essentiel⁹ ? Car pour les tenants d'une analyse économique du droit des entreprises en difficulté le sauvetage de la société en procédure collective peut se justifier uniquement s'il permet de préserver davantage de valeur que sa liquidation judiciaire. C'est à cette condition que la loi devrait interférer dans les relations contractuelles, la limite étant de ne pas porter atteinte aux droits de propriété des investisseurs. Pour les économistes, à partir du moment où il est acquis que l'activité de l'entreprise doit être préservée, il n'y a pas fondamentalement de différence entre une procédure de sauvetage (quelle que soit le type de procédure) et une procédure de liquidation (après un « plan de cession ») si ce n'est qu'elles aboutissent à transférer le contrôle des actifs de l'entreprise à des repreneurs différents. Ainsi, alors que la liquidation judiciaire entraîne la cession des actifs de l'entreprise à un tiers, le sauvetage en procédure collective conduit – implicitement – à la cession desdits actifs à ses créanciers en leur permettant de devenir actionnaire.

C'est pour cette raison que les économistes jugent important d'instaurer dans tout dispositif légal prévoyant l'éviction des actionnaires, en dépit du maintien de la société, un garde-fou aux termes duquel les actionnaires ne peuvent encourir davantage de perte que si la société avait été liquidée immé-

1 Droit & Croissance (Rules for Growth) (www.droitetcroissance.fr) est un institut indépendant et non-partisan ouvert aux juristes et aux économistes, et plus généralement aux acteurs privés, partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. La mission de Droit & Croissance est d'interpeller les acteurs publics et privés et de nourrir les débats de la société civile pour faire valoir l'importance de l'analyse économique du droit (Law & Economics) comme vecteur d'efficacité économique. Droit & Croissance s'attache à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements des disciplines du droit, de l'économie et de la finance, responsable, selon nous, de l'inadaptation relative du système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance en France. L'indépendance de Droit & Croissance est assurée exclusivement par le soutien de ses membres et de ses bienfaiteurs.

2 Remerciements à Adrien Bézert et Jérémy Martinez pour leur précieuse contribution à la rédaction de cet article.

3 Loi pour la croissance et l'activité, n° 2447, déposé le 11 décembre 2014, disponible sur le site de l'Assemblée nationale www.assemblee-nationale.fr.

4 V. Par ex. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bézert, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse*, RTDF n°3, 2013, p. 17 ; S. Vermeille, T. François, *Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?*, JCP éd. E, n°40, 4 oct. 2012, 1582, p. 27.

5 Sur l'importance des institutions et du cadre juridique pour les économies qui souhaitent dépasser la barrière de l'innovation : v. D. Acemoglu, S. Johnson, J. Robinson, *Institutions as the fundamental cause of long-run growth*, 2004, Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research.

6 G. Plantin, D. Thesmar, J. Tirole, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, note du CAE n°7, juin 2013.

7 A. Salord, H. De Vauplane, *Le pouvoir de bail-in correspond-il à une expropriation ?* ; S. Vermeille, *Un Chapter 11 bancaire ?*, Revue Banque, janvier 2013, n°755-756.

8 S. Vermeille, *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français ?* JCP E 2009, n°28, 9 juillet 2009, 1709.

9 La valeur d'entreprise est estimée à partir de ses perspectives raisonnables de trésorerie future.

diatement ou fait l'objet d'un plan de cession¹⁰. Il est à noter que ce garde-fou n'existe pas dans le projet de loi soumis à commentaires. Cette protection a été pourtant mise en place dans la procédure de *bail-in* prévue par le Code monétaire et financier applicable aux établissements bancaires défaillants¹¹.

En ne faisant pas référence à la valeur d'entreprise, les rédacteurs du projet souhaitent éviter d'instaurer un recours systématique à des experts financiers dans les tribunaux, qu'ils jugent trop contraignant et impraticable pour les raisons évoquées ci-après. Cette position entraîne cependant de graves effets pervers.

Nous relèverons ici les principaux. Le mécanisme de dilution forcée des actionnaires proposé conduit à une expropriation des actionnaires existants lorsque la société demeure solvable. Lorsque cette dernière est insolvable, l'intérêt de ce mécanisme est limité en pratique, faute de prévoir un mécanisme d'annulation forcée des créances les plus *junior* (I). Par ailleurs, la cession forcée des titres des actionnaires dirigeants couplée avec un droit à indemnisation, tels que prévus par le texte, ne peuvent en réalité être envisagés par le juge que si les créanciers ont été forcés d'absorber, au préalable, les pertes en violation des accords de départ. Ce mécanisme suppose donc une atteinte préalable aux droits de propriété des créanciers (II).

I. Les limites et les effets pervers du mécanisme proposé de dilution forcée des actionnaires

1. Le risque d'expropriation des actionnaires en présence d'une société solvable

Dans la rédaction actuelle du texte, le juge peut discrétionnairement diluer très fortement la participation des actionnaires d'une société en redressement judiciaire, dans des conditions ne permettant pas de garantir le respect de leurs droits. Contrairement à ce qui est indiqué dans l'étude d'impact du projet de loi¹², il est inexact d'affirmer que les règles relatives à l'augmentation de capital permettent de protéger les actionnaires existants. Dans une hypothèse de dilution forcée – que ce soit dans un scénario de conversion de la dette en actions ou d'augmentation de capital en espèces – les droits des actionnaires ne sont absolument pas protégés.

Le texte prévoit que les actionnaires existants peuvent voir leurs droits être fortement dilués, alors même que leurs actions conservent une valeur économique significative. Les actionnaires n'ont ainsi pas la possibilité de s'opposer à la décision du juge qui peut, seul, en dehors de toute considération pour la valeur d'entreprise de la société, déterminer la

quotité d'actions qu'est en droit d'obtenir un tiers dans le cadre de l'augmentation de capital. Alors même qu'ils sont susceptibles d'être très fortement dilués par l'effet de cette décision, les actionnaires n'ont pas la possibilité de contester cette décision du juge. Ils n'ont d'ailleurs pas la possibilité de démontrer que la valeur d'entreprise, implicitement retenue pour déterminer le montant de la quote-part du capital à laquelle aurait droit le tiers, est significativement erronée.

Or, les actionnaires ont légitimement le droit de s'opposer à toute mesure de dilution forcée lorsque la valeur d'entreprise est supérieure à la valeur du passif, puisqu'ils sont en mesure de mettre fin à la cessation des paiements. Dans cette hypothèse, la société serait en effet en mesure de pouvoir s'acquitter de sa dette au regard de ses perspectives de trésorerie futures.

Les rédacteurs du texte n'ont sans doute pas imaginé qu'une société puisse se retrouver dans une telle situation, alors qu'elle est en redressement judiciaire, la dilution forcée des actionnaires ne pouvant pas, en l'état actuel du droit français, intervenir en amont d'un état de cessation des paiements. Cette hypothèse est pourtant loin d'être théorique. On peut ainsi très bien imaginer une société en état de cessation des paiements (rendant obligatoire l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire) après que ses créanciers ont accéléré le paiement de la dette, par exemple à la suite d'un bris de *covenant* financier. Dans cette situation, un tiers, certes avec l'accord préalable des créanciers initiaux¹³, pourrait très bien proposer au juge une dilution forcée des actionnaires (réduits à détenir 0.1 % du capital) en démontrant qu'il est prêt à injecter une importante somme d'argent.

Imaginons par exemple que la valeur d'entreprise d'une société est égale à 700 et que le montant de ses dettes est de 600 ; la société n'est alors pas, par hypothèse, insolvable. Un repreneur peut juger pertinent, par exemple, d'injecter 400, sous forme d'un apport en capital. Les actionnaires existants peuvent ne pas voir l'intérêt de réinjecter 400 dans la société compte tenu de sa situation financière et de ses projets d'investissement à venir. À la limite, les actionnaires existants peuvent proposer de réinjecter seulement par exemple le quart, soit 100, c'est-à-dire un montant qui leur paraît amplement suffisant, non pas pour rembourser la dette, mais pour financer les besoins en fonds de roulement de la société durant la période d'observation, le temps que les actionnaires trouvent un moyen de refinancer la dette de l'entreprise par hypothèse solvable. Le juge sera alors complètement libre de retenir l'offre du tiers qui propose 400 et imposer une dilution forcée – parce qu'il trouve préférable que l'entreprise ait 400 de fonds propres en plus (surtout si le tiers s'engage vis-à-vis du juge que ces 400 permettront de créer plus d'emplois...). Par conséquent, le texte déposé à l'Assemblée nationale est susceptible d'entraîner la spoliation des droits des actionnaires existants.

L'étude d'impact de la loi « Macron » laisse entendre que les droits des actionnaires ne sont pas violés dans cette hypothèse sous prétexte qu'en réalité on leur offre la possibilité de souscrire par préférence à l'augmentation de capital (de 400 dans notre exemple). Mais que se passe-t-il s'ils n'ont pas cette capacité financière ? Le tiers repreneur souscrira à leur

10 Même si la portée de ce garde-fou est limitée dans la mesure où le juge français n'a pas l'obligation de céder les actifs de l'entreprise au meilleur offrant. Sur ce point, v. S. Vermeille, S. Bardasi, *La réforme des tribunaux de commerce : un autre regard – Dans quelle mesure le droit des entreprises en difficulté nuit-il au fonctionnement des tribunaux de commerce ?*, RTDF, n°2, 2014, p. 46.

11 L'article L. 613-31-16 du Code monétaire et financier prévoit la dilution forcée des actionnaires ainsi que celle des créanciers lorsque les circonstances l'exigent.

12 Disponible sur le site de légifrance : www.legifrance.fr.

13 Cela signifie qu'un repreneur aurait préalablement reçu l'aval des créanciers de l'entreprise désireux de provoquer un changement de contrôle de l'entreprise.

place et les actionnaires existants seront alors évincés¹⁴. Si la société n'est pas cotée, ils n'auront même pas la possibilité de pouvoir essayer de réduire le risque de spoliation en cédant leur droit préférentiel de souscription à un tiers. Dans cette situation, le risque de spolier les droits des actionnaires est encore plus important que dans l'hypothèse d'un « coup d'accordéon » (c'est-à-dire une réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital). Si le texte est adopté, il ne sera en effet même plus nécessaire de démontrer que les pertes comptables de l'entreprise sont supérieures aux fonds propres. Pour mémoire, le coup d'accordéon est en effet lui-même susceptible de conduire à des cas d'expropriation, puisque la valeur réelle des actions peut différer de leur valeur comptable¹⁵.

Le risque d'expropriation des actionnaires est encore plus important en cas de conversion de la dette en actions. Dans cette hypothèse, le projet de loi ne laisse même pas aux actionnaires existants une chance de souscrire à l'augmentation de capital. Comment les actionnaires peuvent-ils contester la décision du juge d'imposer la conversion de la dette en actions (qui peut très bien réduire les droits des actionnaires à 0,1% du capital social), s'il ne leur est pas possible de contester la valorisation sur la base de laquelle le juge autorise un tiers à rentrer au capital ?

La possibilité d'exproprier les actionnaires sans que cela soit justifié par l'intérêt général (la préservation de l'entreprise et la protection des salariés ne nécessitant pas que de telles mesures soient prises) apparaît d'autant plus contestable, que les actionnaires n'ont pas de droit d'accès au juge, droit pourtant si ardemment défendu par la Cour européenne des droits de l'homme (« CEDH »)¹⁶. À aucun moment, l'actionnaire n'a ainsi le droit de faire appel de la décision du juge. Rappelons que la CEDH exige la mise en place d'un recours effectif pour redresser une situation contraire à la CEDH.

À titre de comparaison, la procédure du « pre-pack cession » introduite par l'ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014, permettant la cession de l'ensemble des actifs de l'entreprise placée en redressement judiciaire au profit d'un repreneur, et ce, sans procédure d'enchère préalable, contient au moins un certain nombre de garde-fous, afin d'éviter la spoliation des actionnaires et des créanciers (organisation de la cession dans le cadre d'une conciliation ouverte à l'initiative exclusive du débiteur, sollicitation des créanciers lors du processus de vente en amont, etc.). À noter toutefois, que cette nouvelle procédure n'est pas dépourvue de critiques, compte tenu du silence des textes sur un certain nombre de points essentiels¹⁷. Le malaise des rédacteurs de l'ordonnance du 12 mars 2014 à faire de la valeur d'entreprise le critère déterminant des

conditions de la restructuration était déjà palpable à cette époque. Il n'est donc pas surprenant que certains auteurs soulèvent déjà le risque de collusion entre investisseurs/repreneurs résultant du silence des textes¹⁸.

2. Un intérêt mineur en présence d'une société insolvable

Dans l'hypothèse plus classique (pour les raisons évoquées en deuxième partie) dans laquelle la valeur de l'entreprise qui entre en redressement judiciaire est inférieure au montant de la dette, le risque d'expropriation des actionnaires est exclu, car la valeur de leurs actions est égale à zéro. Cependant, même dans cette hypothèse, le mécanisme prévu conduisant à forcer la dilution des actionnaires n'est pas satisfaisant, car il ne permet pas, parallèlement, de réduire « *de force* » la dette, comme cela est le cas dans la procédure de *bail-in* prévue par le Code monétaire financier¹⁹. En effet, dans cette hypothèse et par essence, à moins que les créanciers ne soient contraints à absorber les pertes de l'entreprise, le tiers n'a aucun intérêt à accepter de prendre le contrôle de l'entreprise grâce à une augmentation de capital par apport en numéraire comme cela est envisagé par le texte. Lorsque la société est insolvable, comme dans notre hypothèse, tout euro investi dans la société sous forme de fonds propres, bénéficiera automatiquement aux créanciers (puisque cela améliorera les chances de ces derniers d'être remboursés à terme).

En réalité, dans sa rédaction actuelle, le texte ne présenterait un intérêt que dans l'hypothèse où il ne serait pas nécessaire que chacun des créanciers abandonne une partie significative de sa créance au regard des perspectives de trésorerie future. Un simple rééchelonnement d'office de ces dernières par le juge (jusqu'à 10 ans et intérêt constant²⁰) serait alors suffisant pour que le repreneur puisse envisager que son investissement en fonds propres lui permette d'atteindre une rentabilité suffisante au regard des risques encourus. Dans un contexte de crédit à bas coût, compte tenu de la politique monétaire actuelle et du niveau faible d'inflation, on mesure les limites en pratique de ce texte. Le rééchelonnement d'office des créances sur dix ans devient une mesure de plus en plus insuffisante pour assainir la situation financière de l'entreprise.

Des problèmes similaires se posent lorsque le repreneur envisage de rentrer au capital, *via* une conversion de la dette en actions. L'impossibilité de diluer de force les créances des créanciers *junior* risque de poser de graves problèmes. La procédure collective peine encore à classer les créanciers en fonction de leurs droits véritables et non en fonction de la nature de leurs créances. Pour mémoire, lors de la procédure collective, selon la taille de l'entreprise, les créanciers de cette dernière sont répartis en comités selon leur qualité juridique et non en fonction du rang de remboursement de leur créance²¹. La position du droit français est à cet égard en totale contradiction avec la nécessité de respecter les accords

14 Il est en effet certain que le tiers repreneur n'acceptera jamais de verser de l'argent frais dans la société, en fonds propres, s'il n'a pas l'assurance de prendre le contrôle de l'entreprise. Donc si le repreneur sait qu'il n'a le droit de souscrire des actions que pour autant que ces actions ne seront pas souscrites par les actionnaires existants, et sans garantie d'avoir le contrôle, il n'y a aucune chance qu'il participe, ne serait-ce qu'*a minima* à l'augmentation de capital.

15 S. Vermeille, J. Roquette, *Coup d'accordéon, spoliation et pouvoir de nuisance - Sortons de l'impasse en réconciliant droit et économie*, Revue Option Droit & Affaires, n°153, 23 janv. 2013, pp. 11-12.

16 CEDH, 16 déc. 1992, *Geoffre de La Pradelle v. France*, n° 12964/87 qui consacre le principe selon lequel le droit effectif à un tribunal ne peut être limité par des conditions trop complexes à remplir pour contester la violation de ses droits.

17 L. Assaya, M. Petijean, *L'introduction en droit français du pre-pack cession par l'ordonnance du 12 mars 2014*, RTDF, n°2, 2014, p. 46.

18 *Ibid.*

19 Article L. 613-31-16 du Code monétaire et financier.

20 À noter qu'il s'agit d'une spécificité du droit français, inconnue dans les droits des pays voisins.

21 Articles L. 626-30 et L. 626-32 du Code de commerce.

initiaux relatifs à l'ordre d'absorption des pertes, nécessité mise en avant par les enseignements de l'analyse économique du droit²².

II. Une indemnisation des actionnaires en cas de cession forcée qui repose sur la violation des droits des créanciers

Le texte prévoit par ailleurs un mécanisme de cession forcée des titres des actionnaires majoritaires. L'idée est de « punir » les actionnaires qui ne veulent pas sauver l'entreprise. Or, souvent, si ces derniers ne réinvestissent pas dans l'entreprise, c'est justement parce qu'ils savent, comme dans le cas précédent, que l'entreprise est dans une situation dite de « *debt overhang*²³ », autrement dit, que tout euro investi sous forme d'un apport en capital dans l'entreprise va directement dans la poche des créanciers. Les actionnaires n'ont par conséquent pas d'intérêt à réinvestir en fonds propres. La valeur d'entreprise est alors par hypothèse nécessairement inférieure au montant total de la dette. Ce scénario est le plus fréquent lorsque l'entreprise ouvre une procédure de redressement judiciaire, car souvent la crise de liquidité découle de la situation d'insolvabilité (sauf par exemple dans notre hypothèse précédente d'accélération du paiement de la dette suite à un bris de *covenant*). Si l'entreprise n'est pas dans cette situation d'insolvabilité, par hypothèse, les actionnaires feront le nécessaire afin de pouvoir réinvestir dans la société en fonds propres et probablement, il ne serait pas question d'ouvrir une procédure de redressement judiciaire.

Pourtant, au lieu de prévoir un système d'annulation des actions, justifiée compte tenu de l'état d'insolvabilité de la société, le texte organise un système de cession forcée couplé à un mécanisme d'indemnisation des actions cédées dont la valeur réelle est pourtant supposée nulle.

Est-ce à dire que le mécanisme de cession forcée ne fonctionnerait jamais en pratique ? Une réponse négative doit être apportée : ce système peut fonctionner mais à la condition de violer l'ordre d'absorption des pertes entre investisseurs au détriment des créanciers existants. On entrevoit les effets pervers du mécanisme de cession forcée.

En effet, un repreneur ne trouverait intérêt à verser une indemnité aux actionnaires afin d'obtenir de force le contrôle d'une entreprise insolvable qu'à la condition qu'il réussisse préalablement à faire absorber au moins une partie des pertes de l'entreprise aux créanciers. C'est à cette condition que des actions – qui en principe ne devraient avoir aucune valeur – retrouvent mécaniquement et subitement de la valeur du point de vue d'un repreneur qui investit de cette manière en fonds propres, en dépit du niveau élevé d'endettement. Cette situation est envisageable dans plusieurs cas : par exemple, à

la suite d'un rachat auprès des créanciers existants de leurs créances avec une décote par rapport au prix nominal (la décote reflétant non seulement la perte de valeur de l'entreprise mais aussi le coût pour le créancier d'un droit des procédures collective en sa défaveur), ou si le repreneur parvient parallèlement à obtenir du juge un rééchelonnement d'office des créances à intérêt constant sur dix ans par exemple, ce qui a mécaniquement pour effet d'appauvrir les créanciers²⁴.

Dans ces deux hypothèses, « l'indemnisation » versée aux actionnaires n'est donc en aucun cas le reflet de la « vraie » valeur des actions, c'est-à-dire, celle qui serait constatée si l'ordre d'absorption des pertes devait être respecté, autrement dit, si les actionnaires absorbent les pertes de la société avant les créanciers. Cette indemnisation est en réalité le reflet des pertes que les créanciers ont dû absorber en violation des accords initiaux prévoyant que les actionnaires doivent absorber les pertes en premier. En l'état, le projet de loi risque donc d'entraîner de nouvelles sources d'abus manifestes, puisque qu'il risque de faire naître des situations dans lesquelles, les créanciers d'origine auront absorbé certaines pertes, alors même que les actionnaires majoritaires pourront sortir de la société en cédant leurs actions à titre onéreux. Le texte prévoit même que les minoritaires pourront bénéficier d'un prix de sortie équivalent à celui proposé aux majoritaires. Il s'agira là d'un cadeau fait aux actionnaires, au détriment des droits des créanciers, et ce, avec l'aide de l'Autorité des marchés financiers lorsque la société est cotée.

Par ailleurs, en se focalisant sur les actionnaires majoritaires, le texte ne donne aucune solution pour régler le passif des sociétés cotées qui n'ont pas d'actionnaire de référence. Ces sociétés-là n'ont-elles pas également besoin de forcer leurs actionnaires à absorber les pertes de l'entreprise dans certaines circonstances ?

Pour toutes ces raisons, il aurait été préférable de prévoir plutôt un mécanisme d'annulation des actions applicable à tous les actionnaires, majoritaires ou non, sous réserve de démontrer que la valeur de ces dernières est égale à zéro et d'instituer un recours spécifique, à l'encontre de cette décision, au profit des actionnaires. C'est le sens de la proposition qui avait été précédemment avancée par Droit & Croissance²⁵, étant précisé que l'éviction envisagée devait pouvoir intervenir dès l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. L'affaire Belvédère²⁶ est une illustration de la nécessité d'intervenir le plus tôt possible, en amont de l'apparition de la situation de cessation des paiements, et ce, afin de réduire les coûts de détresse financière.

Il est donc malheureux qu'aussi louable soit l'intention des rédacteurs de la proposition, nous n'arrivons toujours pas en France, à tirer les enseignements de l'analyse économique du droit, afin de faciliter le rebond des entreprises et la préservation des emplois. Faudra-t-il attendre quinze autres réformes supplémentaires du droit des faillites ? L'argument invoqué par les pouvoirs publics selon lequel nos tribunaux de com-

22 G. Plantin, D. Thesmar, J. Tirole, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, op. cit.

23 L'expérience enseigne en effet que si le niveau d'endettement de la société est trop élevé, les associés refusent le plus souvent de remettre de l'argent frais dans la société, sous forme d'apport en capital, quand bien même cet argent servirait à financer des projets rentables. Ils rechignent, car ils savent qu'une partie servira à régler prioritairement les créanciers sociaux. L'augmentation de capital social va en effet opérer un transfert de richesse au profit des créanciers, selon un phénomène de « *debt-overhang* », décrit par l'économiste S. Myers. V. S. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics*, 5, 147-75 1977.

24 Car taux d'intérêt constant ne tenant pas compte de la variable temps.

25 V. Par ex. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse*, op. cit., S. Vermeille, T. François, *Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?*, op. cit.

26 Pour une illustration : S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse*, op. cit.

merce ne seraient par prêts à une telle évolution ne peut être reçu. Il est en effet de la responsabilité de ces mêmes pouvoirs publics de doter notre pays d'un cadre juridique et de tribunaux adéquats au regard des besoins de notre économie. C'est la raison pour laquelle la spécialisation en cours des tribunaux de commerce doit être encouragée²⁷. ■

.....
27 S. Vermeille, S. Bardasi, *La réforme des tribunaux de commerce : un autre regard – Dans quelle mesure le droit des entreprises en difficulté nuit-il au fonctionnement des tribunaux de commerce ?*, *op. cit.*

Effacité renforcée des procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire, de rétablissement professionnel et de liquidation judiciaire

Proposition de réécriture par Sophie Vermeille de l'article 70 du projet de loi (tel qu'adopté par la commission spéciale à l'Assemblée nationale)

I. – Après l'article L. 631-19-1 du code de commerce, il est créé un article L. 631-19-2 ainsi rédigé :

« Art. L. 631-19-2. – Lorsque la cessation d'activité d'une entreprise viable d'au moins cent cinquante salariés ou constituant, au sens de l'article L. 2331-1 du code du travail, une entreprise dominante d'une ou plusieurs entreprises dont l'effectif total est d'au moins cent cinquante salariés, est de nature à causer un trouble grave à l'économie nationale ou régionale et au bassin d'emploi et si la modification du capital apparaît comme la seule solution permettant d'éviter ce trouble et permettre la poursuite de l'activité, après examen des possibilités de cession totale ou partielle le requiert et sous réserve que (i) le tribunal détermine qu'aucun associé ou actionnaire n'est raisonnablement susceptible d'encourir de pertes plus importantes que celles qu'il aurait subies si le débiteur avait été liquidé à l'issue d'un plan de cession de l'entreprise selon la procédure prévue au Chapitre I du Titre II du Livre VI du Code de commerce ou dans le cadre d'une procédure de liquidation judiciaire prévue au Chapitre II du Titre II du Livre VI du Code proportionnée au regard des objectifs poursuivis, le tribunal peut, à la demande de l'administrateur judiciaire ou, du ministère public ou de la partie la plus diligente, et à l'issue d'un délai de trois après le jugement d'ouverture, en cas de refus par les assemblées mentionnées au I de l'article L. 631-19 d'adopter la modification du les opérations sur le capital prévues social de la société prévues par le projet de plan de redressement en faveur d'une ou plusieurs personnes qui se sont engagées à exécuter celui-ci +, prendre les mesures suivantes à l'égard des associés ou des actionnaires afin d'absorber le montant des pertes de la société :

« 1° Imposer aux associés ou aux actionnaires une annulation des titres de capital, ou une réduction du capital social et/ou ordonner une augmentation de capital social au profit de la ou des personnes qui se sont engagées à exécuter le plan dans les conditions prévues au 2° :

« 2° Désigner un mandataire chargé de convoquer l'assemblée compétente et de voter l'augmentation de capital les opérations sur le capital social prévues par le projet de plan de redressement en lieu et place du ou des associés ou actionnaires ayant refusé la modification de capital, à hauteur du montant prévu dans les conditions prévues par le plan.

« L'augmentation de Lorsque le tribunal est saisi d'une demande prévue au 1° ou au 2° le prix d'émission des actions nouvelles et autres instruments de fonds propres à émettre, le taux de conversion des instruments de dette convertis en fonds propres, en fonction de la valorisation que le tribunal aura établie sur proposition d'un expert indépendant désigné par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés à la demande de la partie la plus diligente. L'ordonnance de désignation de l'expert n'est pas susceptible de recours. L'expert est tenu de respecter le principe de la contradiction. Cette valorisation juste et réaliste est conduite

selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'activité.

« Les opérations sur le capital doit-doivent être réalisée-réalisées dans le délai maximal de 30 jours à compter de la délibération. Elle peut être libérée-Le ou les augmentations de capital peuvent être libérées par compensation à raison du montant nominal des créances sur la société qui ont été admises et dans la limite de la réduction dont elles sont l'objet dans le plan sous forme de remises ou de délais, sauf si le tribunal en décide autrement, en se fondant sur la valorisation retenue et visée à l'alinéa précédent.

« Si l'augmentation de capital est souscrite par apports en numéraires sans annulation préalable des titres de capital existants, les actions émises sont offertes par préférence aux associés ou aux actionnaires proportionnellement à la partie du capital représentée par leurs actions telle qu'arrêtée par le tribunal en fonction de la valorisation retenue et visée ci-dessus ;

« 2° Ou ordonner au profit de la ou des personnes qui se sont engagées à exécuter le plan, la cession de tout ou partie de la participation détenue dans le capital par les associés ou actionnaires ayant refusé la modification de capital et qui détiennent directement ou indirectement une fraction du capital leur conférant une majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société ou qui disposent seuls de la majorité des droits de vote dans cette société en application d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires, non contraire à l'intérêt de la société.

« Les associés ou actionnaires autres que ceux visés au 2° disposent du droit de se retirer de la société et de demander simultanément le rachat de leurs droits sociaux par les cessionnaires.

« Lorsque le tribunal est saisi de la demande de cession, en l'absence d'accord entre les intéressés sur la valeur des droits des associés ou actionnaires cédants et de ceux qui ont fait valoir leur volonté de se retirer de la société, cette valeur est déterminée par un expert désigné, à la demande de la partie la plus diligente, de l'administrateur ou du ministère public, par le président du tribunal. Le président statue en la forme des référés. L'ordonnance de désignation de l'expert n'est pas susceptible de recours. L'expert est tenu de respecter le principe du contradictoire.

« Lorsque le tribunal statue sur la demande prévue au 1° et/ou au 2°, les débats ont lieu en présence du ministère public. Le tribunal entend les associés ou actionnaires concernés, les associés ou actionnaires dirigeants, les créanciers ou tiers qui se sont engagés à exécuter le plan et les représentants du comité d'entreprise ou, à défaut, des délégués du personnel. À défaut de délégués du personnel, le tribunal entend le représentant des salariés élu mentionné à l'article L. 621-4.

« Le tribunal ne peut statuer sur la demande tendant à ~~la cession~~ l'annulation des titres de capital qu'après avoir consulté l'Autorité des marchés financiers si les titres concernés sont cotés sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé. ~~Il est fait application, pour les actionnaires, des dispositions des articles L. 433-1 et suivants du code monétaire et financier.~~

« Le tribunal statue par un seul et même jugement sur ~~la cession~~ les opérations portant sur le capital social et la valeur des droits sociaux cédés. Il désigne dans ce jugement un mandataire de justice chargé de passer les actes nécessaires à la réalisation de ~~la cession ordonnée et d'en verser le prix aux associés ou actionnaires cédants~~ des opérations portant sur le capital social.

« Le tribunal ~~subordonne~~ peut subordonner l'adoption du plan à l'engagement du souscripteur ~~ou du cessionnaire~~ des parts sociales, titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital, de conserver leurs droits pendant une durée qui ne peut excéder celle du plan.

« Le tribunal peut subordonner l'adoption du plan à la présentation par les associés ou actionnaires souscripteurs ~~ou cessionnaires~~ d'une garantie par un organisme de crédit, d'un montant égal à leurs engagements financiers, figurant dans le plan de redressement. ~~Il peut également subordonner cette conversion de créances en parts sociales, titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital de l'entreprise.~~

« Lorsque ~~la cession ordonnée ne porte pas sur la totalité des parts sociales, titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital, les associés ou actionnaires peuvent faire valoir leur volonté de se retirer de la société dans le délai d'un an à compter du jugement arrêtant le plan si celui-ci est en cours.~~

« Le plan est arrêté sous la condition du paiement comptant du prix par les associés ou actionnaires souscripteurs ~~ou cessionnaires~~. À défaut, le tribunal prononce, à la demande d'un associé cédant, du débiteur, du commissaire à l'exécution du plan, du mandataire de justice ~~ou du ministère public~~, la résolution de la souscription ~~ou de la cession des parts sociales, titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital de la partie la plus diligente~~, la résolution des opérations portant sur le capital social.

« Le commissaire à l'exécution du plan vérifie que les associés ou actionnaires souscripteurs ~~ou cessionnaires~~ respectent leurs obligations. Il a qualité pour agir à l'encontre des souscripteurs ~~ou cessionnaires~~ pour obtenir l'exécution de leurs engagements financiers. Il informe le comité d'entreprise ou, à défaut, les délégués du personnel de l'exécution du plan de redressement, ainsi que du respect de leurs engagements par les associés souscripteurs ~~ou cessionnaires~~.

« Le tribunal peut modifier le plan en application des dispositions de l'article L. 626-26 et du troisième alinéa de l'article L. 626-31. En cas de défaillance d'un associé ou actionnaire souscripteur ~~ou cessionnaire~~, le tribunal, saisi par le commissaire à l'exécution du plan ou le ministère public, le comité d'entreprise ou, à défaut, les délégués du personnel, peut prononcer la résolution du plan de redressement, sans préjudice de la réparation du préjudice subi. Il statue en présence du ministère public. Le prix payé par le souscripteur ~~ou le cessionnaire~~ reste acquis. »

II. – Le I de l'article L. 661-1 est ainsi modifié :

1° Les 7° et 8° deviennent respectivement les 8° et 9° ;

2° Après le 6°, il est inséré un 6° bis ainsi rédigé :

« 6 bis Les décisions statuant sur la désignation d'un mandataire prévue au ~~42°~~ de l'article L. 631-19-2 et sur ~~la cession de tout ou partie de la participation détenue dans les opérations portant sur le capital prévue~~ social prévues au 21° du même article, de la part du débiteur, de l'administrateur, du mandataire judiciaire, du comité d'entreprise ou, à défaut, des délégués du personnel, des associés ou actionnaires ~~parties à la cession~~ ou qui ont refusé la modification du capital prévue par le projet de plan et des ~~cessionnaires~~ bénéficiaires dudit projet de plan ainsi que du ministère public. »

III. – L'article L. 631-19-2 du code de commerce et l'article L. 661-1 du même code, dans sa rédaction issue du présent article, sont applicables dans les îles Wallis-et-Futuna.

Réflexions autour du *crowdlending*

Iris M. Barsan, LL.M.

Maître de conférences à l'UPEC,
Ancienne élève de l'ENA (promotion Willy Brandt)

L'essor du *crowdfunding* n'est plus à démontrer. Le lancement récent de l'opération « *Rachetons l'aéroport de Toulouse !* » par la plateforme WiSEED appelant au rachat d'une partie des titres de l'État par la foule (« *crowd* ») à l'aide du financement participatif¹, illustre bien l'importance et la popularité croissantes de ce mode de financement alternatif². Côté demandeurs, il n'est pas surprenant que l'économie réelle, dont les petites et moyennes entreprises constituent la colonne vertébrale, est en quête de modes alternatifs de financement dans un contexte de raréfaction du crédit³ due en partie à une certaine sur-régulation du secteur et en partie à l'impossibilité de ces entreprises, souvent en phase d'amorçage et dont la solvabilité ne convainc pas toujours les banques (ou du moins leur coûte trop cher en matière de fonds propres) et investisseurs, d'accéder aux financements traditionnels⁴. Côté investisseurs, on observe un certain appétit des particuliers pour ces nouvelles formes de placement d'épargne⁵. Le *crowdfunding* présente aussi cette particularité de rapprocher les particuliers des entrepreneurs, musiciens, producteurs de film, ou simplement personnes dans le besoin, dont ils financent le projet. Il permet une certaine personnalisation virtuelle d'un projet qui a su toucher des

investisseurs potentiels. Le *crowdfunding* est à l'opposé d'une finance anonyme. Du moins originairement, la foule qui finance un projet est dans un état d'esprit diamétralement opposé à celui de l'investisseur anonyme cherchant un rendement maximal et rapide sur les marchés financiers et passant par autant de professionnels qui lui permettent d'atteindre l'objectif poursuivi. La foule porte un projet, alternatif, hors des sentiers battus de la finance classique, par la croyance et la conviction collective en la réussite dudit projet. La psychologie des investisseurs du *crowdfunding* est ainsi différente de celle qui anime l'investisseur traditionnel, bien que la démocratisation et l'encadrement légal de cette finance alternative ne manqueront pas de la « banaliser » quelque peu⁶ en attirant à elle des investisseurs intéressés avant tout par le rendement.

Et pour cause, le baromètre du *crowdfunding* en France fait état d'un doublement de la collecte pour le premier semestre 2014 par rapport au même semestre 2013⁷. Cette collecte correspond majoritairement à du *crowdlending*, c'est-à-dire qu'elle s'opère sous forme de prêt⁸, ce qui ne manque pas de surprendre compte tenu du champ, particulièrement vaste, du monopole bancaire français⁹. Rappelons que le droit n'appréhende ce mode de financement¹⁰ introduit par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014¹¹ que depuis le 1^{er} octobre 2014, date de son entrée en vigueur. Outre le *crowdlending*, le *crowdfunding* couvre des réalités juridiques diverses, comme le don (« *crowdsponsoring* »)¹² ou encore la souscription de titres financiers (« *crowdinvesting* ») émis par des entreprises¹³.

- 1 La Tribune « Une opération de crowdfunding pour racheter l'aéroport de Toulouse », 19 novembre 2014, accessible sur Internet : <http://www.la Tribune.fr/entreprises-finance/services/transport-logistique/20141119trib400e70c76/une-operation-de-crowdfunding-pour-racheter-l-aeroport-de-toulouse.html>, consulté sur Internet le 1^{er} décembre 2014 ; L. Beaulieu « Aéroport de Toulouse : opération de crowdfunding pour racheter les parts de l'État », Les Echos, 19 novembre 2014, accessible sur Internet : <http://www.lesechos.fr/industrie-services/tourisme-transport/0203950138909-aeroport-de-toulouse-operation-de-crowdfunding-pour-racheter-les-parts-de-letat-1066063.php>, consulté le 1^{er} décembre 2014.
- 2 V. OICV/IOSCO « Crowd-funding : An Infant Industry Growing Fast », authors : E. Kirby/S. Worner, Staff Working Paper [SWP3/2014] ; Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions « Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union », Brussels, 27.3.2014, COM(2014) 172 final.
- 3 L'encours du crédit à l'économie en Europe est 40 % en deçà de son niveau d'avant crise, v. B. de Roulhac « Le prélèvement accru de l'État sur le financement de l'AMF fait grincer des dents », AGEFI du 28 novembre 2014 ; v. aussi S. Sollier « Bâle III et le financement européen de l'économie », La Tribune 4 juin 2012, accessible sur Internet : <http://www.la Tribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/industrie-financiere/20120604trib000701864/bale-iii-et-le-financement-europeen-de-l-economie.html>, consulté le 1^{er} décembre 2014.
- 4 A.-V. Le Fur « Enfin un cadre juridique pour le *crowdfunding*, une première étape dans la réglementation », Recueil Dalloz 2014 p. 1831, n° 2 ; R. K. Saunders II « Power to the people : how the SEC can empower the crowd », Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law, Summer 2014, p. 946 ; L. Michael Hughes « Crowdfunding : putting a cap on the risks for unsophisticated investors », Charleston Law Review, Summer 2014, p. 489.
- 5 G. Leclerc/L. Aygun/C. Legout « Crowdfunding : peut-on raisonnablement être associé...avec la foule ? » JCP E n° 51, 19 décembre 2013, 1709, n° 1.

- 6 V. p. ex. A. Duroyon « La convergence entre finance traditionnelle et crowdfunding s'accélère – RBS va orienter des refus de crédit vers Funding Circle et Assetz Capital. En France, Groupama Banque collabore avec Unilend. » AGEfi 23 janvier 2015.
- 7 http://financeparticipative.org/wp-content/uploads/2014/07/Barometre_S1_2014.pdf, consulté le 21 novembre 2014 ; v. aussi A. Pando « Doté d'un cadre juridique, le crowdfunding est promis à un bel avenir », Petites affiches, 26 septembre 2014 n° 193, P. 4.
- 8 Selon le baromètre sur le *crowdfunding* en France les fonds collectés au premier semestre 2014 se partagent comme suit : 37,4 millions d'euros sous forme de prêts, 19,2 millions d'euros sous forme de dons et 9,8 millions d'euros sous forme de capital, v. http://financeparticipative.org/wp-content/uploads/2014/07/Barometre_S1_2014.pdf, consulté le 21 novembre 2014.
- 9 Deux opérations à deux bénéficiaires distincts.
- 10 T. Granier/N. Charpentier-Granier « Le financement participatif (*crowdfunding*), révélateur des limites actuelles du système bancaire et financier » in Mélanges P. Le Cannu « Le droit des affaires à la confluence de la théorie et de la pratique », 2014, p. 481.
- 11 P.-H. Conac « Le nouveau régime du financement participatif (*crowdfunding*) », Revue des sociétés 2014 p. 461 ; D. Legeais « Crowdfunding », RTD com 2014, p. 672 ; N. Rontchevsky « Instauration d'un cadre juridique du financement participatif », RTD Com. 2014 p. 662.
- 12 J.-M. Moulin « Régulation du *crowdfunding* : de l'ombre à la lumière », Bulletin Joly Bourse, 01 juillet 2014 n° 7-08, p. 356.
- 13 Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions « Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union », Brussels, 27.3.2014, COM(2014) 172 final, p. 3 ;

En dotant le *crowdfunding* d'un cadre légal spécifique, le législateur français fait figure de pionnier en Europe continentale¹⁴. En effet, à notre connaissance, seule la Belgique a exempté le *crowdfunding* d'une obligation de prospectus sous certaines conditions¹⁵. Des projets de lois se trouvent cependant en discussion actuellement, en Espagne¹⁶ et en Allemagne¹⁷ notamment.

Avec l'ordonnance n° 2014-559, le législateur français a souhaité « créer un cadre juridique adapté à ce nouveau mode de financement afin d'en assurer le développement dans des conditions juridiques sécurisées ainsi que d'offrir une protection des investisseurs ou des prêteurs »¹⁸. On comprend aisément que la nécessité de réglementation portait surtout sur le *crowdinvesting* et le *crowdlending*.

Pour le premier, le législateur français s'est fortement inspiré du pays précurseur en ce qui concerne le *crowdfunding* et sa réglementation, à savoir les États-Unis d'Amérique¹⁹. En effet, le *crowdfunding*, né aux États-Unis dans les années 2000²⁰, a fait l'objet d'une réglementation par le titre III du *Jumpstart Our Business Startup Act* – ou *JOBS-Act* du 5 avril 2012²¹. Tout comme le *JOBS-Act*, le législateur français limite le financement sous forme de titres financiers par le canal du *crowdfunding* à 1.000.000 € sur une durée de 12 mois et l'exempte de l'obligation d'établir un prospectus²². Tout comme aux États-Unis²³, la réglementation se concentre sur la plateforme de *crowdfunding*²⁴, qui s'impose paradoxalement comme un intermédiaire incontournable entre les inves-

tisseurs et le porteur de projet, dans un mode de financement qui se voulait désintermédié. Enfin, tout comme le législateur américain²⁵, le législateur français tente d'assurer aux investisseurs un minimum de protection, au moyen essentiellement de droits d'information²⁶, tout en s'efforçant de ne pas alourdir à l'excès les contraintes pesant sur les débiteurs de cette transparence²⁷, condition nécessaire au développement de cet outil de financement de projets modestes.

Le législateur français se démarque cependant du législateur américain par un libéralisme qui ne manquera pas de surprendre. Ainsi, contrairement à l'approche nationaliste de celui-ci²⁸, le *crowdfunding* n'est pas en France limité au financement de personnes morales françaises. Cela est parfaitement compréhensible dans un contexte européen. Mais l'absence de réserves opérées permet aussi aux entreprises extra-européennes d'avoir recours au *crowdfunding* en émettant des titres destinés à des investisseurs français ou en ayant recours au prêt²⁹. L'attrait de cette ouverture est indéniable bien qu'atténué par le risque de drainer l'argent des français en dehors des frontières françaises et européennes.

De même, contrairement à l'approche américaine, la loi française ne prévoit aucune limite financière pour les investisseurs. Si le porteur de projet ne peut lever plus d'1.000.000€ sur une période de 12 mois, aucun plafonnement particulier n'existe du côté des investisseurs. De prime abord, ce libéralisme est surprenant et potentiellement dangereux pour les investisseurs. Surprenant, si l'on observe que le pays berceau du libéralisme économique a jugé opportun de limiter la mise des investisseurs : en effet, un investisseur américain dont le revenu annuel ou la valeur nette de son patrimoine reste en deçà de 100.000\$ se voit limité à un investissement de 2.000\$ ou 5 % de son revenu annuel ou de la valeur nette de son patrimoine, la valeur la plus élevée étant retenue ; lorsque le revenu annuel ou la valeur nette du patrimoine de l'investisseur est égale ou dépasse 100.000\$, l'investissement est limité à 10 % de la plus élevée de ces deux valeurs et ne peut, en tout état de cause, dépasser 100.000\$³⁰. Dangereux, si l'on garde présent à l'esprit que ces investissements sont destinés à prendre place dans des entreprises n'ayant pas encore atteint la maturité nécessaire pour se tourner vers des financements

G. Leclerc/L. Aygun/C. Legout « Crowdfunding : peut-on raisonnablement être associé...avec la foule ? », JCP E n° 51, 19 décembre 2013, 1709, n° 2.

14 V. aussi T. Bonneau « Editorial – La régulation du *crowdfunding* dans le monde », Revue internationale des services financiers 2014/2, p. 3 et s.

15 FSMA, Communication du 26 juin 2014, Coopératives, plans de participation et crowdfunding : Offres publiques bénéficiant d'une dérogation à l'obligation de publier un prospectus - aperçu et instructions pratiques.

16 Proyecto de ley 121/000119 de fomento de la financiación empresarial, Boletín oficial de las cortes generales, Congreso de los diputados, 17 octobre 2014, n° 119-1, p. 1.

17 Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, Bearbeitungsstand 10 novembre 2014 ; v. aussi D. Leuring/D. Rubner « Prospektspflicht des Crowdfunding », NJW-Spezial 2012, p. 463 et s.

18 Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, JORF n°0125 du 31 mai 2014, Texte n°13.

19 G. Leclerc/L. Aygun/C. Legout « Crowdfunding : peut-on raisonnablement être associé...avec la foule ? » JCP E n° 51, 19 décembre 2013, 1709, n° 2 ; J.-P. Brun « Crowdfunding : placement privé ou offre de titres au public ? Un exemple topic d'une réglementation qui bride le développement de l'innovation » RTDF n° 1, 2013, p. 64.

20 T. Bonneau « Le financement participatif. - Ord. 30 mai 2014, D. 16 sept. 2014 et AA. 22 et 30 sept. 2014 », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 42, 16 Octobre 2014, 1523.

21 L. D. Neumann « Publicly offered private placements : A new SEC rule opens the door wide to U.S. capital markets », RTDF N° 4 - 2013/N° 1 - 2014, p. 194 et s. ; S. Toutounji/A.Howell « Understanding the JOBS Act in the Context of U.S. Securities Regulation », RTDF N° 3 - 2012, p. 4 et s. J. Crivellaro « Recent Trends in the U.S. Capital Markets for European private issuers », RTDF N° 2 - 2013, p. 44 et s.

22 D. Poracchia/D. Velardocchio « Le financement participatif par offre de titres financiers », Bulletin Joly Sociétés, 01 décembre 2014 n° 12, § 112v6, p. 742, n° 2 et n° 5 et s.

23 G. D. Deschler « Wisdom of the intermediary crowd : what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries », Saint Louis University Law Journal, Summer 2014, p. 1147 et s.

24 T. Granier « Le statut des plateformes de souscription de titres financiers », Bulletin Joly Sociétés 01 décembre 2014 n° 12, § 112w3, p. 750.

25 R. K. Saunders II « Power to the people : how the SEC can empower the crowd », Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law, Summer 2014, p. 954 et s.

26 *Ibid.* ; D. Legeais « Crowdfunding », RTD com 2014, p. 672 ; sur les risques du *crowdinvesting* v. L. Michael Hughes « Crowdfunding : putting a cap on the risks for unsophisticated investors », Charleston Law Review, Summer 2014, p. 494 et s. ; v. aussi OICV/IOSCO « Crowd-funding : An Infant Industry Growing Fast », authors : E. Kirby/S. Worner, Staff Working Paper [SWP3/2014], p. 23 et s.

27 S. E. Smith « The Securities and Exchange Commission's proposed regulations under the Crowdfund Act strike a necessary balance between the burden of disclosure placed on issuers of securities and meaningful protection for unsophisticated investors », University of Baltimore Law Review, Winter 2014, p. 127 et s.

28 Sec. 4A f) (1) du JOBS-Act limite l'investissement aux entreprises américaines.

29 Cf. les projets publiés sur le site Babyloan : <http://www.babyloan.org/fr/> [consulté le 25 janvier 2015].

30 Section 302 (a) (6) (B) du JOBS-Act ; v. aussi R. K. Saunders II « Power to the people : how the SEC can empower the crowd », Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law, Summer 2014, p. 956 ; L. Michael Hughes « Crowdfunding : putting a cap on the risks for unsophisticated investors », Charleston Law Review, Summer 2014, p. 492.

traditionnels³¹, et que les titres souscrits jouiront d'une liquidité réduite, accroissant ainsi le risque de perte de ces « *apprentis investisseurs sur Internet* »³².

Ce libéralisme est néanmoins tempéré par les différentes obligations pesant sur les conseillers en investissement participatif, qui doivent notamment « *mettre en garde les clients ou clients potentiels des risques auxquels ils s'exposent, avant de leur donner accès au détail des offres sélectionnées* » (article L. 547-9, 5° C. monét. fin.) et « *s'enquérir auprès de leurs clients ou de leurs clients potentiels 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 s'assurer que l'offre proposée est adaptée à leur situation* » (article L. 547-9, 6° C. monét. fin.). Le non-respect de ces obligations est susceptible d'engager la responsabilité professionnelle des intéressés, que ceux-ci devront couvrir au moyen d'une assurance professionnelle à partir du 1^{er} juillet 2016 (article L. 547-5 C. monét. fin. à venir). Le risque de perte inconsidérée de l'investisseur est, par conséquent, mitigé par l'obligation du conseiller de lui proposer un financement adapté à ses capacités financières. Le coût des assurances responsabilité des intermédiaires ne sera certainement pas faible. Se pose cependant la question de savoir si les tribunaux apprécieront l'obligation de conseil *ex ante* ou seront tentés de l'apprécier *ex post* par complaisance pour un investisseur malheureux qui n'aurait pas correctement apprécié la portée de son engagement.

Côté *crowdfunding*, le législateur français s'est en revanche totalement démarqué de son homologue américain. Et pour cause : si le prêt n'est pas une activité soumise à monopole aux États-Unis, il tombe en France dans le champ du monopole bancaire dès lors qu'il est accordé à titre onéreux et effectué à titre habituel³³ ; cette condition étant appréciée extensivement par les autorités³⁴. Il n'est, par conséquent, pas surprenant qu'une exception supplémentaire au monopole bancaire ait dû venir s'ajouter à la liste déjà substantielle des exemptions³⁵. C'est ainsi que l'article L. 511-6 alinéa 2, 7° exempte désormais du monopole couvrant les opérations de crédit, les personnes physiques agissant à titre non-professionnel consentant des prêts dans le cadre d'un *crowdfunding*. Ici, contrairement au *crowdfunding*, un plafond est fixé du côté des financeurs : le prêt par personne est limité à 1.000€ par projet lorsqu'il est consenti à titre onéreux et à 4.000€ par personne et projet lorsqu'il est consenti à titre gratuit (article D. 548-1 C. monét. fin.). La durée totale d'un crédit est limitée à sept ans et le montant total qui peut être emprunté par un porteur de projet à 1.000.000€. Enfin, la rémunération d'un prêt ne peut comporter qu'un taux fixe

mentionné à l'article 313-3 du code de la consommation (article L. 511-6, 7° C. monét. fin.).

Pourtant, le *crowdfunding* ne peut lui non plus s'effectuer sans recours à un intermédiaire³⁶ en financement participatif qui doit, tout comme son homologue du *crowdfunding*, « *mettre en garde les prêteurs sur les risques liés au financement participatif de projet, notamment les risques de défaillance de l'emprunteur et des porteurs de projets sur les risques d'un endettement excessif* » (article L. 548-6, 5° C. monét. fin.). Il doit, par ailleurs, « *mettre à disposition des prêteurs les outils permettant d'évaluer le montant du prêt envisageable compte tenu de leurs revenus et charges ainsi que les éléments pertinents leur permettant d'apprécier la viabilité économique du projet, en particulier le plan d'affaires* » (article L. 548-6, 6° C. monét. fin.). Il engage également sa responsabilité civile professionnelle au cas de manquement à ses obligations³⁷, qu'il doit couvrir par une assurance à partir du 1^{er} juillet 2016. Compte tenu de l'équivalence des obligations pesant sur le conseiller et l'intermédiaire en financement participatif, les limites particulières applicables au *crowdfunding* peuvent surprendre et conduire à s'interroger sur l'attrait comparé des deux modes, finalement très différents, de *crowdfunding* (I). Par ailleurs, la démarche utilisée par le législateur pour régler le *crowdfunding* et l'exempter du monopole bancaire soulève des questions sur le fond et sur la forme (II). De plus, la réglementation des hypothèses de prêt est tellement minutieuse qu'elle peut laisser le lecteur perplexe. Sa compréhension est rendue difficile en raison du recours à une ordonnance qui prive le lecteur d'une motivation explicite. Enfin, restent les questions non réglées ou marginalement réglées par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014, qui ont trait au transfert de fonds et au contrat liant le prêteur et l'emprunteur, ainsi qu'aux risques auxquels s'expose un porteur de projet à raison des informations qu'il est amené à divulguer (III).

I. Crowdfunding vs. Crowdfunding

Si, au vu des chiffres disponibles, le poids du *crowdfunding* l'emporte largement sur celui du *crowdfunding* (1), la réglementation de cette finance alternative par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 pourrait inverser la tendance en raison du biais qu'elle présente à l'endroit du *crowdfunding* (2).

1. Les faveurs de la pratique pour le crowdfunding

En France, la pratique a toujours préféré le *crowdfunding* au *crowdfunding*. En 2013, le *crowdfunding* a permis de récolter un peu plus de 10 millions d'euros en France, contre près de 48 millions d'euros pour le *crowdfunding*³⁸. Et la tendance semble se confirmer avec presque 10 millions d'euros levés par voie de *crowdfunding* au premier semestre 2014, contre

31 A.-V. Le Fur « Enfin un cadre juridique pour le *crowdfunding*, une première étape dans la réglementation », Recueil Dalloz 2014 p. 1831, n° 2.

32 G. Leclerc/L. Aygun/C. Legout « Crowdfunding : peut-on raisonnablement être associé...avec la foule ? », JCP E n° 51, 19 décembre 2013, 1709, n° 16.

33 Cass. com., 3 décembre 2002, pourvoi n° 00-16.957, comm. F.J. Crédot/Y. Gérard « Exigence d'une activité habituelle », RDBF, n° 2, mars 2003, 58 ; v. aussi Cass. com., 22 mai 2013, n° 11-26.503, note J. Lasserre Capdeville « Interrogations autour de la qualification d'établissement de crédit, JCP G n° 37, 9 septembre 2013, 937.

34 J.-L. Rives-Lange/M. Contamine-Raynaud « Droit bancaire » 6^e édition 1995, précis Dalloz, n° 35.

35 N. Rontchevsky « Instauration d'un cadre juridique du financement participatif », RTD Com. 2014 p. 662 ; D. Legeais « Crowdfunding », RTD com 2014, p. 672.

36 J. Lasserre-Capdeville « Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif », Gazette du Palais, 18 septembre 2014 n° 261, p. 5, n° 13 et s.

37 D. Legeais « Crowdfunding », RTD com 2014, p. 672.

38 v. http://financeparticipative.org/wp-content/uploads/2014/07/Barometre_S1_2014.pdf, consulté le 2 décembre 2014.

un peu plus de 37 millions d'euros pour le *crowdlending*³⁹. La faveur de la foule penche donc indéniablement vers le prêt, alors même que, au premier semestre 2014 celui-ci ne bénéficiait pas encore d'une exemption au monopole bancaire, dont la violation est, rappelons-le, sanctionnée pénalement (article L. 571-3 C. monét. fin.).

Cette préférence tient à plusieurs facteurs. D'une part, l'obligation d'établir un prospectus lorsque l'émission de titres au public dépasse 100.000€ (article L. 411-1 C. monét. fin. et article 211-2 RGAMF), sauf à satisfaire aux conditions des exemptions⁴⁰, a semble-t-il énormément gêné le recours au *crowdinvesting*⁴¹. Le législateur ayant levé cette contrainte, en exemptant de prospectus l'offre de titres au public par les conseillers en investissement participatif et les prestataires de services d'investissement sur leur site Internet pour un montant inférieur à 1 million d'euros (articles L. 411-2 I bis et D. 411-2 C. monét. fin.), l'écart entre *crowdinvesting* et *lending* devrait, par conséquent, se réduire. D'autre part, contrairement au *crowdinvesting* opéré sous la forme d'un investissement en capital (*crowdequity*), le *crowdlending* n'emporte par définition aucune dilution de la participation des actionnaires au capital social. Il présente donc un avantage en matière de coûts sociaux sur le recours à l'émission d'actions ou d'obligations⁴². Enfin, une société qui recourt au *crowdinvesting* doit ensuite gérer les sujétions liées à cet appel à la foule, convoquer celle-ci aux assemblées, lui fournir les informations nécessaires, etc., ce qui est générateur de coûts. Par contraste, le *crowdlending* n'oblige l'emprunteur qu'à rembourser la somme prêtée et, si le prêt est à titre onéreux, à payer les intérêts.

2. Un biais législatif favorable au *crowdinvesting* ?

Les disparités du cadre réglementaire applicable aux *crowdlending* et *crowdinvesting* sont considérables et généralement conçues à l'avantage du second. Si leur *ratio legis* ne s'impose pas d'évidence, ces différences de traitement juridique sont de nature à faire pencher la balance pratique du côté du *crowdinvesting*.

De fait, alors que le *crowdlending* est limité à 1.000€ par personne et projet en cas de prêt à titre onéreux et à 4.000€ par personne et projet si le prêt est à titre gratuit, le *crowdinvesting* n'est pas soumis à de telles limites pour l'investisseur. La fixation de ces plafonds donne l'impression que la réglementation du *crowdlending* est plus soucieuse de la protection du prêteur que ne l'est celle du *crowdinvesting* pour l'investisseur. En effet, la limitation à 1.000€ par projet oblige un prêteur qui disposerait de ressources plus importantes, à investir dans des projets distincts, et ainsi à diversifier et donc diminuer son risque de perte. Selon le baromètre du

crowdfunding pour le 1^{er} semestre 2014, la contribution moyenne par personne pour des prêts rémunérés est de 6.581€⁴³.

Même si cette protection du prêteur se cantonne à la diversification de son risque, qu'est-ce qui explique que le *crowdinvestor* n'en bénéficie pas ? Une partie de la réponse réside certainement dans le rôle des intermédiaires. Alors que le conseiller en investissement participatif va conseiller l'investisseur et s'assurer que l'offre proposée est adaptée à sa situation (article L. 547-9, 6° C. monét. fin.)⁴⁴, l'intermédiaire en financement participatif n'est pas tenu d'une obligation de conseil. Mais cette explication n'est pas entièrement satisfaisante. En effet, un investisseur, bien que convenablement conseillé par son conseiller en investissement participatif, pourrait décider de ne pas suivre les conseils de ce dernier et investir une part trop importante de ses revenus dans un seul projet. Lui serait-il possible dans ces conditions de mettre ultérieurement en cause la responsabilité au cas de pertes encourues de son conseiller en investissement ? Un conseiller en investissement devrait-il s'opposer à la vente des titres à un investisseur qui déciderait de ne pas suivre ses conseils ? Cela nous paraît difficile. Aussi, la différence de traitement entre *crowdinvesting* et *lending* n'est-elle pas pleinement compréhensible. Que l'on songe à la proximité des risques liés à une insuffisante diversification des risques, assumés par un investisseur obligataire et un prêteur.

Côté prêteur, l'on sera encore surpris de constater que le *crowdlending* est réservé aux personnes physiques n'agissant pas dans un cadre professionnel, alors qu'une telle réservation n'existe pas en matière de *crowdinvesting*. Comment expliquer qu'une personne morale puisse investir en titres, mais soit exclue du *crowdlending* ? Pourquoi lui interdire de placer sa trésorerie sous forme de *crowdlending*, dès lors que cela n'est pas contraire à son objet social⁴⁵ ? Les risques qu'une personne morale encourt en investissant en titres, notamment de dette, ou en consentant un prêt ne sont-ils pas identiques ? Enfin, l'on pourrait s'interroger aussi sur la réservation du *crowdlending* à des prêteurs personnes physiques agissant dans un cadre non-professionnel. L'explication de cette restriction est à chercher dans les dispositions relatives au crédit à la consommation⁴⁶.

Le *crowdinvesting* semble aussi offrir un cadre plus souple pour l'émetteur, comparé à celui applicable à l'emprunteur. En effet, un émetteur qui recourt au *crowdinvesting* peut récolter jusqu'à 1 million d'euros par an alors qu'un emprunteur sous forme de *crowdlending* est limité à 1 million d'euros par projet. Bien que certains projets globaux puissent certainement être divisés en sous-projets afin d'augmenter le seuil de la récolte, l'existence d'un tel seuil cantonne le *crowdlending* à des projets de taille modeste ou rend nécessaire un financement traditionnel complémentaire. Notons aussi que dans le cadre du *crowdlending*, il est question d'un projet et d'un porteur de projet, alors que le *crowdinvesting* n'implique aucunement l'existence d'un projet précis. De surcroît, l'emprunt est limité à sept ans par la loi alors qu'aucune limite

39 *Ibid.*

40 J.-P. Brun « *Crowdfunding* : placement privé ou offre de titres au public ? Un exemple topic d'une réglementation qui bride le développement de l'innovation » RTDF n° 1, 2013, p. 64 et s.

41 Livre Blanc « Finance participative, Plaidoyer et propositions pour un nouveau cadre réglementaire », Collectif FinPart, 2012, p. 21 et s.

42 G. Ripert/R. Roblot par M. Germain et V. Magnier « Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales », T. 2, 21^e édition, 2014, LGDJ/Lextenso Editions, n° 2378 et s. ; v. aussi S. E. Smith « The Securities and Exchange Commission's proposed regulations under the Crowdfund Act strike a necessary balance between the burden of disclosure placed on issuers of securities and meaningful protection for unsophisticated investors », *University of Baltimore Law Review*, Winter 2014, p. 134.

43 V. http://financeparticipative.org/wp-content/uploads/2014/07/Barometre_S1_2014.pdf, consulté le 2 décembre 2014.

44 T. Granier « Le statut des plateformes de souscription de titres financiers », *Bulletin Joly Sociétés* 01 décembre 2014 n° 12, § 112w3, p. 750.

45 A.-V. Le Fur « Enfin un cadre juridique pour le *crowdfunding*, une première étape dans la réglementation », *Recueil Dalloz* 2014 p. 1831, n° 10.

46 *Ibid.*, n° 7 et s.

de durée ne s'impose pour le *crowdfunding*. Si les actions ordinaires sont en principe émises sans durée, un emprunt obligataire est toujours émis pour une certaine durée et ne se distingue du prêt que par son incorporation dans un titre. Qu'est-ce qui justifie alors la prévision de cette limite temporelle dans un cas et pas dans l'autre ?

Outre ces handicaps infligés au *crowdfunding*, dont on ne comprend pas toujours la pertinence et la légitimité, celui-ci est affligé de certaines malfaçons conceptuelles.

II. Le *crowdfunding* et le monopole bancaire

Bien que le législateur ait prévu une exception particulière au monopole bancaire afin de faciliter le développement du *crowdfunding* organisé sous forme de prêts⁴⁷, celle-ci ne nous semble pas suffisante pour la raison qu'elle envisage uniquement la situation du prêteur, en négligeant celle de l'emprunteur (1). Par ailleurs, la réglementation du *crowdfunding* suscite un certain nombre d'interrogations de fond comme de forme (2).

1. Une exemption insuffisante

L'opération de crédit protégée par le monopole bancaire étant interprétée de manière extensive par les autorités, dans la mesure où la conclusion de deux prêts avec deux clients différents suffirait à agiter le spectre de la sanction pénale⁴⁸, une exemption du monopole bancaire devait être ajoutée à la liste déjà longue d'exemptions figurant aux articles L. 511-6 et L. 511-7 du code monétaire et financier⁴⁹. Cette exemption supplémentaire a été insérée à l'article L. 511-6, 7° du code monétaire et financier, qui prévoit son application « *aux personnes physiques qui, agissant à des fins non professionnelles ou commerciales, consentent des prêts dans le cadre du financement participatif de projets déterminés, conformément aux dispositions de l'article L. 548-1 et dans la limite d'un prêt par projet.* » Étant précisé que : « *Le taux conventionnel applicable à ces crédits est de nature fixe et ne dépasse pas le taux mentionné à l'article L. 313-3 du code de la consommation. Un décret fixe les principales caractéristiques de ces prêts, notamment leur durée maximale.* ». L'emplacement, la rédaction et la conception de cette exemption appellent plusieurs remarques.

Rappelons, tout d'abord, que le champ d'application du monopole bancaire français a été récemment modifié par l'ordonnance n° 2013-544 du 27 juin 2013 relative aux établissements de crédit et aux sociétés de financement. Désormais, le monopole bancaire présente un caractère protéiforme : un « petit monopole » sur les opérations de crédit effectuées à titre habituel est reconnu aux sociétés de financement ; tandis

qu'un « grand monopole » sur les opérations de crédit et la réception de fonds remboursables du public exercée à titre habituel est institué au profit des établissements de crédit⁵⁰. Le monopole de la réception de fonds du public vise désormais la réception de fonds remboursables du public et ne distingue plus entre fonds à vue du public et fonds du public. En revanche, le champ du monopole se limite désormais à la réception à titre habituel de fonds remboursables du public, alors que la réception de fonds à vue ou à moins de deux ans était jusque-là interdite aux tiers même lorsqu'elle s'opérait à titre occasionnel⁵¹.

Ce rappel étant effectué, il importe de relever que l'article L. 511-6 alinéa 2 ne prévoit ici d'exception au monopole que pour les seules opérations de crédit et non pas pour la réception de fonds remboursables du public. Or, si le *crowdfunding*, comme tout prêt à titre onéreux, constitue indéniablement une opération de crédit, définie à l'article L. 313-1 du code monétaire et financier comme « *tout acte par lequel une personne agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne ou prend, dans l'intérêt de celle-ci, un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement, ou une garantie* », il risque également d'être qualifié de réception de fonds remboursables du public. En effet, l'article L. 312-2 du code monétaire et financier définit cette notion en renvoyant aux « *fonds qu'une personne recueille d'un tiers, notamment sous la forme de dépôts, avec le droit d'en disposer pour son propre compte mais à charge pour elle de les restituer* ». L'adverbe « *notamment* » permet d'élargir la catégorie des fonds remboursables du public à tout rapport juridique impliquant une réception d'une somme d'argent d'une tierce personne dès lors que la personne réceptrice dispose du droit de disposer de cette somme d'argent à charge pour elle de restituer une somme équivalente. Or, le prêt d'argent s'analyse en un prêt de consommation au sens de l'article 1892 et s. du code civil, impliquant un transfert de propriété de la somme prêtée à charge de restitution. Autrement dit, tout prêt de consommation d'une somme d'argent peut constituer des fonds remboursables. Reste la question de savoir si ces fonds sont reçus d'un public. En l'absence de précisions à l'article L. 312-2, le terme « *public* » paraît devoir viser un nombre non défini ou du moins un certain nombre de personnes. Si tout prêt ne remplit pas cette condition, les fonds collectés dans le cadre d'un *crowdfunding* sont indéniablement reçus d'un public. Il est, par conséquent, assez surprenant que le législateur ait exempté uniquement le prêteur du monopole bancaire mais oublié d'en faire de même du côté de l'emprunteur qui collecte des fonds remboursables du public. La lettre de l'article L. 511-6 alinéa 2, 7° du code monétaire et financier confirme, d'ailleurs, cette lecture de l'exemption, puisque n'y sont visées que « *les personnes physiques, qui (...) consentent des prêts* ». L'exemption du monopole bancaire apparaît donc incomplète et de nature à créer une insécurité juridique préjudiciable au développement du *crowdfunding*. N'aurait-il pas fallu la prévoir à l'article L. 511-7 qui lève le monopole bancaire de manière générale pour un certain nombre d'opérations y énumérées ? Certainement. Mais il aurait fallu également rédiger l'exemption de telle sorte qu'elle ne vise pas uniquement la partie prêteuse à l'exclusion de la partie emprunteuse. Certes, rationnellement le sens de l'exemption d'un prêteur est limité si cela n'implique pas que l'emprun-

47 V. Perruchot-Triboulet « L'encadrement du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif », Bulletin Joly Sociétés 01 décembre 2014 n° 12, § 112w1, p. 756 ; J. Lasserre-Capdeville « Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif », Gazette du Palais, 18 septembre 2014 n° 261, p. 5.

48 J. Lasserre-Capdeville « Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif », Gazette du Palais, 18 septembre 2014 n° 261, p. 5, n° 5 et s.

49 D. Legeais « Crowdfunding », RTD com 2014, p. 672.

50 I. M. Barsan « Les nouveaux acteurs et contours du monopole bancaire » RTDF n° 2, 2014, p. 103 et s.

51 *Ibid.*, p. 104.

teur puisse emprunter. Il est certain aussi que l'article L. 511-6 alinéa 2, 7° renvoie ensuite à l'article L. 548-1 qui envisage surtout les emprunteurs. L'on pourrait alors se dire que le bon sens voudrait que l'emprunteur soit également exempté du monopole bancaire. Reste que, dans la logique française du monopole bancaire, une exemption explicite est systématiquement nécessaire pour se mettre à l'abri du risque de sanction pénale, alors même qu'une loi aurait permis certaines opérations aboutissant à violer ce monopole⁵². C'est là une particularité caractéristique du monopole bancaire français, extrêmement large dans son principe, mais assorti de nombreuses exceptions destinées à répondre aux besoins de la vie des affaires. Et c'est bien d'un particularisme français qu'il s'agit, puisque le droit européen limite l'exigence du monopole à la seule réception de fonds remboursables du public⁵³. Ainsi, l'opération de crédit elle-même ne fait pas l'objet d'un monopole dans tous les États membres. En Allemagne, l'opération de crédit ne nécessite pas une licence bancaire et n'est, par conséquent soumise à monopole, que lorsque l'activité prend une ampleur telle qu'elle nécessiterait objectivement une organisation commerciale ou qu'elle est exercée de manière professionnelle (*gewerblich*)⁵⁴. Le régulateur allemand, la BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), précise qu'un tel exercice professionnel peut exister même si une organisation commerciale n'est objectivement pas nécessaire, dès lors que cette activité s'inscrit dans une certaine durée et poursuit un objectif lucratif⁵⁵. Quant à la condition tirée de l'existence d'une organisation commerciale, le régulateur allemand la considère satisfaite lorsque les opérations de crédit dépassent les seuils alternatifs suivants : plus de 100 opérations de crédit ; au moins 21 opérations de crédit représentant un volume total de prêts supérieur à 500.000€⁵⁶. Si l'activité de crédit est exercée conjointement à d'autres activités soumises à autorisation, des seuils différents sont applicables. Notons que l'opération de crédit excédant l'un de ces seuils tombe dans le champ du monopole y compris lorsqu'elle est consentie à titre gratuit⁵⁷. On comprend que l'approche est différente et ne soumet à monopole que les activités qui se révèlent dangereuses en raison de leur ampleur, l'objectif du monopole consistant à garantir l'intégrité du marché financier⁵⁸. Cette approche présente l'avantage d'une certaine flexibilité en concentrant l'attention du régulateur sur les cas et activités qui peuvent présenter des risques pour autrui. Elle ne nécessite pas comme en France une longue liste d'exemptions, qui conduit finalement à s'interroger sur la justification du mono-

pole du crédit, habituellement fondée sur le contrôle du crédit⁵⁹. Compte tenu des tensions sur le crédit bancaire⁶⁰, un réexamen des contours du monopole bancaire ne serait certainement pas inutile.

2. Les faiblesses formelles et substantielles

Comme indiqué, l'emprunteur recourant au *crowdfunding* collecte indéniablement des fonds remboursables du public. Outre l'oubli du législateur de l'exempter expressément du monopole bancaire, la méthode retenue a de quoi étonner.

L'étonnement se vérifie, en premier lieu, au plan formel. Le code monétaire et financier ne consacre ainsi aucun chapitre ou section à l'emprunteur qui recourt au financement participatif. De manière assez peu intuitive, il faut se rendre à la section 1 du chapitre 8 – qui traite des intermédiaires en financement participatif – du titre IV – relatif aux autres prestataires de services – du livre V – dédié aux prestataires de services – pour trouver les règles relatives à la situation de l'emprunteur. De manière assez incongrue, l'article L. 548-1, supposé définir l'activité d'intermédiation en financement participatif, règle principalement la situation de l'emprunteur ayant recours au financement participatif⁶¹. Cette manière de procéder ne contribue guère à l'intelligibilité du droit français.

Une fois son chemin vers les règles pertinentes repéré, l'observateur est instruit des multiples contraintes enserrant le *crowdfunding*, tant en ce qui concerne les parties aux contrats de prêt, que le prêt lui-même. La situation de l'emprunteur et les hypothèses d'emprunt sont ainsi minutieusement réglées. Trois types de situation méritent à cet égard d'être distingués : l'emprunteur (personne morale ou physique) agissant à des fins professionnelles (i) ; les emprunteurs personnes physiques souhaitant financer une formation (ii) ; et les emprunteurs personnes physiques agissant en dehors de leurs besoins professionnels (iii). Les emprunteurs de la première catégorie peuvent bénéficier de prêts, à titre onéreux ou à titre gratuit, ou de dons. La deuxième catégorie d'emprunteurs peut bénéficier des mêmes produits, mais lorsque le prêt est accordé à titre gratuit, le prêteur ne doit pas agir dans un cadre professionnel ou commercial. La dernière catégorie d'emprunteurs ne peut avoir recours qu'aux dons et prêts sans intérêt dans les mêmes conditions que ceux appartenant à la deuxième catégorie.

Cette réglementation paraît complexe à plusieurs égards et ne peut être comprise que rapprochée des dispositions du code de la consommation relatives au crédit à la consommation (article L. 311-1 et s. C. cons.)⁶². En effet, l'objectif du législateur était de permettre le *crowdfunding* tout en excluant la qualification de crédit à la consommation, lequel fait l'objet

52 Si le renvoi à l'article L. 548-1 était suffisant pour exempter l'emprunteur du monopole portant sur la réception de fonds remboursables du public, le même raisonnement aurait pu être tenu côté prêteur et aucune exemption expresse et spécifique n'aurait été nécessaire.

53 Article 9 de la Directive 2013/36/UE du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

54 § 32 alinéa 1^{er} Kreditwesengesetz (KWG) ; BaFin Merkblatt « Hinweise zum Tatbestand des Kreditgeschäfts » du 8 janvier 2009, mis à jour le 25 avril 2014, à consulter sur Internet : http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html [consulté le 4 décembre 2014].

55 *Ibid.*

56 *Ibid.*

57 M. Heemann « Gewährung von Darlehen als erlaubnispflichtiges Bankgeschäft », in S. G. Grieser/M. Heemann (Hrsg.) « Bankaufsichtsrecht – Entwicklungen und Perspektiven », Frankfurt School Verlag, 1^{re} édition 2010, p. 626.

58 *Ibid.*, p. 624.

59 T. Bonneau « Droit bancaire », 10^e édition 2013, n° 266.

60 Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions « Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union », Brussels, 27.3.2014, COM(2014) 172 final, p. 4.

61 Le terme « intermédiaire » ou « intermédiation » n'apparaît que deux fois dans un article composé de six alinéas.

62 V. Perruchot-Triboulet « L'encadrement du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif », Bulletin Joly Sociétés 01 décembre 2014 n° 12, § 112w1, p. 756 ; A.-V. Le Fur « Enfin un cadre juridique pour le *crowdfunding*, une première étape dans la réglementation », Recueil Dalloz 2014 p. 1831, n° 7 et s.

de protections particulières⁶³. Cela explique, du moins en partie, la complexité du régime juridique du *crowdfunding*.

Cette complexité se constate, tout d'abord, côté emprunteurs : la distinction entre le financement d'une activité professionnelle et le financement d'une activité non-professionnelle renvoie à la définition du crédit à la consommation, lequel est exclu lorsque l'emprunteur agit à des fins professionnelles (article L. 311-1 alinéa 1^{er}, 1^o C. cons.). Mais cette explication ne suffit pas à rendre compte de toute la complexité dont fait l'objet le *crowdfunding*.

En effet, si la distinction entre personne physique et personne morale ne surprend pas, car il est difficile de concevoir qu'une personne morale puisse avoir besoin d'une formation ou jouir d'une vie non-professionnelle, voire privée, la distinction opérée entre les « fins professionnelles », la « formation initiale ou continue » et les « besoins professionnels » interroge. Faut-il, par exemple, distinguer entre les « fins » et les « besoins » professionnels ou considérer les deux termes comme synonymes dans l'esprit du législateur ? Étymologiquement, les « fins professionnelles » évoquent un but, un objectif alors que les « besoins professionnels » désignent une nécessité. On peut ainsi poursuivre une finalité professionnelle sans que la nécessité ne s'impose objectivement ou sans que celle-ci ne présente un caractère vital. Dans quelle catégorie faudrait-il alors ranger ce cas de figure ? Supposons qu'un dentiste décide de financer par le *crowdfunding* une galerie d'art, dans le but de changer d'orientation professionnelle. Faudrait-il ranger ce cas de figure dans la première ou dans la dernière catégorie de l'article L. 548-1 alinéa 1^{er} du code monétaire et financier ? Si l'objectif du législateur était celui de réguler le *crowdfunding* par opposition au crédit à la consommation n'aurait-il pas été plus judicieux de reprendre les termes juridiques utilisés par le code de la consommation ?

À cette imprécision terminologique, fâcheuse et source de complexité, s'en ajoute une deuxième liée à la définition des emprunteurs, obligatoirement physiques, qui souhaitent financer une formation. Formation que le législateur se contente de caractériser en la qualifiant de continue ou initiale. Reste que cette formation pourrait aussi bien être poursuivie dans un but professionnel que dans un but non-professionnel. Ce qui signifie qu'elle aurait pu être couverte par la première ou par la troisième catégorie. Le fait d'être distinguée des deux autres catégories incite à penser qu'il s'agit d'une forme de *lex specialis* : peu importe que le financement de la formation soit recherché à titre professionnel ou non-professionnel, il a vocation à être compris dans la seconde catégorie. Le problème est que les incohérences de cette catégorie deviennent alors visibles en raison de la distinction des modalités de financement opérées par le législateur en fonction des objectifs poursuivis.

De fait, les modalités du financement suscitent des interrogations qui ne sont guère moins importantes. L'article L. 548-1 alinéa 1^{er} du code monétaire et financier envisage au titre de ces modalités, et en fonction de la qualité des parties : le prêt à intérêt, le prêt sans intérêt et le don. Ici aussi, le texte doit être lu en gardant à l'esprit le régime du crédit à la consommation. Comme le crédit à la consommation englobe toute opération

de crédit conclue à titre onéreux ou gratuit⁶⁴, mais voit son champ personnel limité au prêteur agissant « dans le cadre de l'exercice de ses activités commerciales ou professionnelles » et à l'emprunteur personne physique agissant « dans un but étranger à son activité commerciale ou professionnelle » (article L. 311-1 alinéa 1, 1^o et 2^o c. cons.), le *crowdfunding* doit être défini de manière à s'en distinguer. L'on comprend mieux pourquoi les prêteurs ne peuvent être que des personnes physiques agissant à des fins non-professionnelles ou non-commerciales ; une personne morale devant agir dans le cadre de son objet social, il est difficilement envisageable qu'elle puisse avoir une activité non-professionnelle. De même que l'on comprend pourquoi le prêt sans intérêt peut être accordé par toute personne si l'emprunteur agit à des fins professionnelles, mais doit obligatoirement être consenti par un prêteur agissant dans un cadre non-professionnel ou commercial si l'emprunteur agit pour des besoins non-professionnels ou commerciaux. Dans l'esprit du législateur, il convenait en toute hypothèse de différencier le *crowdfunding* du crédit à la consommation et de le faire échapper à l'application des dispositions correspondantes du code de la consommation⁶⁵. On s'explique mal, en revanche, la raison de l'interdiction du prêt à intérêt accordé à un porteur de projet n'agissant pas pour ses besoins professionnels ou commerciaux. Le législateur a pu estimer que la capacité de remboursement d'un tel emprunteur risquait d'être limitée. Mais cela n'est pas obligatoirement le cas.

Avouons qu'il eût été plus simple de prévoir que toute personne peut conclure un contrat de prêt ou d'emprunt dans le cadre d'un *crowdfunding*, dès lors que ce contrat ne constitue pas un crédit à la consommation au sens de l'article L. 311-1 et s. du code de la consommation. Cela aurait pu permettre à des entreprises de consentir des prêts à intérêt à des emprunteurs agissant à des fins professionnelles⁶⁶, sauf à considérer que le maintien de cette interdiction puisait à d'autres considérations. Le code monétaire et financier aurait non seulement gagné en flexibilité, mais aussi en lisibilité, dans le sens où l'objectif recherché aurait été plus clairement défini. Le déchiffrement des motivations du législateur est rendu d'autant plus difficile en présence d'une ordonnance gouvernementale. Seul éclairage disponible en l'état actuel des choses, l'allusion contenue dans le rapport au Président de la République : « Pour le financement d'autres projets, seuls les prêts sans intérêt, sous réserve qu'ils ne constituent pas des crédits à la consommation, ou les dons seront possibles »⁶⁷.

III. Les questions en suspens

L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 ignore certains sujets et en traite d'autres superficiellement. La question du transfert des fonds et des rapports contractuels qui se nouent entre les trois intervenants que sont le prêteur, l'emprunteur et l'intermédiaire n'est ainsi que marginalement abordée (1).

64 A.-V. Le Fur « Enfin un cadre juridique pour le *crowdfunding*, une première étape dans la réglementation », Recueil Dalloz 2014 p. 1831, n° 7.

65 V. aussi V. Perruchot-Triboulet « L'encadrement du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif », Bulletin Joly Sociétés 01 décembre 2014 n° 12, § 112w1, p. 756.

66 En effet, il sera souvent difficilement conciliable avec l'intérêt social d'une personne morale que celle-ci prête à titre gratuit, même si on peut envisager des cas isolés où cet objectif pourrait être rempli.

67 Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, JORF n°0125 du 31 mai 2014, Texte n°13.

63 Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, JORF n°0125 du 31 mai 2014, Texte n° 13.

Tandis que les risques que l'emprunteur encourt en raison de l'obligation de divulguer un certain nombre d'informations qui peuvent se révéler sensibles sur son projet de financement, ne sont pas évoqués (2).

1. Le transfert de fonds et les rapports contractuels entre parties

Le *crowdfunding* repose sur la conclusion d'un contrat de prêt noué directement entre les prêteurs et l'emprunteur porteur du projet. Le rôle dévolu par la loi à l'intermédiaire en financement participatif se limite à la mise en relation des contractants au moyen de la plateforme informatique qu'il exploite (article L. 548-1 alinéa 1^{er} c. monét. fin.). Cet intermédiaire, dont les services ne sont pas gratuits, peut agir en tant que mandataire du porteur de projet dans la recherche de prêteurs. Il peut aussi agir en tant que mandataire commun des parties.

En réalité, une opération de *crowdfunding* ne se réalise pas aussi simplement, comme en témoigne la consultation de divers sites Internet⁶⁸. Les rapports juridiques unissant les parties prenantes sont complexes et non instantanés.

Dans un premier temps, le porteur de projet tente de convaincre une plateforme de la qualité de son projet. S'il parvient à passer cette première étape de sélection, il publie son projet sur le site Internet de l'intermédiaire et entre en contact avec les prêteurs potentiels. Mais le projet ainsi publié ne constitue pas une offre de prêt. Il correspond plutôt à une *invitatio ad offerendum*, notion bien connue du droit allemand⁶⁹, qui désigne un appel d'offres. En effet, dans une *invitatio ad offerendum*, l'auteur n'a pas l'intention ferme d'être lié. Il souhaite conserver le choix de la meilleure offre. Et c'est précisément la situation d'un porteur de projet dans le cadre du *crowdfunding* : il entend, en principe, choisir librement les propositions de prêt les plus intéressantes lorsque le montant cible est dépassé et ne pas être lié lorsque ce montant n'est pas atteint. Enfin, rappelons qu'un prêt consenti par des non-professionnels du crédit⁷⁰ est un contrat réel qui ne se forme que par la remise des fonds⁷¹. Il s'ensuit que la proposition de prêt doit s'analyser en une promesse unilatérale de prêt émanant des prêteurs potentiels. La publication du projet devrait, par conséquent, s'analyser juridiquement en *invitatio ad offerendum*. Bien évidemment, dans son *invitatio ad offerendum* le porteur de projet devra indiquer le montant et les modalités du prêt auquel il souhaite souscrire, et, le cas échéant, le sort qu'il entend réserver à des promesses excédentaires ou insuffisantes.

Se pose la question de la force contraignante de cette promesse unilatérale de prêt. La loi semble envisager une possibilité de rétractation mais sans l'imposer (article L. 548-1 alinéa 1^{er}, 4^o C. monét. fin.). Il est certain que les prêteurs intéressés ne seront engagés par le contrat final de prêt que lorsqu'ils auront remis les fonds et ne pourront alors plus se rétracter. On sait qu'en droit français la promesse unilatérale revêt une force obligatoire relative, puisque la jurisprudence ne sanctionne la rétractation du promettant que par l'allocation de dommages-intérêts⁷². Mais cette fragilité ne devrait pas donner lieu à beaucoup de litiges en pratique compte tenu des sommes souvent modiques auxquelles s'engagent les prêteurs.

Prêteurs et emprunteurs semblent relativement libres en pratique : chacun peut indiquer ses souhaits en termes de montant, durée et taux d'intérêt, le cas échéant. Chacun reste aussi libre d'accepter *in fine* des conditions qui divergent de ses souhaits. Les conditions du prêt dépendront largement de l'offre et de la demande et il sera difficile de les fixer de manière contraignante *ab initio* comme semble l'envisager la loi (article L. 548-1 alinéa 1, 9^o c. monét. fin.).

Envisagée ainsi, la conclusion du contrat paraît simple et le rôle des parties suffisamment clair. En réalité, avant que ces rapports juridiques puissent se nouer, il convient de s'assurer de l'accord d'un nombre suffisant de prêteurs pour atteindre le montant d'emprunt envisagé, faute de quoi le projet ne pourra pas se réaliser. Il importe également de s'assurer que les prêteurs mettent effectivement l'argent à disposition de l'emprunteur et ne se rétractent pas. Il s'agit surtout de garantir le transfert des fonds.

En effet, bien que la loi reste silencieuse à ce sujet, il ne nous semble pas possible d'admettre qu'un emprunteur puisse lever l'option des promesses unilatérales de prêt qui lui ont été faites, dans l'hypothèse où le montant cible n'aura pas été atteint, en l'absence d'une stipulation expresse dans l'*invitatio ad offerendum*. D'une part, et bien qu'on puisse concevoir des variations des prêts proposés en termes de taux ou de durée, si le montant cible n'est pas atteint, le projet ne pourra pas se réaliser comme envisagé. Or, les promesses de prêt ont été consenties pour un projet déterminé et non pas pour un projet qui aura subi une mutation. D'autre part, en diffusant son *invitatio ad offerendum*, le porteur de projet est redevable d'un certain nombre d'informations relatives à ce projet. S'il utilise les fonds pour un projet non compris dans l'invitation, il aura trompé les prêteurs. De ce fait, il faut analyser les promesses unilatérales de prêt comme étant consenties sous condition suspensive d'une collecte au moins égale à la somme cible.

Corrélativement, un emprunteur ne devrait pas être autorisé à conserver des fonds excédant le montant cible en dehors des conditions prévues dans l'invitation⁷³. Ici encore les prêteurs s'engagent pour un projet déterminé et non pas un projet qui subirait une modification imprévue. Il convient, par consé-

68 Wiseed, Unilend, Kickstarter, KissKissBankBank, Babyloan, Octoposse, etc.

69 H.-W. Eckert in Bamberger/Roth, « Beck'scher Online Kommentar BGB », 33^e édition, 2014, § 145, n° 40 et s. ; H. Dörner in Schulze u. a. « Bürgerliches Gesetzbuch », 8^e édition, 2014, § 145, Bindung an den Antrag, n° 1 et s.

70 V. Perruchot-Triboulet « L'encadrement du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif », Bulletin Joly Sociétés 01 décembre 2014 n° 12, § 112w1, p. 756.

71 V. p. ex. Cass. civ. 1^{re}, 9 février 2012, n° 10-27.785, note X. Delpech D. 2012, p. 497 ; D. Legeais « Preuve du prêt résultant de la reconnaissance de dette », RTDcom 2012, p. 381 ; S. Piedelièvre « Reconnaissance de dettes et preuve du prêt », JCP N n° 16, 20 avril 2012, 1189 ; alors que le prêt consenti par un professionnel du crédit n'est pas un contrat réel pour la Cour de cassation, v. p. ex. Cass. civ. 1^{re}, 19 juin 2008, n° 06-19.753, note L. Leveneur « Où l'on voit que la théorie de la cause n'a rien de compliqué ! », CCC, n° 11, Novembre 2008, comm. 255.

72 D. Mainguy « À propos de « l'affaire de la rétractation de la promesse de contracter », JCP G n° 27, 2 Juillet 2012, doct. 808 ; S. Schiller « Caractère rétractable des promesses unilatérales de vente. - Après le coup de tonnerre dans le droit des obligations, un arc-en-ciel dans la construction contractuelle », JCP E, n° 48, 1^{er} Décembre 2011, 1849.

73 C'est précisément ce qui s'est produit avec le projet « potato salad » financé par Kickstarter, cf. <http://edition.cnn.com/2014/09/29/tech/innovation/kickstarter-potato-salad/> [consulté le 25 janvier 2015] ; la réglementation américaine semble l'autoriser sous certaines conditions v. R. K. Saunders II « Power to the people : how the SEC can empower the

quent, de gérer cette phase précontractuelle au cours de laquelle des promesses de prêt sont conclues, voire des fonds déjà mis à disposition. La gestion de cette phase sera probablement très souvent confiée à l'intermédiaire.

Cet intermédiaire sera, le cas échéant, amené à recevoir des fonds et à les transférer à l'emprunteur. Pour faciliter le développement de cette activité, un régime prudentiel allégé d'établissement de paiement est créé à l'article L. 522-11-1 du code monétaire et financier⁷⁴. Ces établissements sont autorisés à effectuer des opérations de paiement jusqu'à 3 millions d'euros par mois, sachant que ce plafond s'applique à un montant total moyen sur les 12 mois précédents (article D. 522-1-1 c. monét. fin.)⁷⁵. Autrement dit, même si le plafond de 3 millions d'euros est dépassé mensuellement, le statut allégé reste applicable tant qu'il est respecté sur une base globale annuelle. Ces établissements sont exemptés d'un certain nombre d'obligations et bénéficient notamment d'un capital minimum abaissé à 40.000€ (article D. 511-1-2 c. monét. fin.). Leur seule obligation prudentielle est limitée à la protection des fonds reçus des utilisateurs de leurs services (articles L. 522-17 et L. 522-18 c. monét. fin.). Enfin, ils n'ont pas l'autorisation de proposer des services de transmission de fonds au sens de l'article L. 314-1, II, 6° du code monétaire et financier, ce qui limite l'intérêt du statut⁷⁶.

Notons, cependant, que les plateformes qui sont des intermédiaires en financements participatifs ne sont pas obligées d'adopter ce statut sécurisant pour leur clientèle.

Se pose, par conséquent, la question de savoir comment les flux sont gérés en l'absence d'un tel statut. La pratique semble se développer consistant à procéder au virement de la somme promise dès la conclusion des promesses de prêt. Cette pratique vise à éviter des risques de rétractation ou de retards dans la libération des sommes promises. Comment seront alors gérés ces fonds entre le moment où ils sont libérés par les prêteurs potentiels et celui de leur transfert définitif aux emprunteurs ? *Quid* du cas où le projet ne se réalise pas faute d'avoir réussi à réunir suffisamment de fonds ? Et enfin, quels risques encourent le prêteur et l'emprunteur au cours de cette période ?

Trois situations sont envisageables qui impliquent toutes l'intervention d'un établissement bancaire, d'un établissement de paiement ou d'un établissement de monnaie électronique. Tout d'abord, l'intermédiaire peut jouer le rôle de collecteur de fonds jusqu'à la conclusion du contrat. Dans ce cas, l'intermédiaire devra obligatoirement s'associer avec un établissement de crédit ou un établissement proposant des services de paiement en qualité d'agent sur le fondement de

l'article L. 523-1 du code monétaire et financier⁷⁷. Il ouvrira un ou plusieurs comptes sur lesquels seront déposés les fonds. Se pose la question de savoir en quel nom il ouvrira ce compte. Les fonds étant détenus par l'intermédiaire pour compte de tiers, il faudra s'assurer que ses créanciers personnels ne puissent saisir les sommes dans l'hypothèse de son insolvabilité. Il devra donc procéder à une ségrégation des avoirs. Une telle obligation est bien connue en matière de tenue de compte-conservation de titres⁷⁸ ou en matière de détention de fonds pour les clients par les prestataires de services d'investissement⁷⁹. Il pourrait, par exemple, ouvrir un compte omnibus pour tous les fonds qu'il détient pour compte de tiers, tout en s'assurant au niveau de ses livres comptables d'être en mesure d'identifier les avoirs de chaque prêteur. Un tel compte peut aussi être ouvert par projet, ce qui permettrait une ségrégation plus fine. Enfin, la protection maximale consisterait à ouvrir un compte par prêteur, mais les coûts y associés seraient probablement prohibitifs.

Autre possibilité, l'emprunteur pourrait ouvrir un compte spécifique auprès d'une banque, ségrégué de ses autres comptes, sur lequel les prêteurs potentiels vireraient directement les fonds. Il faudra ici aussi pallier le risque d'appropriation induite de ces fonds. Par définition, les contrats de prêt ne seront parfaits que lorsque l'emprunteur aura décidé de lever les promesses qu'il aura retenues. Tant que la levée de l'option n'est pas intervenue, les fonds continuent à appartenir à chacun des prêteurs en devenir. La question se pose là encore de savoir comment l'emprunteur peut efficacement ouvrir un compte qui, d'une part, ne lui permet pas de s'approprier les fonds avant que les contrats définitifs ne soient conclus, et d'autre part, que ses créanciers ne peuvent saisir avant la perfection des contrats, dans l'hypothèse d'une insolvabilité. Du point de vue des prêteurs, cette solution semble plus risquée. Une manière de leur apporter une certaine sécurité juridique consisterait à obtenir de l'emprunteur un nantissement de ce compte à leur profit sous condition résolutoire de la conclusion définitive des contrats de prêt.

Enfin, la pratique semble avoir développé une troisième solution qui consiste à s'associer à un établissement de monnaie électronique et d'ouvrir un porte-monnaie électronique pour chaque prêteur⁸⁰. Cette solution semble la plus sécurisée pour les prêteurs. Les clauses générales applicables les empêcheront probablement de se rétracter⁸¹.

Pour conclure, il semble donc que la structuration contractuelle du *crowdfunding* ne soit pas si simple qu'il y paraît et que les risques engendrés ne soient pas négligeables. Il aurait été souhaitable que le législateur se penche sur cette problématique et prévoie un régime sécurisé pour chacune des parties concernées.

crowd », Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law, Summer 2014, p. 954.

74 Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, JORF n°0125 du 31 mai 2014, Texte n°13 ; v. aussi J. Lasserre-Capdeville « Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif », Gazette du Palais, 18 septembre 2014 n° 261, p. 5, n° 16 et s.

75 V. Perruchot-Triboulet « L'encadrement du prêt opéré par le biais d'une plateforme de financement participatif », Bulletin Joly Sociétés 01 décembre 2014 n° 12, § 112w1, p. 756.

76 J. Lasserre-Capdeville « Les incidences sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif », Gazette du Palais, 18 septembre 2014 n° 261, p. 5, n° 18 et s.

77 Lamy Droit du financement 2015, n° 5752.

78 F. Auckenthaler « Tenue de compte-conservation de titres financiers », JurisClasser Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 2115, 25 août 2014, n° 42 et s.

79 M.-F. Rautou « Prestataires de services d'investissements – (Autres que les sociétés de gestion de portefeuille) – Procédures collectives », JurisClasser Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 1550, 30 juin 2010, n° 70 et s.

80 C'est le cas de KissKissBankBank (<http://www.kisskissbankbank.com/fr/pages/faq/kissbankers>, consulté le 25 janvier 2015) et de Unilend (<https://www.unilend.fr/questions-frequentes>, consulté le 25 janvier 2015) ; v. Lamy Droit du financement 2015, n° 3317 et s.

81 S. Schiller « Caractère rétractable des promesses unilatérales de vente. - Après le coup de tonnerre dans le droit des obligations, un arc-en-ciel dans la construction contractuelle », JCP E, n° 48, 1^{er} Décembre 2011, 1849, n° 6 et s.

Mais les prêteurs ne sont pas les seuls à encourir un risque pendant la phase précontractuelle. Le porteur de projet y est exposé lui-même, pour des raisons différentes.

continuer de s'épanouir dans le cadre élaboré par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

2. Les risques encourus par le porteur de projet

Dans le *crowdfunding*, le porteur doit présenter son projet et fournir un certain nombre d'informations à l'intermédiaire, afin que celui-ci puisse s'acquitter de sa propre obligation d'information envers les prêteurs potentiels. En effet, l'article L. 548-6 alinéa 2, 4° du code monétaire et financier impose aux intermédiaires de fournir aux prêteurs et donateurs potentiels « les informations concernant les caractéristiques du projet et, le cas échéant, du prêt concerné s'agissant en particulier du taux d'intérêt applicable, du montant total du crédit, de la durée du prêt de ses modalités et conditions de remboursement ainsi que de l'existence ou non d'une faculté de rétractation du prêteur ». Si la plupart des conditions prévues par la loi ont trait au prêt et à ses modalités, le porteur de projet doit au préalable, présenter les détails de son projet, afin d'attirer les prêteurs et donateurs potentiels. Or, en présence d'entreprises jeunes, mais très innovantes, il se peut que celles-ci soient amenées à divulguer des informations qui pourraient se révéler sensibles⁸². Cela est particulièrement fâcheux lorsqu'elles sont en phase de développement et n'auront peut-être pas encore pensé à faire protéger leurs inventions par des brevets⁸³. Parfois, leurs inventions ne sont pas encore suffisamment mûres pour être protégées par des droits de propriété industrielle ou intellectuelle. Or, le *crowdfunding* d'entreprise cible précisément ces *start-ups* encore insuffisamment mûres pour avoir accès aux moyens de financement traditionnels⁸⁴. Dans la mesure où les prêteurs doivent être des personnes physiques n'agissant pas à des fins professionnelles ou commerciales, théoriquement, un concurrent potentiel serait par définition exclu du cercle des prêteurs ; mais il pourrait devenir donateur. Par ailleurs, les projets sont généralement publiés sur les plateformes et ouverts à la consultation de tout intéressé. Or, les risques pour ces entreprises sont grands. Il faut alors veiller à les protéger contractuellement.

*

En définitif, et malgré les intentions louables du législateur, il n'est pas certain que cette réglementation du *crowdfunding* constitue le cadre le plus propice à son développement. Il est lesté de contraintes propres qui ne se retrouvent pas dans le cadre du *crowdinvesting*, pour des raisons qui ne sont pas toujours compréhensibles. L'ouverture du monopole bancaire n'est pas conçue de manière suffisamment complète pour être totalement sécurisante. Enfin, le législateur fait l'impasse sur un certain nombre de questions sensibles pour les parties prenantes. À en croire le baromètre du *crowdfunding* en France, le *crowdfunding* se portait plutôt très bien en dépit d'un monopole bancaire extensif. Espérons qu'il puisse

82 A. Pando « Le crowdfunding : le nouvel eldorado du financement ? », *Gérer – Le magazine du Responsable comptable administratif financier*, septembre-octobre 2014, p. 8.

83 Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions « Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union », Brussels, 27.3.2014, COM(2014) 172 final, p. 6

84 A.-V. Le Fur « Enfin un cadre juridique pour le *crowdfunding*, une première étape dans la réglementation », *Recueil Dalloz* 2014 p. 1831, n° 2.

Corporate Governance – Transparence financière et comptable

Obligation d'information des salariés en cas de cession de leur entreprise

François Basdevant

Directeur Fusions et Acquisitions
Vivendi

Les dispositifs juridiques originaux se succèdent. Après l'obligation de rechercher un repreneur en cas de fermeture d'un établissement (Loi Florange)¹ et la création d'un *opt-out* portant sur le droit de vote double dans les sociétés cotées², l'article 20 de la loi du 31 juillet 2014 (Loi Hamon) relative à l'économie sociale et solidaire instaure dans notre droit un nouveau dispositif original³. Ce droit porte sur une nouvelle obligation d'information des salariés en cas de cession de leur entreprise, dès lors que l'entreprise emploie moins de deux cent cinquante salariés. Il s'agit toujours de moraliser certaines procédures qui en auraient besoin. Un constat aurait été fait que des petites entreprises périssaient en grand nombre en raison de l'absence de repreneur. L'objectif politique avancé est donc de préserver des entreprises saines qui seraient menacées de disparaître.

Ce dispositif s'emboitant entre le droit social et le droit des sociétés complexifie notablement le processus de fusion-acquisition. En apparence simple, ce mécanisme est dans la réalité redoutablement complexe, dans la mesure où il s'insère dans un processus de cession et requiert l'information de tous les salariés. Le manquement à cette obligation permet à un salarié de demander au tribunal la nullité de la cession. Une gestion irréprochable de cette obligation est donc de mise, eu égard à la sanction possible, l'annulation de la transaction.

Nous préciserons le champ d'application (I.), la procédure de notification applicable (II.) et les sanctions applicables (III.).

I. Champ d'application

1. Les entreprises concernées

Le dispositif d'information des salariés s'impose aux entreprises suivantes :

- qui ont moins de cinquante salariés, à savoir celles qui n'ont pas l'obligation de mettre en place un comité d'entreprise ;

1 « Obligation de rechercher un repreneur en cas de fermeture d'un établissement (Loi Florange) », François Basdevant, RTDF n°2/2014.

2 « L'instauration d'un droit de vote double légal dans les sociétés cotées (loi Florange) », François Basdevant, RTDF n°3/2014.

3 Loi du n°2014-856 du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire.

- qui emploient entre cinquante et deux cent quarante-neuf salariés⁴ qui doivent mettre en place un comité d'entreprise et qui réalisent un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas cinquante millions d'euros ou dont le total de bilan n'excède pas quarante-trois millions d'euros.

Il est précisé, pour cette dernière catégorie, que ces critères cumulatifs sont appréciés au niveau de l'entreprise, indépendamment de son rattachement éventuel à un groupe. Plus généralement, pour l'application de cette obligation d'information, les seuils s'apprécient au regard de l'entreprise elle-même, et non au niveau du groupe. Ainsi, le projet de cession d'une société holding sans salariés détenant à 100 % une société commerciale qui emploie elle-même moins de deux cent cinquante salariés ne rentre pas dans le champ de cette obligation. Ce ne serait pas le cas si cette société commerciale était cédée directement par la société holding.

Comme on peut le constater, il est critique, si l'on est proche du seuil de salariés, de les dénombrer très précisément. Que faut-il donc entendre par « salarié » ? Le Code du travail ne donne pas de définition du salariat, ni même du contrat de travail. La jurisprudence et la doctrine définissent le contrat de travail comme « une convention par laquelle une personne s'engage à travailler pour le compte d'une autre et sous sa subordination moyennant une rémunération ». Est salarié celui qui exécute un travail rémunéré au profit d'un tiers auquel il est subordonné, c'est-à-dire qui lui impose des contraintes et le contrôle, et auquel il doit obéir et rendre des comptes. Il en ressort que trois éléments doivent être cumulativement recherchés : une prestation de service, une rémunération et, enfin, un lien de subordination.

Il faudra donc prendre en compte pour la détermination des seuils de salariés, toute personne qui exécute un travail à temps plein ou à temps partiel, aux termes d'un contrat de travail et soumis à un lien de subordination, pour le compte d'un employeur en échange d'un salaire ou d'une rétribution équivalente.

Pour la détermination du seuil, il faudra également prendre en compte les modalités suivantes définies par la réglementation PME⁵ : « L'effectif correspond au nombre d'unités de travail par année (UTA), c'est-à-dire au nombre de personnes ayant travaillé dans l'entreprise considérée ou pour le compte de cette entreprise à temps plein pendant toute l'année considérée. Le travail des personnes n'ayant pas travaillé toute l'année, ou ayant travaillé à temps partiel, quelle que soit sa durée, ou le travail saisonnier, est compté comme fractions d'UTA. »

Il faudra prendre en compte des situations spécifiques en fonction des salariés, afin de déterminer, s'il faut les comptabiliser et/ou les informer :

4 La notion de « PME » est définie à l'article 51 de la loi n°2008-776 du 4 août 2008 et le décret n°2008-1354 du 18 décembre 2008 qui renvoie au règlement (CEE) n°696/93 du 15 mars 1993 et à la recommandation de la Commission du 6 mai 2003.

5 Décret n°2008-1354 du 18 décembre 2008.

- Les employés en congé maladie, en congé maternité ou en congé sans solde doivent être à la fois comptabilisés et informés.
- Les apprentis, les titulaires de contrat de professionnalisation, de contrats d'accompagnement dans l'emploi, de contrats initiative-emploi ou contrats d'accès à l'emploi sont également des salariés, mais ne sont pas comptabilisés pour le calcul de l'effectif au sens de l'article L. 1111-3 du Code du travail. Ils doivent cependant être informés du projet de cession.
- En revanche, ne doivent pas être informés les intérimaires.
- Les salariés en cours de préavis de procédure de licenciement ou de procédure de rupture conventionnelle sont pris en compte et doivent être informés. Il en va de même pour les salariés démissionnaires qui doivent être pris en compte et informés s'ils sont encore en période de préavis.
- Le salarié qui a un contrat de travail intermittent, c'est-à-dire un contrat de travail à durée indéterminée qui alterne période de travail et de non-travail, est un salarié de l'entreprise bien qu'il ne soit dans les effectifs qu'au prorata de son temps de présence. En conséquence, il doit être informé de la cession !

2. Les opérations concernées

Les opérations concernées par l'obligation d'information sont les suivantes⁶ :

- la cession d'un fonds de commerce ;
- la cession d'une participation représentant plus de 50 % des parts sociales d'une société à responsabilité limitée ;
- la cession d'une participation représentant plus de 50 % des actions ou de valeurs mobilières donnant accès à la majorité du capital d'une société par actions.

En ce qui concerne le fonds de commerce, on peut estimer que la définition juridique et fiscale est suffisamment précise pour supprimer toutes ambiguïtés.

S'agissant des titres, sont clairement visés les parts de société à responsabilité limitée ce qui ne comprend que la SARL et écarte donc les parts d'une société de personnes dotée d'une responsabilité indéfinie, comme la société en nom collectif ou la société en commandite simple.

S'agissant des sociétés par actions, rentrent dans le champ la société anonyme, la société par action simplifiée, et bizarrement la société en commandite par actions. En effet, dans ce dernier cas, le rachat des actions de commanditaires ne donnera pas le contrôle sans le rachat des parts de commandités dont la responsabilité est indéfinie !

3. Que faut-il entendre pas « cession » ?

La procédure doit être déclenchée en présence d'une « cession » tant dans le cas d'un fonds de commerce que pour une

cession de titres. Le « Guide pratique »⁷ donne la définition suivante de la cession : « toute opération juridique par laquelle une personne, le cédant transmet la propriété d'un bien à une autre personne, le cessionnaire ». La question se pose si la cession englobe les opérations de transfert de propriété à titre onéreux comme un apport, un apport partiel d'actif ou une fusion. En ce qui concerne les fusions et opérations assimilées (scission, apport partiel d'actif, transmission universelle de patrimoine, TUP), une jurisprudence bien établie exclut désormais l'application des dispositions applicables aux cessions⁸. En conséquence, les opérations de transmission universelle de patrimoine ne rentrent pas dans le champ d'application de la loi.

L'ANSA estime que s'agissant d'un apport isolé, on peut considérer qu'à défaut d'autre précision du texte, le terme de « cession » figurant aux articles L. 141-23 à L. 141-32 du Code de commerce ne comprend pas les opérations d'apports de fonds de commerce⁹.

En revanche, s'agissant des titres, une opération de cession peut être une vente, une donation, une dation en paiement, une transaction, ou un échange, ou un apport en société ou même un simple apport partiel d'actif, s'il n'est pas soumis au régime des scissions qui entraîne une transmission universelle de patrimoine.

Précisons également, qu'aucune disposition légale, n'écarte les opérations de cessions intragroupes d'une participation de filiale à filiale ou entre filiale et société mère ou à un même « bénéficiaire économique ». La procédure d'information doit donc être faite même en présence d'une simple réorganisation intra-groupe dès lors qu'elle se réaliserait par la cession de la majorité des actions de la société.

Si l'actionnaire cédant le bloc majoritaire est une société étrangère détenant une société commerciale de droit français rentrant dans le champ du texte, la procédure doit bien entendu s'appliquer.

La transaction doit porter sur « une participation représentant plus de 50 % des parts sociales ou des actions ou valeurs mobilières donnant accès à la majorité du capital d'une société par actions » avec une seule et même cession. La cession de seulement 50 % du capital n'entre pas dans le champ de la loi, ne conférant pas le contrôle de la société. Ne rentre pas non plus dans le champ, la cession, même concertée et simultanée, de la majorité du capital de la société par plusieurs actionnaires, si aucun actionnaire ne cède un bloc majoritaire. En effet, la notion d'action de concert n'est pas introduite dans cette procédure. De même, si l'actionnaire majoritaire cède un bloc minoritaire, la procédure ne s'applique pas. Il y aurait abus de droit, si le cédant séquence la cession de ses titres habilement dans l'unique but de ne pas se soumettre à cette procédure.

7 « Droit d'information préalable des salariés en cas de cession d'entreprise : Salariés, chefs d'entreprises, votre guide pratique » : www.economie-sociale-solidaire.gouv.fr. Voir également les questions/réponses sur ce même site.

8 Cour de cassation 19 avril 1972, applicable aux clauses d'agrément et Cour de cassation 9 avril 2014 qui considère que la transmission universelle de patrimoine n'est pas une cession.

9 « Loi relative à l'économie sociale et solidaire : premières questions relatives à l'obligation d'information des salariés de PME en cas de cession de fonds de commerce ou d'entreprise », ANSA, n°14-056, novembre 2014.

6 Articles L. 23-10-1 et L. 23-10-7 du Code de commerce.

Compte tenu de la rédaction de la loi, la cession de valeurs mobilières comme par exemple des obligations convertibles ou même de bons de souscription d'actions dont l'exercice permettrait d'avoir accès à la majorité du capital dilué rentre dans le champ, et ce, à notre avis, même si ces valeurs mobilières ne sont pas exerçables au moment de la cession projetée, mais à terme lointain.

4. Opérations exclues

La loi a expressément exclu les opérations suivantes de l'obligation d'information :

- les cessions de sociétés faisant l'objet d'une procédure de conciliation, de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires ;
- les cessions dans le cadre d'une succession, d'une liquidation du régime matrimonial ;
- les cessions à un conjoint, à un ascendant ou à un descendant.

Sont assimilées à des cessions, les transmissions à titre gratuit (donation ou libéralités) entraînant un transfert de propriété. En conséquence, sont bien exclues les cessions à titre gratuit qui seraient faites à un conjoint, à un ascendant ou à un descendant portant sur un fonds de commerce ou la majorité du capital d'une société visée.

5. Sociétés cotées

Si les titres de l'entreprise visée font l'objet d'une inscription sur un marché réglementé, la procédure doit néanmoins s'appliquer. Le *Guide d'application* édité par l'administration, estime que le chef d'entreprise qui informe les salariés sur la cession de l'entreprise n'encourt pas de sanction au titre du délit d'initiés, puisque la divulgation de cette information est requise par la loi¹⁰. Dans cette hypothèse, la question de l'accès à la *data room* peut se poser, puisque l'Autorité des marchés financiers a instauré une procédure d'égalité de traitement en faveur des acquéreurs potentiels¹¹. Il leur est demandé préalablement à l'accès à la *data room* de signer un engagement de confidentialité et de faire une offre pour le rachat de la participation cédée. Le vendeur peut avoir des raisons légitimes de ne pas donner accès à la *data room* à un acquéreur potentiel, par exemple, s'il estime qu'il n'a pas la surface financière pour en effectuer le rachat.

II. La notification

1. Transmission de l'information aux salariés

La procédure varie suivant que l'entreprise emploie moins de cinquante salariés ou moins de deux cent cinquante salariés.

Entreprise de moins de 50 salariés

¹⁰ Article L. 122-4 du Code pénal.

¹¹ « *Transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé (« procédures dites de data room »)* » www.amf-france.org. Voir aussi « *La procédure dite de « data room » en cas de cession de participation significative dans une société cotée : modifiée par l'AMF le 1^{er} août 2012* » RTDF n°3/2012, François Basdevant.

Dans les entreprises employant moins de cinquante salariés n'ayant donc pas d'obligation de mettre en place un comité d'entreprise, le représentant légal de la société, le propriétaire ou l'exploitant du fonds de commerce, selon le cas, doivent informer les salariés d'un tel projet de cession, au plus tard deux mois avant cette cession, afin de permettre le cas échéant à un ou plusieurs salariés de l'entreprise de présenter une offre de rachat.

La cession peut être réalisée pendant un délai de deux ans à compter de l'expiration de ce délai de deux mois visé ci-dessus.

Entreprise entre 50 et 249 salariés

S'agissant des entreprises dont l'effectif salarié est compris entre cinquante et deux cent quarante-neuf salariés, et donc soumises à l'obligation de mettre en place un comité d'entreprise, les salariés doivent être informés du projet de cession du fonds de commerce ou d'une participation supérieure à 50 % ou encore de valeurs susceptibles de donner accès à plus de 50 % du capital au plus tard au moment où le comité d'entreprise est saisi sur avis sur le projet de cession. En pratique, cette information devra donc intervenir en même temps que l'information/ consultation du comité d'entreprise au titre de la cession.

En l'absence de comité d'entreprise et de délégués du personnel, suite à une carence dûment constatée, les salariés sont informés par le chef d'entreprise en application de la procédure applicable aux entreprises de moins de cinquante salariés. Si ces sociétés n'avaient pas établi un procès-verbal de carence, l'administration estime que la société est en situation irrégulière mais que cette situation ne saurait préjudicier aux salariés. Dans ce cas, il est fait application de la procédure d'information directe des salariés applicable aux entreprises de moins de cinquante salariés non dotées d'institutions représentatives du personnel.

2. La notification d'information

L'information des salariés mentionnée aux articles L. 141-25 et L. 141-30 peut être effectuée selon les modalités suivantes¹² :

- au cours d'une réunion d'information des salariés à l'issue de laquelle ces derniers signent le registre de présence à cette réunion ;
- par un affichage. La date de réception de l'information est celle apposée par le salarié sur un registre accompagnée de sa signature attestant qu'il a pris connaissance de cet affichage ;
- par courrier électronique, à la condition que la date de réception puisse être certifiée ;
- par remise en main propre, contre émargement ou récépissé, d'un document écrit mentionnant les informations requises ;
- par lettre recommandée avec demande d'avis de réception. La date de réception est celle qui est apposée par l'administration des postes lors de la remise de la lettre à son destinataire ;

¹² Article 1 du Décret du 2014-1254 du 28 octobre 2014 relatif à l'information des salariés en cas de cession de leur entreprise.

- par acte extrajudiciaire ;
- par tout autre moyen de nature à rendre certaine la date de réception.

En pratique, il faudra retenir le ou les modes d'information les plus appropriés par rapport à l'organisation de la société et les relations avec les salariés. Pour les salariés dotés d'une messagerie électronique, l'option de l'envoi par messagerie de la notification sera privilégiée, sous réserve de pouvoir prouver que le salarié a bien pris connaissance du message.

Il conviendra en revanche de se méfier de l'envoi du courrier en recommandé, car la date retenue est celle de la remise de la lettre à son destinataire : s'il ne retire pas sa lettre, le délai ne court pas ! Reste l'envoi de l'information par acte extrajudiciaire (huissier), procédure très lourde, mais très efficace. Il conviendra enfin de ne pas oublier les salariés en arrêt maladie ou maternité ou en congé sans solde qui ne sont pas sur le site, mais doivent néanmoins être informés.

3. Contenu de l'obligation d'information

L'exploitant du fonds ou le représentant légal de l'entreprise cédée doit strictement informer les salariés :

- de la volonté du cédant de procéder à une cession ; et
- du fait que les salariés peuvent présenter une offre d'achat.

En conséquence, le cédant potentiel n'est pas légalement tenu de fournir toute autre information, comme les termes et conditions de l'offre actuelle qu'il aurait reçue d'un tiers.

De plus il n'est pas tenu légalement de transmettre des informations particulières sur la société portant par exemple sur son fonctionnement, sa comptabilité ou sa stratégie de l'entreprise. Le cédant n'est pas non plus tenu d'ouvrir une *data room* ou de la rendre accessible, dans l'hypothèse où elle aurait été rendue accessible à un ou plusieurs acquéreurs potentiels (voir néanmoins ci-dessus la réserve en présence de la cession d'un bloc d'actions cotées).

Le *Guide pratique*, dans ces modèles de courriers, confirme bien qu'il s'agit bien d'une simple information et non d'une offre de vente, la proposition de texte est la suivante : « *Mon-sieur X, associé majoritaire souhaite céder une participation de plus de 50 % des parts sociales. Vous avez la possibilité de présenter une offre de rachat pour cette participation* ». Ceci confirme également qu'aucune autre information n'est à transmettre aux salariés au titre de cette obligation. Précisons que les informations transmises au comité d'entreprise sont définies par le Code du travail et sont donc d'une nature différente.

4. Confidentialité

Les salariés sont tenus à une obligation de discrétion à l'égard de cette information reçue, identique à celle pesant sur les membres du comité d'entreprise, à l'exception des personnes dont le concours est nécessaire pour leur permettre de présenter au cédant une offre d'achat¹³. En cas de manquement à cette obligation de discrétion, les salariés négligents s'exposent à des sanctions disciplinaires, voire des dommages et intérêts.

13 Articles L. 23-10-3 L. 23-10-9 du Code commerce.

5. Accompagnement des salariés

Un salarié peut se faire assister par toute personne de son choix¹⁴. Il peut s'agir d'un représentant de la chambre de commerce et de l'industrie régionale, de la chambre régionale d'agriculture, de la chambre régionale de métiers et de l'artisanat territorialement compétentes en lien avec les chambres de l'économie sociale et solidaire et par toute personne désignée par les salariés, dans les conditions prévues par décret. Ces personnes peuvent être un professionnel du conseil (expert-comptable, avocat, notaire), un conseiller en investissements financiers. Le salarié doit informer dans les meilleurs délais le chef d'entreprise lorsqu'il se fait assister et la personne qui assiste le salarié est tenue à une obligation de confidentialité portant sur les informations qu'elle reçoit. Ni la loi ni le décret ne précisent que leurs frais ou honoraires seraient à la charge du cédant.

6. Délai pour déposer une offre

Les salariés dûment informés en application de la procédure que nous avons examinée disposent alors d'un délai de deux mois pour déposer une offre de rachat. Le chef d'entreprise n'a aucune obligation au titre de cette loi de prendre en considération les offres qu'il aurait ainsi reçues. Les salariés ne disposent donc pas d'un droit à l'ouverture de négociations sur la base de l'offre faite. Ils ne disposent bien entendu d'aucune préférence au titre de la cession.

Le chef d'entreprise, en fonction de ses règles de gouvernance, est libre de prendre ou non en considération l'offre faite, et ce, même si l'offre faite par les salariés serait mieux disante sur le plan financier par exemple. Rappelons que le volet financier n'est pas l'unique critère à prendre en compte pour apprécier une offre de rachat d'une entreprise.

La loi introduit simplement un dispositif d'information des salariés, mais n'impose donc aucune contrainte au chef d'entreprise, dès lors qu'il a satisfait pleinement cette obligation. En d'autres termes, ce droit à l'information n'est pas un droit à entrer en négociations. Il ne s'agit donc pas d'un droit à négociation et *a fortiori* pas d'un droit de préemption.

7. Durée de validité de la procédure

La procédure d'information n'a pas à être réalisée uniquement en présence d'une cession imminente par le chef d'entreprise, mais également dans le cas où le chef d'entreprise envisagerait une cession à terme. Si le chef d'entreprise n'envisage pas de cession, il ne peut valablement enclencher cette procédure. La procédure d'information valablement faite n'a pas à être renouvelée si la cession intervient avant un délai de deux ans¹⁵. En conséquence, la procédure d'information sur la cession doit être réengagée lorsqu'elle intervient plus de deux ans après la première information¹⁶.

8. Instauration d'une information générale des salariés à la reprise d'activité

L'employeur doit désormais informer ses salariés sur les conditions juridiques de reprise d'une entreprise, sur ses

14 Articles L. 23-10-2 et L. 23-10-8 du Code commerce.

15 Article L. 23-10-11 du Code commerce.

16 Article L. 141-31 du Code commerce.

avantages, sur les difficultés rencontrées et les dispositifs d'aide dont ils peuvent bénéficier. Cette information est organisée au moins une fois tous les trois ans. Les modalités pratiques de cette information restent toutefois à définir par décret. Il s'agit de préparer les salariés à une éventuelle décision de reprise de l'activité de leur employeur et de leur permettre ainsi de pouvoir réagir efficacement en cas de cession de leur entreprise.

III. Sanctions

La sanction est particulièrement lourde puisque « *la cession intervenue en méconnaissance du présent article peut être annulée à la demande de tout salarié*¹⁷ ». Mais, l'action en nullité est courte, puisqu'elle se prescrit par deux mois à compter de la date à laquelle tous les salariés en ont été informés¹⁸.

1. Capacité pour agir

Le non-respect du droit d'information par le cédant ouvre au salarié la possibilité d'intenter une action en nullité contre la cession. La sanction est d'importance, puisque le tribunal peut annuler la cession, même s'il ne s'agit que d'une nullité relative et donc facultative.

Seuls les salariés peuvent engager une action en justice en cas de non-respect du droit d'information. Le tribunal ne peut donc se saisir d'office et aucun autre tiers (y compris l'acquéreur potentiel) ne peut agir.

L'action en nullité peut être ouverte par un salarié dans les cas suivants :

- absence d'information ;
- information tardive ;
- information incomplète.

2. Jurisdiction compétente

Si l'opération visée porte sur la cession des titres d'une société commerciale, les litiges sont obligatoirement soumis au tribunal de commerce¹⁹.

Si l'opération porte sur la cession de fonds de commerce, il faut distinguer :

- la vente d'un fonds de commerce par un commerçant qui l'exploitait ; son achat en vue de l'exploitation constitue un acte de commerce pour lequel le tribunal de commerce est compétent²⁰ ;
- la vente d'un fonds de commerce par un non-commerçant qui a hérité du fonds, les litiges éventuels sont alors de la compétence du tribunal de grande instance.

3. Délai de prescription

Le salarié peut saisir le tribunal pendant un délai de deux mois, dont le point de départ varie selon l'objet de l'opération. La demande peut être faite :

- dans les deux mois à compter de la publicité de la cession du fonds de commerce ;
- dans les deux mois à compter de l'information de tous les salariés sur la réalisation de la cession de titres.

Au-delà de ce délai, le salarié ne pourra plus demander la nullité de la cession intervenue, quand bien même l'obligation d'information du salarié n'aura pas été réalisée conformément à la loi.

Le délai de prescription ne court pas en l'absence de publication de la cession du fonds de commerce ou de manquement d'information d'un salarié pour la cession des parts sociales ou d'actions.

Conclusion

Le processus de fusion-acquisition se complexifie avec des ajouts constants de nouvelles procédures : obligation de rechercher un repreneur en cas de fermeture d'un établissement issue de la Loi Florange, la présente obligation d'information en cas de cession de plus de la majorité du capital d'une PME, le décret dit Montebourg²¹ qui soumet à autorisation administrative les cessions dans certains secteurs. Les procédures d'information/consultation des institutions représentatives du personnel sont constamment alourdies. Il ne faut pas oublier les autorités de la concurrence nationales ou européennes qui interviennent en cas de cession. Enfin, si la cession porte sur une activité réglementée (crédit, assurance, télécom, audiovisuel, etc.), des autorisations administratives peuvent être requises. L'acquéreur peut aussi faire appel à un financement bancaire qui devra s'intégrer dans le dispositif, dont la date de réalisation est toujours plus tardive. L'ensemble de ces dispositifs dont chacun a sa propre rationalité augmente considérablement le délai de réalisation des opérations de fusion-acquisition et nécessite une véritable gestion de projet. En allongeant les délais de réalisation, on introduit un aléa juridique dans une période de grande incertitude économique. ■

17 Article L. 23-10-1 du Code commerce.

18 Article L. 23-10-1 du Code commerce.

19 Article L. 721-3 du Code commerce.

20 Article L. 721-3 du Code commerce.

21 Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable.

Chronique Public M&A – Offres publiques

Didier Martin

Avocat à la Cour – Associé

Benjamin Kanovitch

Avocat à la Cour – Associé,
Avocat au barreau de New-York

Myriam Epelbaum

Avocat à la Cour

Bredin Prat

Deux batailles boursières, objet de la présente chronique, ont donné lieu en 2014 à de multiples et innovantes décisions.

Nos premiers commentaires portent sur la prise de contrôle de la société Club Méditerranée. Particulièrement riche en rebondissements, cette affaire nous conduit à remonter au printemps 2013¹. « Si l'opération n'est pas majeure en termes financiers, elle est très symbolique »².

Notre seconde chronique concerne les offres publiques visant les titres de la Société de la Tour Eiffel. Nous analyserons la portée de deux Ordonnances rendues en matière de sursis à exécution.

I. L'affaire Club Méditerranée³

Le 9 novembre 2010, le groupe chinois Fosun déclara avoir franchi le seuil de 9 % du capital et des droits de vote de la société Club Méditerranée (ci-après le « Club ») en devenant ainsi l'un des principaux actionnaires. Suite au doublement du droit de vote attaché à certains de ses titres, Fosun détenait 15 % des droits de vote du Club Méditerranée au 31 décembre 2012.

Parallèlement, entre le 21 mars et le 22 août 2011, AXA Private Equity Capital (« AXA PE » devenue entre-temps Ardian) entra dans le capital de Club Méditerranée en franchissant à la hausse les seuils de 1 % à 9 % du capital et

des droits de vote, représentant 9,24 % du capital et 8,5 % des droits de vote au 31 décembre 2012⁴.

Suite à la conversion de ses ORANE en actions, la société Edizione, holding de la famille Benetton, détenait 2,2 % du capital et 2 % des droits de vote de Club Méditerranée au 31 décembre 2012.

Le 27 mai 2013, la presse fit état d'une rumeur selon laquelle AXA PE et Fosun lanceraient une offre publique volontaire amicale sur le Club avec le soutien de son management. Le même jour, l'accord entre Fosun et AXA PE fut confirmé et précisé et un projet d'offre initiale fut déposé auprès de l'AMF le 30 mai 2013 par Gaillon Invest, une société *ad hoc* constituée à cet effet et détenue à parts égales par les deux actionnaires. L'offre de Gaillon Invest fut initiée en application d'un accord d'investissement conclu le 29 mai 2013 entre Gaillon Invest, Holding Gaillon, Ardian, Fosun, le Président du Club et son Directeur général délégué, constitutif d'une action de concert⁵. Il était prévu que, dans l'hypothèse d'une détention par Gaillon Invest de 100 % du capital de Club Méditerranée, le capital de Gaillon soit détenu à hauteur de 47,6 % par Fosun, 47,6 % par AXA PE et de 4,7 % par les quatre cents managers de Club Méditerranée⁶. L'initiateur, Gaillon Invest, proposait initialement un prix de 17 euros, soit une prime de 28,4 % par rapport au cours pondéré sur un mois, valorisant le groupe à 540,6 millions soit à peine plus que ses fonds propres. Les initiateurs prévoient un seuil de renonciation à 50,1 %. En raison de l'annonce du projet d'offre publique, la publication des résultats du premier semestre fut avancée. Le lendemain de l'annonce, l'action finit la séance de bourse à 16,95 euros. Le 30 mai, le cours était à 17,58 euros soit au-dessus du prix de l'offre.

Le 29 mai 2013, la société Accuracy fut désignée expert indépendant par le conseil d'administration de la société cible, la désignation ainsi que la supervision de l'expert relevant de la compétence d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet. Ce dernier déclara le prix offert de 17 euros équitable. Face aux nombreuses critiques dont il faisait l'objet, le prix de l'offre fut relevé à 17,5 euros par actions le 25 juin 2013. À la suite de l'annonce du nouveau prix proposé, les autres grands actionnaires du Club ont indiqué leur décision d'apporter leurs titres à l'OPA (notamment la Caisse des dépôts et consignation du Maroc, Rolaco et Benetton)⁷.

Le 25 juin 2013, après avoir pris connaissance du nouveau prix proposé, l'offre fut jugée conforme aux intérêts de la société à l'unanimité du conseil d'administration⁸. L'AMF déclara l'offre conforme le 16 juillet 2013, en précisant avoir

1 Au moment où cet article a été rédigé, plusieurs sources de presse indiquaient que les avocats de M. Bonomi avaient transmis au Parquet de Paris des articles de presse parus au cours de l'affaire. L'actionnaire y allègue une manipulation de l'opinion par le biais d'articles prétendument publiés sous de fausses identités dans le but d'influencer le marché. « Faux experts et manipulation d'opinion s'invitent dans le rachat du Club Med », Le Monde du 6 janvier 2015 ; Club Med : soupçon de manipulation de l'OPA, Le Figaro du 6 janvier 2015 ; « Soupçons de manipulation dans l'OPA sur le Club Med », Challenges du 5 janvier 2015.

2 Le Figaro Économie, 29 mai 2013, p. 20, « Tout un symbole », par B. Bayart.

3 Le cabinet Bredin Prat a conseillé et représenté la société Edizione dans cette affaire.

4 AMF, Rapport annuel 2012, page 23.

5 D&I n°213C0590 ; Communiqué de presse de AXA PE et Fosun du 27 mai 2013 annonçant les caractéristiques d'un projet d'offre publique qu'elles envisagent de déposer ; D&I n°210C0611.

6 Projet de note d'information établie par Gaillon Invest déposé le 30 mai 2013 auprès de l'AMF, p. 17.

7 D&I n°213C0769 et D&I n°213C0758, compléments à D&I n°210C0611.

8 Communiqué de presse du conseil d'administration de Club Méditerranée

pris connaissance des critiques des actionnaires minoritaires contestant le caractère indépendant de l'expert, le prix et l'équité de l'offre⁹.

Le 24 et le 26 juillet 2013, Charity & Investment Merger Arbitrage (ci-après « CIAM »), un fonds ayant acquis une participation de l'ordre de 0,9 % depuis l'annonce de l'offre, ainsi que l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ci-après l'« ADAM »), déposèrent chacun un recours en annulation devant la Cour d'appel Paris assorti d'une demande de sursis à exécution contre la décision de conformité rendue par l'AMF. Le 6 août, l'AMF annonça prolonger l'OPA dont l'issue était initialement prévue pour le 30 août, « jusqu'à nouvel avis (...) dans l'attente de l'ordonnance [...] de la cour d'appel de Paris »¹⁰. Le 23 août 2013, le Président de la Cour d'appel de Paris donna acte à l'AMF de sa décision de prorogation¹¹. Les recours furent finalement rejetés par un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 29 avril 2014¹² et l'AMF fixa au 23 mai 2014 la nouvelle date de clôture de l'offre¹³.

Le 9 mai 2014, le fonds Strategic Holdings, société d'investissement d'Andrea Bonomi, annonça détenir 6,5 % du capital de Club Méditerranée. Il ajouta ne pas avoir l'intention d'apporter ses titres à l'offre de Gaillon Invest ni celle de déposer une offre concurrente avant la clôture prévue le 23 mai.

Le 16 mai 2014, Strategic Holdings annonça détenir 8,3 % de l'émetteur. Ce même jour, Edizione indiqua à l'initiateur qu'il n'apporterait pas ses titres à l'OPA en cours. En réaction, l'initiateur assigna Edizione en référé devant le Tribunal de commerce de Paris pour obtenir l'exécution d'un engagement allégué d'apporter ses titres à l'offre. Cette demande fut rejetée¹⁴.

Le 20 mai, la société Strategic Holdings devint l'actionnaire principal du Club avec 10,07 % du capital, dépassant la participation de 9,5 % détenue par le conglomérat Fosun et celle de 8,9 % détenue par Ardian. Celui-ci annonça avoir l'intention de poursuivre l'acquisition de participations du Club, sans viser une prise de contrôle. Des déclarations relayées par la presse le 22 mai 2014 évoquèrent que le dirigeant de la société Strategic Holdings envisageait une potentielle prise de participation jusqu'à 29,9 % du capital du Club, voire le dépôt d'un projet d'offre publique.

Dans ce contexte, l'AMF décida de prolonger l'OPA de Fosun et Ardian jusqu'au 6 juin et exigea de la société Strategic Holdings, et de toute personne agissant de concert avec elle ou lui étant affiliée, de faire part de ses intentions concernant le Club au plus tard lundi 26 mai à 18h¹⁵. Tout en contestant la

régularité de la demande de l'AMF¹⁶, la société Investindustrial Development SA, holding du groupe d'Andrea Bonomi, indiqua dans un communiqué publié le 26 mai 2014 qu'un fonds lié à son groupe envisagerait de déposer une OPA sous réserve de *due diligences* satisfaisantes. L'AMF lui accorda jusqu'au 30 juin 18h pour déposer une contre-OPA sur le Club Méditerranée. À compter du 2 juin 2014, Club Méditerranée donna accès à Investindustrial Development, dans le cadre d'une procédure de « data room », aux mêmes informations, mises à jour, concernant Club Méditerranée et ses filiales, que celles auxquelles Gaillon Invest avait eu accès pour préparer son offre¹⁷. Le 30 juin, la société Global Resorts, appartenant au groupe d'Andrea Bonomi et agissant de concert avec Strategic Holdings, lança sa contre-offre au prix de 21 euros par action, soit 22 % de plus que l'offre initiale de Gaillon Invest. Le 25 juillet, le conseil d'administration de Club Méditerranée déclara l'offre conforme aux intérêts des actionnaires, tout en émettant des réserves sur son intérêt pour l'entreprise¹⁸.

À la suite de la publication le 13 août 2014 de la décision de conformité de l'AMF relative à l'offre de Global Resorts, Gaillon Invest décida de renoncer à sa précédente offre par courrier en date du 14 août 2014.

Le 12 septembre, Gaillon Invest II et Fidelidade, contrôlée par Fosun, surenchérent en lançant une nouvelle offre à un prix de 22 euros par action. Selon les co-initiateurs, un nouvel accord d'investissement fut conclu le 12 septembre 2014 entre Fosun, Ardian, le Président et le Directeur général délégué, Gaillon Invest II et Holding Gaillon II ; ce dernier accord constituant une nouvelle action de concert entre l'ensemble des parties à ce nouvel accord¹⁹. Le conseil d'administration du Club recommanda, cette fois encore à l'unanimité, l'offre de Gaillon II. Celle-ci fit en revanche l'objet d'un avis négatif du comité d'entreprise²⁰.

Le 11 novembre 2014, Global Resorts surenchérit sans attendre la date limite fixée par l'AMF en proposant un prix de 23 euros par action²¹. Cette société se trouvait en tout état de

du 25 juin 2013 – les communiqués de presse de la société et du conseil d'administration de la société cités dans la présente chronique sont disponibles sur le site internet de la société.

9 D&I n°2013C0944 et D&I n°213C0950.

10 D&I n°213C1185 et D&I n°213C1285.

11 CA Paris, Pôle 1, Ch. 5, Ordonnance du 23 août 2013, n°RG : 2013/15186, 2013/15434, 2013/15440.

12 CA Paris, Pôle 5, Ch. 5-7, arrêt du 29 avril 2014, n°RG : 2013/15177, 2013/15437 et 2013/15.

13 D&I n°214C064.

14 Tribunal de commerce de Paris, Ordonnance de référé du 23 mai 2014, n°RG : 2014029401.

15 D&I n°214C0875.

16 CA Paris, Pôle 5, Ch. 7, Ordonnance du 4 juillet 2014 : Investindustrial a finalement retiré son recours, déposé le 2 juin devant la Cour d'appel de Paris, contestant la décision de l'AMF lui imposant de dévoiler ses intentions avant le 3 juillet 2014.

17 Communiqué de presse du conseil d'administration de Club Méditerranée du 25 juillet 2014.

18 Communiqué de presse du conseil d'administration de Club Méditerranée du 25 juillet 2014.

19 Gaillon Invest II est détenue indirectement à 100 % par Fosun et Fidelidade est contrôlée indirectement à 80 % par Fosun. Les co-initiateurs agissent de concert avec des cadres de la société et Ardian, qui détiendront respectivement, dans l'hypothèse d'une détention par Gaillon Invest II de 100 % du capital de Club Méditerranée, 3,7 % et 2,9 % du capital et des droits de vote de Holding Gaillon II, actionnaire unique de Gaillon Invest II, Projet de document complémentaire à la note d'information déposé le 9 janvier 2015 auprès de l'AMF, p. 12.

20 Communiqué de presse du conseil d'administration de Club Méditerranée du 6 octobre 2014.

21 Dans sa déclaration d'intention du 14 novembre 2011, Global Resorts indiqua que KKR s'était associé à l'opération en qualité d'investisseurs minoritaires dans sa société-mère. Global Resorts annonça avoir notamment l'intention, en cas de succès de son offre, de proposer la nomination en qualité d'administrateur et président du conseil d'administration de deux représentants de KKR, D&I n°214C2389.

cause dans une situation de relèvement automatique, puis qu'il avait acquis de nouvelles actions du Club au prix de 23 euros²².

En application de l'article 232-12 du règlement général de l'AMF²³ (ci-après le « **RGAMF** »), l'AMF accorda à Fosun jusqu'au 1^{er} décembre 18h pour lancer une éventuelle surenchère²⁴. Ce jour-là, Gaillon Invest II et Fidelidade agissant de concert proposèrent un prix de 23,50 euros par action. Toujours en application de l'article 232-12, l'AMF fixa au 17 décembre 18h le délai limite au terme duquel Global Resorts pourra déposer une surenchère²⁵. Le conseil d'administration du Club prit acte de cette décision de l'AMF et déclara qu'il ne rendrait un avis que sur l'ultime surenchère²⁶. Le 5 décembre, Global Resorts surenchérit en proposant 24 euros par action²⁷. Le 19 décembre, Gaillon Invest II surenchérit avec un prix de 24,60 euros par action²⁸. L'AMF fixa au 7 janvier 2015, le délai limite au terme duquel Global Resorts pourrait déposer une surenchère. Le 2 janvier 2015, Global Resorts fit connaître son intention de ne pas surenchérit et de retirer son offre. En conséquence, l'AMF annonça qu'elle examinerait dans les conditions habituelles la conformité du projet de surenchère déposé par Gaillon Invest II²⁹ et qu'elle fixerait le calendrier de l'offre publique³⁰. Le 15 janvier 2015, le conseil d'administration du Club déclara, à l'unanimité, la surenchère de Gaillon Invest II conforme aux intérêts du Club, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommanda aux actionnaires d'y apporter leurs titres. L'offre fit en revanche l'objet d'un avis défavorable du comité d'entreprise³¹.

*

L'affaire Club Méditerranée est l'occasion de rappeler que lors de la contestation de décisions prises par l'autorité de

marché en matière d'offre publique, le dossier du collège n'a pas à être remis aux contestataires³². Cette pratique a déjà été expressément consacrée par une jurisprudence récente³³, ce qui ne la rend pas moins critiquable³⁴.

Cette affaire est également la première occasion de l'application du dispositif de la loi dite Florange³⁵ relatif à la consultation des salariés. Cette nouvelle procédure est entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2014, les salariés n'ont donc été consultés qu'à la suite du dépôt de l'offre de Gaillon Invest II le 12 septembre 2014 puis de la surenchère déposée par Gaillon Invest II le 19 décembre 2014. Les deux avis du comité d'entreprise du Club, bien que défavorables et émis à l'issue d'auditions de l'initiateur ainsi qu'avec l'aide, pour le premier, de deux experts³⁶, furent rendus dans un délai de trois semaines³⁷ pour le premier et d'une semaine pour le second³⁸. Cette première expérience illustre la compatibilité du délai légal d'un mois³⁹ avec les contraintes imposées par la réalisation pratique de cette procédure. En effet, en dépit des inquiétudes exprimées par les salariés⁴⁰, le calendrier de l'offre n'a pas été allongé en l'absence de contestation judiciaire.⁴¹

Ces remarques préliminaires observées, nous analyserons la façon dont l'AMF a repris le contrôle sur le calendrier des offres publiques (1.). Nous examinerons ensuite le contrôle formel exercé sur le prix de l'offre à l'occasion de l'analyse du rapport d'expertise (2.). Enfin, nous évoquerons les préci-

- 22 Les accords d'acquisition conclus avec Tyrus Capital S.A.M. et Boussard & Gavaudan prévoyaient qu'en cas de surenchère de Global Resorts, ou d'offre concurrente ou de surenchère d'une tierce partie, ou en cas d'échec de ces offres et de la présente offre si ces titres étaient revendus dans les 12 mois, Global Resorts paierait aux fonds et/ou entités gérés par Tyrus Capital S.A.M. et aux fonds et/ou entités conseillés et/ou gérés par Boussard & Gavaudan la différence, par titre, entre le prix de cette surenchère ou de cette offre concurrente ou le prix de revente et 23 euros, ce paiement pouvant être remplacé, dans certaines circonstances, par une option d'achat sur les actions vendues à Global Resorts, Communiqué de presse de Global Resorts en date du 11 novembre 2014, publié sur le site internet de Global Resorts. Des accords du même type ont déjà été conclus à l'occasion d'autres offres publiques. Il est à noter que le Takeover Code interdit des accords qui permettent au vendeur de bénéficier d'un complément de prix en cas d'offre publique subséquente.
- 23 Article 232-12 du RGAMF : « Lorsque plus de dix semaines se sont écoulées depuis la publication de l'ouverture d'une offre, l'AMF, en vue d'accélérer la confrontation des offres dans le respect de leur alternance, peut fixer un délai limite pour le dépôt de chacune des surenchères successives.
- 24 L'AMF fait connaître sa décision et les modalités de sa mise en œuvre. Le délai limite, décompté à partir de la date de publication de la décision de l'AMF sur chaque surenchère, ne peut être inférieur à trois jours de négociation. »
- 25 D&I n°214C2381.
- 26 D&I n°214C2483.
- 27 Communiqué de presse de Club Méditerranée du 14 novembre 2014.
- 28 Communiqué de presse du conseil d'administration de Club Méditerranée du 5 décembre 2014.
- 29 D&I n°214C2674.
- 30 Tel que modifié par le projet de document complémentaire à la note d'information déposé le 9 janvier 2014, D&I n°215C0055.
- 31 D&I n°215C0007.
- 32 Avis motivé du conseil d'administration du 15 janvier 2015, disponible sur le site internet de Club Méditerranée.

- 32 B. Descours, En matière d'offre publique, pas de production du dossier de l'AMF en l'absence d'atteinte aux droits de la défense, note sous CA Paris p. 5, ch. 7, 17 février 2011, n°2011/00690, AMF c/Adam, Bull. Joly Bourse, 1^{er} juin 2011, n°6, § 181., p. 375.
- 33 Cass. com., 28 mai 2013, Hermès, arrêt n°552 selon lequel aucun texte ne prévoit la production devant la cour d'appel du dossier transmis par les services de l'AMF aux membres du collège afin de faciliter la délibération de cette instance.
- 34 D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas, RTDF n°2 – 2014, Chronique/Public M&A – Offres publiques.
- 35 Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.
- 36 En application de l'article L. 2323-22-1 du code du travail, un cabinet d'experts comptable et un cabinet de conseil ont chacun établi, le 2 et le 3 octobre 2014, un rapport pour le compte du comité d'entreprise.
- 37 L'avis sur le projet d'offre déposé le 12 septembre a été rendu par le comité d'entreprise le 6 octobre, Projet de note en réponse de Club Méditerranée déposé le 6 octobre, page 21.
- 38 L'avis sur le projet d'offre déposé le 19 décembre 2014, complété le 9 janvier 2015, a été rendu par le comité d'entreprise le 15 janvier 2015, Avis motivé du conseil d'administration du 15 janvier 2015, disponible sur le site internet de Club Méditerranée.
- 39 Article L. 2323-23, I, alinéa 2 du code du travail : « Le comité d'entreprise émet son avis dans un délai d'un mois à compter du dépôt du projet d'offre publique d'acquisition. »
- 40 Depuis le 6 octobre, la presse fait état des craintes des représentants des salariés sur les conséquences sociales de l'offre, voir pour exemple Club Med : « L'offre chinoise perd le soutien des salariés », Le Monde du 7 octobre 2014 ; « Club Méditerranée : vive inquiétude syndicale en France et à l'étranger », Les Echos du 17 octobre 2014 ; « OPA Club Med : les syndicats font part de leurs inquiétudes », L'Express du 17 octobre 2014, citant les extraits d'un communiqué commun des membres du Comité européen de dialogue social du Club Med et de délégués syndicaux : « Pour les syndicats, ce projet « présente des risques réels » notamment en raison d'un « trop grand focus sur la Chine » et d'un « manque de visibilité sur le plan d'affaires et des résultats attendus ». (...) Ils réclament à la direction « des engagements précis sur des clauses sociales garantissant l'emploi pour l'ensemble des salarié(e)s, ainsi que le maintien et le respect des accords en vigueur » ».
- 41 Article L. 2323-23 du code du travail : « II. Les membres élus du comité d'entreprise peuvent, s'ils estiment ne pas disposer d'éléments suffisants, saisir le président du tribunal de grande instance statuant en la forme des référés en dernier ressort (...). Toutefois, (...), le juge peut décider la prolongation du délai [d'un mois] prévu au deuxième alinéa du I (...). »

sions apportées par le juge des référés sur la distinction entre des engagements et de simples intentions d'apport à une offre (3.).

1. Le contrôle du délai des offres publiques

Lors de la présentation de son rapport annuel 2013, le Président de l'AMF déplorait la dérive des calendriers des offres publiques, transformant certaines opérations en « *soap opera* ». Cette dérive est de plus en plus critiquée, au point que le législateur s'en est récemment saisi⁴².

S'agissant de son déroulement, l'affaire Club Méditerranée est remarquable pour deux constats pourtant opposés. D'une part, elle est exceptionnelle dans sa durée : l'offre a duré plus de dix-huit mois après le dépôt du premier projet d'OPA visant le Club, elle est la plus longue que l'histoire du marché français ait jamais connue.

Pourtant à l'occasion de cette affaire, l'autorité de marché a montré qu'il convenait d'adapter, au cas par cas, les facultés dont elle disposait pour réduire la longueur du calendrier. À cet effet, l'AMF a utilisé d'une façon inédite le dispositif anti-rumeur (1.1.) et a employé pour la première fois la procédure d'accélération des surenchères (1.3.). Enfin, conformément à la pratique⁴³, l'AMF a prorogé le calendrier et reporté la date de clôture de l'offre en raison de l'existence de recours contre sa décision de conformité et le Président de la Cour d'appel de Paris a rejeté la demande de sursis à exécution (1.2.).

1.1. Une application inédite du dispositif « anti-rumeur »

Pour remédier à cet allongement des délais, l'AMF a la faculté d'intervenir en amont de l'offre grâce au dispositif dit « *anti-rumeurs* », régi par l'article 223-32 du RGAMF. Ce dispositif introduit en France en 2006 est issu de la réglementation britannique « *put up or shut up* ». L'article 223-32 qui s'en inspire est un article préventif mais n'en reste pas moins dissuasif pour le potentiel initiateur : dans le cas où ce dernier déclarerait ne pas avoir l'intention de lancer une offre, il s'interdirait ainsi d'en déposer une dans un délai de six mois à compter de sa déclaration⁴⁴. Le dispositif anti-rumeur avait été utilisé pour la première fois dans l'affaire Artémis/Suez dans laquelle l'AMF imposa à Artémis un délai de trois semaines pour déposer une offre ou déclarer qu'elle s'en abstenait⁴⁵.

Dans l'affaire Club Méditerranée, l'AMF exigea de la société Strategic Holdings qu'elle déclare ses intentions au plus tard le lundi 26 mai à 18h⁴⁶, soit trois jours plus tard. Le dirigeant de la société annonça qu'un fonds lié à son groupe envisageait de déposer un projet d'OPA. L'autorité accorda à Andrea Bonomi cinq semaines pour effectuer sa *due diligence* et engager les moyens nécessaires au lancement d'une éventuelle offre. Le 30 juin, Investindustrial Development déposa un projet d'offre à un prix de 21 euros par action.

L'article 223-32 permet à l'AMF d'exiger d'une personne qu'elle se déclare « *en particulier lorsque le marché des instruments financiers d'un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles* ». La notion de « *mouvements significatifs* » n'est pas définie⁴⁷, le ministre de l'Économie et des finances ayant préféré confier à l'AMF une appréciation souveraine des faits⁴⁸. Inversement, les règles anglaises sont sur ce point très précises⁴⁹. En réalité, des critères identiques à ceux définis par le Panel sont utilisés par l'AMF – à l'exception des précisions chiffrées sur le volume des variations. En l'espèce, le critère réglementaire selon lequel « *un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles* » était manifestement rempli. L'autorité révéla en outre l'existence « *d'interventions de la société Strategic Holdings Sàrl sur le marché des titres Club Méditerranée* », devenue en deux mois actionnaire à plus de 10 % du Club.

Le critère de la variation de cours ne constitue toutefois pas une condition *sine qua non*. En effet, l'AMF est en droit d'exiger une déclaration d'intention que s'il existe des « *motifs raisonnables de penser* » qu'une personne prépare une offre publique d'acquisition. L'AMF décida au regard de trois éléments constituant selon elle un faisceau d'indices suffisant : des interventions sur le titre de Club Méditerranée, une déclaration d'intention de Strategic Holdings suite au franchissement du seuil de 10 % du capital du Club selon laquelle la société n'avait pas l'intention de prendre le contrôle du Club et des déclarations reprises par la presse évoquant le dépôt éventuel d'un projet d'offre publique.

On peut s'interroger sur l'utilisation inédite de cet article alors qu'une offre était déjà en cours. Certains auteurs affirment que celui-ci n'est pas applicable lors de l'existence d'une

46 D&I n°214C0875.

47 Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Sénat, Séance du 20 octobre 2005 (compte rendu intégral des débats) : M. Thierry Breton, ministre. « *Le dispositif que nous vous proposons aujourd'hui permet de concilier assez simplement trois objectifs : la transparence, la cohérence et la souplesse. (...) Pour ce qui est de la souplesse, enfin, le règlement général de l'AMF définira les conditions pratiques de ce dispositif afin d'éviter d'entraver l'action des éventuels initiateurs et de prévenir toute manipulation. Il prévoira également les conditions dans lesquelles l'information est portée à l'attention du public* ».)

48 « *C'est à dessein que le projet de loi renvoie l'appréciation de ces notions à la jurisprudence de l'AMF, sous le contrôle du juge* », Y. Schmidt et M. Sallé, « Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs anti-OPA », Petites Affiches, 04 juin 2007 n°111, p. 3. citant JOAN, 2^e séance du 15 décembre 2005, p. 8460.

49 Le *Takeover Code, Notes on Rule 2.2*, donne une définition bien plus détaillée de l'« *untoward movement* », lequel est apprécié par le Panel au regard de critères définis – les variations de cours du marché et du secteur, l'information publique disponible sur la société, le volume d'actions échangées et le laps de temps au cours duquel ce mouvement est intervenu, et de critères chiffrés – variation de 10 % par rapport au cours le plus bas depuis l'approche de la cible par l'initiateur potentiel ou augmentation de 5 % sur une seule journée.

42 L'article 10 de la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière insère un nouvel alinéa à l'article L. 621-30 du code monétaire et financier disposant que « *Lorsque les recours mentionnés au premier alinéa du présent article visent une décision individuelle de l'Autorité des marchés financiers relative à une offre publique mentionnée aux sections 1 à 3 du chapitre III du titre III du livre IV, la juridiction saisie se prononce dans un délai de cinq mois à compter de la déclaration de recours.* »

42 Bien qu'une telle intervention soit louable, son utilité et la mise en œuvre de son dispositif sont loin d'être évident. Cf. Les Echos du 10 novembre 2014, « OPA : une occasion manquée » par D. Martin.

43 Modifiée par la suite à l'occasion de l'affaire Société de la Tour Eiffel (cf. *infra*).

44 RGAMF, art. 223-35, al. 1.

45 Y. Schmidt et M. Sallé, « Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs anti-OPA », Petites Affiches, 04 juin 2007 n°111, p. 3.

première offre⁵⁰. La règle anglaise « *put up or shut up* » est seulement conçue pour être utilisée en période pré-offre, rendant inapplicable le dispositif anti-rumeur dès qu'une offre ferme est annoncée.

L'autorité aurait pu demander à l'intéressé de préciser ses intentions sur le fondement de l'article 223-6 du RGAMF⁵¹, comme elle avait déjà pu le faire avant même l'introduction du dispositif de l'article 223-32 en présence de rumeurs d'offres⁵².

Elle aurait pu également faire usage des principes de transparence du marché pour inviter le dirigeant du groupe italien à s'expliquer sur ses intentions. L'AMF aurait pu aussi légitimement invoquer l'obligation de loyauté dans les transactions consistant à ne pas entraver le processus d'enchères⁵³ pour contraindre l'actionnaire à dévoiler ses véritables intentions, reprenant la pratique passée de l'autorité de marché⁵⁴ pour appréhender les comportements contraires à l'esprit de la réglementation boursière⁵⁵. Dans l'affaire Quadral, la Cour d'appel affirmait qu'un opérateur procédant à des achats sur le marché pendant une offre publique pouvait se voir soumis à l'obligation de déposer une offre concurrente sur le fondement des principes directeurs des offres publiques si ces achats « *visent des objectifs incompatibles avec ceux d'autres intervenants* »⁵⁶.

50 F. Martin Laprade et G. Giuliani, « La réforme des offres publiques d'acquisition », RDBF 2006, n°6, p. 55.

51 Article 223-6 alinéa 1 du RGAMF : « *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.* »

52 A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 5^e édition, § 796.

53 F. Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in *Les offres publiques d'achat*, Lexisnexis 2009, p. 467 et s ; M.-N. Dompé, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs », Dr. Sociétés novembre 2006, p. 5, n°17.

54 « *Madame Vanel (...) cherchait à rester au plus près de la réalité économique et financière, à laisser libre jeu aux initiatives des parties dès lors qu'elles ne lui paraissaient pas léser les droits des minoritaires. En un mot, sa préoccupation majeure me semblait être qu'une solution rapide soit trouvée par le marché lui-même et dans le respect des règles simples qui assurent son libre jeu et empêchent qu'il ne soit faussé au détriment des minoritaires* », G. Rameix, Préface, in *Les offres publiques d'achat*, Lexisnexis 2009, p. XVI.

55 Règlement général de l'AMF commenté sous la direction de D. Martin, Ed. Lexisnexis 2013, note 15) sous article 231-4 : « *Le rappel de la loyauté permet d'appréhender un large spectre de comportements pouvant paraître formellement licites mais impliquant une volonté de manœuvre de la part de leur auteur (...). À cet égard, l'exigence de loyauté est à rapprocher de celle de bonne foi qui ne figure plus aujourd'hui dans la réglementation boursière* » ; Par exemple, se fondant à l'époque sur le manquement au principe de bonne foi : CA Paris 18 mars 1988, *Schneider SA et autres c/ La télémécanique et autres*, JCP E 1988, II, 15248 ; ou condamnant la mauvaise foi des acquéreur : T. Com. Nîmes, 6 mars 1992, *Nestlé SA c/ Source Perrier*, Bull July 1992, p. 536, note Le Cannu ; Décision générale du 25 juillet 1978 de la COB relative aux offres publiques d'achat et d'échange : « *En premier lieu, les offres doivent être faites de bonne foi (...). Dès lors notamment que, pendant le déroulement d'une offre publique, un ou plusieurs opérateurs, qu'il s'agisse d'un tiers ou d'une personne appartenant au groupe défendeur ou lié avec lui, cherche soit à acquérir le contrôle de la société visée, soit à renforcer la position du groupe défendeur, il serait anormal qu'il réalise ces objectifs par des achats sur le marché. Le règlement général de la Compagnie des agents de change prévoyant la procédure de l'offre concurrente, c'est par ce moyen que, dans ces circonstances, doit s'exprimer une telle contestation* ».

56 CA Paris, 20 novembre 1991, *Sté Quadral c/ Finmeccanica et autres*, Bull. Joly, 1^{er} janvier 1992, n°1, p. 76., Commentaire par D. Martin, B. Kanovitch et F. Mazon, « Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au Règlement général de

1.2. L'application d'une jurisprudence traditionnelle sur la demande de sursis à exécution

Saisie à la fois d'une demande de sursis à exécution de la décision de conformité de l'AMF et de la décision de l'autorité fixant le calendrier de l'offre initiée par Gaillon Invest, le Président de la Cour d'appel confirma la jurisprudence classique selon laquelle la décision fixant le calendrier d'une offre publique n'est qu'une mesure d'application, ce qui rend irrecevable le recours formé contre elle⁵⁷.

S'agissant de l'examen de la demande de sursis à exécution de la décision de conformité présentée par CIAM et l'ADAM, l'AMF avait décidé de proroger la date de clôture de l'offre à une date de huit jours au moins après le prononcé de l'arrêt de la cour statuant au fond⁵⁸ et le Président de la Cour d'appel a « *donné acte* » à l'AMF de sa décision considérant que cet engagement rendait les demandes sans objet⁵⁹. Le Président releva que les actionnaires pourront choisir d'apporter leurs titres ou d'attendre le prononcé de la décision et que, puisqu'aucun transfert de titres n'aura lieu avant la décision au fond, il n'y aura pas de difficulté à mettre en œuvre les restitutions exigées en cas d'annulation de la décision de conformité.

1.3. L'utilisation inédite de la confrontation accélérée des surenchères

Selon l'article 232-12 du RGAMF, l'AMF a la faculté d'accélérer la confrontation des offres publiques successives. Ainsi, lorsque plus de dix semaines se sont écoulées depuis l'ouverture d'une offre publique, l'AMF peut fixer un délai limite pour le dépôt de chacune des surenchères.

Le dispositif n'avait jamais été utilisé depuis sa création jusqu'au 13 novembre dernier, date à laquelle l'AMF accorda à Global Resorts jusqu'au 1^{er} décembre pour lancer une éventuelle surenchère à l'offre de Strategic Holdings. Quelques jours plus tard, Gaillon Invest II et Fidelidate augmentèrent le prix de leur offre à 23,50 euros par action. L'AMF laissa à

l'AMF », RTDF n°3 – 2009, Chronique/Public M&A, p. 94-95 citant plusieurs extraits du Rapport de la COB au Président de la République sur l'année 1979 dans lequel l'autorité faisait état de son contrôle des comportements adoptés par les acteurs de marché à l'occasion de plusieurs opérations afin d'éviter des acquisitions de titres en violation de ces principes.

57 CA Paris, Ordonnance du 4 juillet 2006, n° 2006/01138, Hyparlo : « *cette décision, simple mesure d'exécution des décisions par lesquelles l'AMF a prononcé la recevabilité de l'offre et apposé son visa sur la note d'information relative à l'offre, ne fait pas grief au requérant* » ; Cass. com., 21 juin 2011, n° 09-16.652, F-P+B, *Kemlin c/ Président de l'AMF* ; Commentaire par S. Torck, La question du recours contre la décision de l'AMF fixant le calendrier de l'offre publique devant la Cour de cassation, *Droit des sociétés* 2011, n° 11, comm., 199, page 31 ; B. Descours, Note sous CA Paris, 16 juin 2009, *Léon de Bruxelles*, n°RG : 2009/02354, BJB 1 septembre 2009 n° 5, page 370 : « *La jurisprudence a parfois été plus précise en indiquant, comme dans l'arrêt Mines de Kali notamment, que prise indépendamment de la décision de recevabilité, la décision de calendrier avait pour seul objet de prendre acte de la publication du document d'information du public, condition de l'ouverture de l'offre, et de fixer ainsi le calendrier de cette offre, de sorte qu'elle ne pouvait en elle-même générer un préjudice* ».

58 A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 5^e édition, § 233 : « *qui observe que « l'autorité, en cas de recours contre l'une de ses décisions, spécialement la déclaration de conformité d'une offre, s'engage spontanément à reporter l'ouverture de l'offre publique litigieuse » et § 1817 : « en pratique, l'autorité de marché diffère spontanément le prononcé de la date de clôture de l'offre »*.

59 AMF, Rapport annuel 2012, page 105 : l'AMF relève que cette pratique de « *donner acte* » date de plus de 20 ans.

nouveau à Global Resorts jusqu'au 17 décembre pour déposer une surenchère. Le 5 décembre, Global Resorts surenchérit à un prix de 24 euros par action et Fosun à un prix de 24,60 euros le 19 décembre. L'efficacité de ce texte est illustrée par l'accélération manifeste du calendrier des offres. Son utilisation inédite se justifie particulièrement par la longueur de l'affaire Club Méditerranée. Il n'interdit pourtant pas le dépôt de nouvelles surenchères par un tiers.

L'article 232-13 du RGAMF⁶⁰ est plus radical en ce qu'il a pour objet de faire clore définitivement le calendrier. Ce texte autorise l'AMF à fixer une date à laquelle chacun des initiateurs pourra déposer une éventuelle ultime surenchère et à arrêter une date de clôture définitive des offres après laquelle aucune surenchère ne pourra être déposée. L'AMF n'a encore jamais fait application de ce dispositif de « dernière enchère ». La presse s'est faite l'écho de critiques arguant que le dispositif n'aurait pas été utilisé en raison des inconnus entourant cette procédure⁶¹. L'argument ne nous semble pas convainquant, puisque si, à l'instar du dispositif relatif à l'accélération des surenchères, le texte n'encadre pas précisément le régime d'application du dispositif de « dernière enchère », il permet à l'AMF de déterminer ces modalités dans sa décision et en particulier le délai dans lequel les surenchères devront être déposées. Quant à la question de savoir si l'offre la mieux-disante l'emporterait, elle ne risque de se poser que dans le cas de figure particulier dans lequel l'AMF ne parviendrait pas à déterminer laquelle des offres emporte une amélioration significative des conditions proposées aux porteurs des titres visés, conformément à l'article 232-7 alinéa 2 du RGAMF applicable⁶² et à sa pratique. Cette hypothèse pourrait apparaître en présence d'une offre réalisée par voie d'échange et d'une offre en numéraire ou d'offres réalisées à des conditions suffisamment différentes pour rendre la comparaison délicate. Dans cette hypothèse, l'AMF pourrait alors, selon nous, décider de laisser les actionnaires trancher en arrêtant un calendrier commun aux deux offres.

2. Le contrôle formel du rapport de l'expert indépendant

Depuis la transposition de la Directive OPA⁶³, l'AMF n'est plus censée contrôler le prix qu'en présence d'offres publiques obligatoires, d'offres publiques simplifiées, de retraits

obligatoires et de surenchères⁶⁴. Dans le cas d'une offre volontaire suivant la procédure normale, l'initiateur est libre de fixer son prix, la réglementation ne lui imposant aucune contrainte⁶⁵.

Toutefois, la note d'information doit permettre d'examiner le prix proposé « en fonction de critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres »⁶⁶. Si l'AMF apprécie la clarté et la cohérence de l'information délivrée à ce sujet, elle ne s'immisce pas dans le choix des critères de détermination du prix retenus⁶⁷.

L'article 261-1, I., 2° du RGAMF ajoute que lorsque les dirigeants de la société visée ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance, la société visée par l'offre doit désigner un expert indépendant⁶⁸.

Cet arrêt permet de préciser les conditions dans lesquelles l'évaluation est menée par un expert indépendant (2.1). Il illustre également le contrôle effectué par l'autorité et la Cour d'appel sur l'évaluation elle-même (2.2).

En outre, l'AMF doit apprécier le prix au regard des principes définis par l'article 231-3 du RGAMF. Il résulte de cet arrêt que la Cour comme l'AMF exercent ce contrôle avec pragmatisme (2.3).

2.1. L'indépendance de l'expert : une appréciation opportune

Les circonstances de l'espèce exigeaient la nomination de l'expert indépendant, conformément à l'article 261-1, I., 2° du RGAMF, puisque l'initiateur résulte d'un concert constitué entre deux actionnaires et deux des principaux dirigeants de la société. Cette expertise indépendante est règlementée par le Titre VI du Livre II du règlement général et la doctrine de l'AMF.

60 Article 232-13 du RGAMF : « Lorsque plus de dix semaines se sont écoulées depuis l'ouverture d'une offre, l'AMF, en vue d'accélérer l'issue des offres en présence, peut décider de recourir à un dispositif de dernière enchère.
Elle fixe la date à laquelle chacun des initiateurs devra lui faire connaître le maintien de son offre aux mêmes conditions ou le dépôt d'une ultime surenchère.
S'il y a lieu, l'AMF se prononce sur la conformité de la ou des surenchères déposées. Elle arrête la date de clôture définitive des offres.
Par exception aux dispositions de l'article 232-6, aucune surenchère ne peut alors être déposée sauf si une offre publique concurrente vient à être déposée, déclarée conforme et ouverte ».

61 Focus M&A - Club Méditerranée : les leçons d'une OPA historique, Option finance n°1300 - 12 janvier 2015.

62 Article 232-7 alinéa 2 du RGAMF : « Dans tous les autres cas, l'AMF déclare conforme le projet d'offre concurrente ou de surenchère si celui-ci, apprécié dans les conditions définies aux articles 231-21 et 231-22, emporte une amélioration significative des conditions proposées aux porteurs des titres visés. »

63 Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

64 A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, 5^e édition, § 941.

65 AMF, décision du 30 novembre 2010, n°210C1225, offre Seloger.com : en réponse à la critique des minoritaires invoquant un prix trop faible dans l'offre Seloger.com, l'AMF répondit dans sa décision de conformité « qu'en définitive, s'agissant d'une offre volontaire ressortissant de la procédure normale, le prix d'une telle offre est librement fixé par l'initiateur ».

66 Article 231-18, 2° du RGAMF.

67 Illustrations : AMF, Décision du 28 mai, n°213C0597 : l'AMF observe que « les conditions financières de l'offre avaient été établies sur la base d'une évaluation multicritères menées par le conseil financier de l'initiateur, revue par les banques présentatrices d'une part, ainsi que par l'expert indépendant d'autre part, effectuée en fonction de critères d'évaluation objectifs usuellement retenus comme tenant compte des caractéristiques de la société » ; B. Descours, note sous CA Paris, 16 juin 2009, Léon de Bruxelles, n° RG : 2009/02354, BJB 1 septembre 2009 n° 5, page 370 : « Elle procède alors à une analyse rapide, que l'on pourrait qualifier de cohérente, de l'ensemble des critères retenus par l'initiateur, qu'elle cite mais sans les analyser individuellement. »

68 Article 261-1 du RGAMF : « I. La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.
Il en est ainsi notamment dans les cas suivants : (...) 2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ; ».

Quelques jours après la décision de l'AMF déclarant le projet d'offre publique conforme, CIAM et l'ADAM formèrent un recours contre ladite décision et demandèrent à ce qu'il y soit ordonné sursis à exécution.

L'ADAM affirmait en premier lieu que le comité *ad hoc* constitué par le conseil d'administration de Club Méditerranée pour assurer la désignation et le suivi de la mission de l'expert incluait des administrateurs non indépendants. Or, si le RGAMF ne prévoit pas expressément qu'un tel comité doit être créé, une Recommandation de l'AMF⁶⁹ suggère qu'un comité indépendant soit mis en place pour assurer la supervision de l'expert. En l'espèce, les 28 et 29 mai 2013, le conseil d'administration du Club avait désigné un comité *ad hoc* présidé par le Président du comité d'audit, la Présidente du comité des nominations et des rémunérations, le représentant de la Caisse de dépôt et de gestion du Maroc (« CMVT ») et un administrateur indépendant pour procéder à la sélection de l'expert et assurer le suivi de sa mission⁷⁰. Il n'est pas contesté que les quatre administrateurs intéressés à l'offre – dont le Président du Club et le dirigeant de Fosun – n'avaient pas participé au processus de sélection de l'expert indépendant⁷¹. En revanche, l'ADAM affirmait que le Président du comité d'audit, la CMVT et l'administrateur indépendant concerné n'étaient pas indépendants. La Cour releva que l'ADAM ne démontrait en rien le manque d'indépendance allégué. Elle précisa que le Président du comité d'audit avait cessé d'exercer les fonctions de Président d'une des banques présentatrices de l'offre depuis plus de trois ans et qu'aucun accord n'avait été conclu avec la CMVT en précisant que celle-ci n'avait fait savoir qu'elle apporterait ses titres à l'offre qu'après que l'expert ait remis son rapport.

L'ADAM invoquait également l'absence de mention d'une lettre de mission. Si la publication d'une lettre de mission est préconisée par ladite Recommandation, la Cour a toutefois considéré qu'elle n'était pas obligatoire dès lors que l'étendue et les termes exacts de la mission de l'expert figurent clairement dans la documentation publique, ce qui était le cas en l'espèce.

En troisième lieu, l'ADAM et CIAM invoquaient au soutien de leurs recours que l'expert était en situation de conflits d'intérêts. Ni le code monétaire et financier ni le RGAMF ne définissent les situations dans lesquelles un expert est en situation de conflit d'intérêts⁷². Selon une Instruction de l'AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, l'expert peut être considéré comme étant en conflit d'intérêts lorsqu'il a conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation. En l'espèce, l'expert étant intervenu préalablement pour le compte de l'initiateur de l'offre publique et d'une banque présentatrice, il ne répondait pas à la définition d'expert

« indépendant » selon l'Instruction 2006-08. La Cour rappela la « *pratique décisionnelle constante* » de l'AMF consistant à ne pas mettre en doute l'indépendance d'experts qui portent à la connaissance du public des situations potentielles de conflit d'intérêts et les réfutent en apportant des précisions sur le montant des honoraires perçus en pourcentage du chiffre d'affaires⁷³. Cette pratique est conforme à la lettre de l'article 261-4 alinéa 2 du RGAMF qui prévoit que, lorsqu'il existe une situation créant un risque de conflit d'intérêts mais dont l'expert estime qu'elle n'est pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement, il suffit qu'il le mentionne et le justifie dans sa déclaration, ce que l'expert avait fait en l'espèce en précisant que le montant de ses honoraires était marginal relativement à son chiffre d'affaires sur les 18 derniers mois⁷⁴.

Enfin, l'ADAM reprochait à l'expert de ne pas adhérer à une association professionnelle agréée par l'AMF. Bien que cela soit recommandé⁷⁵, cette adhésion n'est pas requise pour que l'expert bénéficie d'une présomption d'indépendance. L'AMF exige seulement la mention d'une adhésion à une telle association « *le cas échéant* »⁷⁶. La cour relève alors que l'expert s'est dispensé d'adhérer à une association en raison de son expérience professionnelle reconnue, ce que l'ADAM ne dément pas.

2.2. La validité du rapport de l'expert : un contrôle essentiellement formel de la méthode d'évaluation choisie

Dans le contexte d'une offre publique volontaire, l'AMF ne doit s'assurer que de la cohérence des éléments d'évaluation, c'est-à-dire vérifier que le prix résulte d'une analyse multicritères soumise à l'examen d'un expert indépendant. Cet arrêt confirme la jurisprudence constante selon laquelle tant que l'expert, qui a une liberté de choix dans les méthodes d'évaluation, justifie valablement son raisonnement, les critiques concernant le choix d'une méthode plutôt qu'une autre sont rejetées.

En effet en l'espèce, la Cour n'apprécia pas les méthodes d'évaluation retenues, mais releva à de multiples reprises les passages du rapport de l'expert où il expliquait ses choix pour démontrer que dès lors que l'expert se justifiait, son rapport était conforme à la réglementation en vigueur. La Cour rappela que « *la teneur du rapport suffit à établir que l'expert indépendant a expliqué de manière précise et a pleinement justifié la mise à l'écart de certaines méthodes ou, à l'opposé, les raisons qui l'ont finalement conduit à retenir d'autres méthodes, en justifiant alors les critères d'évaluation qui s'imposaient* ».

69 AMF, Recommandation n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

70 Allant donc au-delà de ce que recommande l'AMF et conformément à ce que le préconise P. Quiry et Y. Le Fur : dans la lettre Vernimmen.net de novembre 2014, il est proposé de renforcer la recommandation de l'AMF en demandant que le comité *ad hoc* propose au conseil le nom de l'expert indépendant et ne soit donc pas uniquement en charge du suivi de sa mission, Lettre Vernimmen.net n°127, Comment redonner à l'expertise indépendante ses lettres de noblesse, Première proposition, p. 3.

71 Communiqué de presse du conseil d'administration de Club Méditerranée du 25 juin 2013 relatif à la composition du comité.

72 L'article 261-4 alinéa 1 du RGAMF indique seulement qu'une instruction précise ces cas.

73 Dans son Rapport annuel 2011, page 111, l'AMF indique qu'il suffit que l'expert indique que « *les montants en jeu étaient non significatifs en comparaison de l'ensemble des honoraires* » pour démontrer qu'il n'est pas, en l'espèce, en conflit d'intérêts.

74 AMF, Rapport annuel 2013, p. 102.

75 Groupe de travail présidé par J.-M. Naulot, 25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre d'opérations financières, in Revue mensuelle de l'AMF, n°13, avril 2005, p. 30 ; Certains proposent même de donner à l'AMF un droit d'agrément des experts indépendants, Lettre Vernimmen.net n°127, Comment redonner à l'expertise indépendante ses lettres de noblesse, Cinquième proposition, p. 6.

76 AMF, Instruction n°2006-08, Expertise indépendante, article 2, II., 4°.

2.3. Le principe d'égalité et la participation des mandataires sociaux

D'une part, l'AMF peut contrôler le prix sur le fondement du principe de l'égalité de traitement des actionnaires, prévu à l'article 231-3 du RGAMF et précisé à l'article 231-7, selon lequel l'initiateur de l'offre d'offrir un prix identique à tous. Il s'applique au prix principal mais également aux compléments que l'initiateur pourrait s'être engagé à verser⁷⁷. L'AMF ne manque pas de contrôler cette obligation d'unicité de prix, notamment en vérifiant que certains actionnaires ou dirigeants ne bénéficient pas d'avantages futurs constituant un complément de prix⁷⁸.

Comme elle l'avait déjà fait auparavant, la pratique consistant à permettre aux dirigeants actionnaires de la cible de prendre des participations dans le véhicule d'acquisition (la *holding* constituée à cet effet) ne méconnaît pas le principe d'égalité entre actionnaires. Ce type d'opération avait déjà été approuvé par le Conseil des marchés financiers puis par l'AMF à la double condition que les accords conclus avec les dirigeants ne leur garantissent pas une sortie garantie à un prix plancher qui serait supérieur au prix de l'offre publique et de retrait et que ces accords laissent subsister un aléa sur le prix de sortie⁷⁹. C'est exactement l'analyse de la Cour qui a relevé que le contrat d'investissement ne constituait pas un complément de prix dès lors que les caractéristiques matérialisent un aléa certain et un risque opérationnel important sur la totalité de l'investissement. L'arrêt précise que ce « *management package* » ne porte pas atteinte à l'égalité de traitement des actionnaires, car il s'adresse aux dirigeants et cadres uniquement en raison de leurs fonctions au sein de la société. Elle rappelle qu'il s'agit d'une situation fréquente⁸⁰.

La Cour d'appel affirma que celui-ci ne portait pas atteinte à l'égalité des actionnaires, l'investissement étant « *entièrement décorrélé de leur qualité d'actionnaire actuel ou d'actionnaire potentiel* », en précisant pour l'actionnaire dirigeant que si ce dernier n'était pas pris en sa qualité d'actionnaire, c'est parce qu'il s'agissait d'une « *proportion de son investissement assez marginale* » (l'apport en nature réalisé par le Président de la société visée ne concernait qu'« *un petit nombre d'actions (700)* »).

Enfin, l'ADAM faisait valoir que le Président et le Directeur général délégué du Club agissaient de concert avec l'initiateur et qu'ainsi ils étaient juge et partie. Le conseil d'administration du Club fut également critiqué par la presse en raison de l'écart entre le dernier prix offert par Gaillon Invest II et celui

de 17,50 euros proposé lors de l'offre qui avait pourtant bénéficié d'une recommandation du conseil d'administration du Club⁸¹.

La Cour rappela que le simple fait que les mandataires sociaux aient participé à l'offre ne suffisait pas à caractériser une violation du libre jeu des offres et des surenchères, ce d'autant plus qu'aucun texte ne le leur interdit⁸². La Cour rappela que les dirigeants peuvent agir de concert « *dans la limite des devoirs attachés à leur qualité de mandataires sociaux* »⁸³.

3. Des précisions sur la distinction entre un engagement d'apport et de simples intentions d'apport

Parallèlement au contentieux relatif à la décision de conformité, l'affaire Club Méditerranée a été l'occasion de faire préciser par le juge des référés du Tribunal de commerce de Paris⁸⁴, statuant sous la forme collégiale en la forme des référés, la distinction entre des engagements et de simples intentions d'apport.

Gaillon Invest faisait valoir qu'Edizione, détenant 2,2 % du capital du Club Méditerranée, s'était « engagé » à apporter ses titres Océanes du Club Méditerranée à l'OPA. La demande était appuyée sur trois courriels du 24 et 26 juin 2014, signés avec la mention « *Pour ordre de Edizione Holding* », indiquant qu'Edizione confirmait « *sa décision d'apporter les 708 000 actions et 107 546 océanes Club Méditerranée détenues par Edizione à l'Offre publique initiée par Gaillon Invest* ». Rejetant l'argument selon lequel cela constituerait un engagement d'apport s'apparentant à une « *obligation de faire* »⁸⁵, Edizione soutenait qu'il s'agissait d'une simple intention d'apport.

Le Tribunal utilisa la méthode du faisceau d'indices pour apprécier si l'engagement allégué par le demandeur constituait une simple intention ou un véritable engagement d'apport.

Le premier indice mis en lumière par le Tribunal est celui de la qualification par l'actionnaire de son engagement. Il releva ainsi qu'Edizione « *n'a jamais qualifié sa position de décision irrévocable* ». Par ailleurs, il souligna qu'aucun élément ne permettait de démontrer que l'actionnaire « *a déclaré renoncer* » à faire application des dispositions de l'article 232-2 du RGAMF⁸⁶.

Le Tribunal s'attacha également à la présentation faite au public, relative à cet engagement ou intention. Il releva que la

77 Règlement général de l'AMF commenté sous la direction de D. Martin, Ed. Lexisnexis 2013, note 10) sous article 231-3.

78 A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 5^e édition, § 944-945.

79 AMF, décision du 23 juillet 2013, n°213C1052, Theolia ; B. Descours, note sous CA Paris, 16 juin 2009, Léon de Bruxelles, n°RG : 2009/02354, BJB 1 septembre 2009 n° 5, page 370 citant décision du CMF n° 203C1118, 24 juill. 2003, AES Laboratoire Groupe, décision du CMF n° 203C1185, 4 août 2003, Grandvision, décisions de l'AMF n° 207C0334, 20 févr. 2007, Sasa Industrie ; n° 207C0760, 27 avr. 2007, Provimi ; n° 207C1577, 26 juill. 2007, Fininfo ; n° 207C1808, 9 août 2007, AltI ; n° 207C2132, 20 sept. 2007, Le Petit Forestier.

80 L'AMF avait déjà expliqué que cette pratique fréquente trouvait sa légitimité « *dans la nécessité pour le repreneur de s'assurer de la coopération des dirigeants fondateurs d'une société acquise, en les associant au développement du nouvel ensemble* », AMF, Rapport annuel 2005, page 108.

81 Financial Times, Club Med : Happy hour, December 19, 2014 : « *Every increase is an embarrassment to the Club Med board, which recommended a €17.5 offer from Fosun last year.* »

82 Cela confirme la pratique existante selon laquelle des dirigeants actionnaires agissent de concert avec d'autres actionnaires pour déposer une offre sur les titres de la société qu'ils dirigent. Par exemple, dans l'offre publique d'Eden sur les titres d'Orège, l'initiateur agissait notamment de concert avec le Président du Directoire de la société visée (D&I n°214C0101).

83 CA Paris, arrêt du 29 avril 2014, n°RG : 2013/15177, 2013/15437 et 2013/15, page 25.

84 Ordonnance de référé du 23 mai 2014, Tribunal de Commerce de Paris, RG n°2014029401.

85 Ordonnance de référé du 23 mai 2014, Tribunal de Commerce de Paris, RG n°2014029401.

86 Article 232-2, alinéa 4 du RGAMF : « *Les ordres des personnes qui dési-*

note d'information mentionnait l'engagement dans une rubrique relative aux « intentions exprimées d'apport à l'offre » et non aux engagements d'apport.

Enfin, le Tribunal observa les circonstances de son émission. En l'espèce, rien ne permettait de démontrer que l'initiateur avait lié le relèvement de son prix en contrepartie d'un engagement irrévocable de l'actionnaire.

Le Tribunal releva enfin que le fait qu'Edizione n'avait « jamais renoncé à faire application des dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers selon lequel les ordres pourront être révoqués à tout moment et jusqu'au jour de clôture de l'offre ». Il est vrai que cette absence de renonciation peut constituer un indice complémentaire de ce que l'actionnaire ne se serait pas engagé de façon irrévocable. Il ne peut toutefois constituer une condition *sine qua non* de l'irrévocabilité de l'engagement ; une clause suffisamment claire et ferme se suffirait, l'ordre d'apport n'étant qu'une mesure d'exécution de l'engagement.

II. L'affaire Société de la Tour Eiffel⁸⁷

Alors que la société Mutuelle d'assurance du bâtiment et des travaux publics (ci-après la « **SMABTP** ») était partie à un litige en tant qu'actionnaire minoritaire dans le cadre de l'affaire Icade/Silic, la société d'assurance fit l'objet d'un nouveau contentieux, cette fois en tant qu'initiateur, dans l'affaire Société de la Tour Eiffel.

Pour rappel, des recours en annulation avaient été formés par la SMA Vie BTP et l'ADAM à l'encontre de la décision de conformité de l'AMF relative à l'offre publique d'Icade sur Silic. Le 27 juin 2013, la Cour d'appel de Paris avait rejeté l'ensemble des recours formulés à l'encontre de la décision de conformité. La Cour confirmait ainsi la validité et la régularité de cette opération, jugée par ailleurs conforme à l'intérêt de la société par le conseil d'administration de Silic. Cette affaire, objet de notre précédente chronique⁸⁸, a connu un récent développement avec la publication d'un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation approuvant l'arrêt commenté et rejetant le pourvoi de la SMABTP⁸⁹.

À l'inverse, dans l'affaire de la Société de la Tour Eiffel, la SMABTP l'emporta face à l'actionnaire principal de la société visée par leurs offres.

Les fondateurs de la Société de la Tour Eiffel (ci-après la « **STE** ») cédèrent 8,7 % de leur participation à Chuc Hoang en avril 2013 au prix de 46,80 euros par action. Au 15 octobre 2013, la STE était détenue à 23 % par celui-ci, *via* sa société Maison d'Investissement 29 (ci-après « **MI 29** »). Au cours du mois d'octobre, la presse fit état d'un contentieux important entre l'actionnaire principal et les dirigeants et fondateurs de la société, à qui il reprochait de bénéficier d'une rémunération et d'avantages excessifs au regard de la taille de la société, ses pertes et en comparaison de ceux perçus dans le même secteur d'activité.

rent présenter leurs titres en réponse à l'offre ne peuvent être révoqués que jusque et y compris le jour de clôture de l'offre. »

87 Le cabinet Bredin Prat a été conseil de MI 29/Eurobail lors de cette opération mais n'était pas en charge des aspects contentieux.

88 D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas, Chronique, Public M&A – Offres publiques, RTDF n°2 – 2014.

89 Cass. com., 25 novembre 2014, n° de pourvoi : 13-21.715, Rejet.

MI 29 saisit le Tribunal de commerce aux fins de nomination d'un administrateur *ad hoc* et déposa une plainte auprès du Procureur de la République pour abus de pouvoirs, abus de biens sociaux, recel et complicité. Le 30 octobre 2013, l'actionnaire principal portait sa détention à 25,54 % du capital et demandait au Tribunal de commerce de Paris la convocation d'une assemblée générale afin de soumettre aux actionnaires une demande de révocation du conseil d'administration. Les demandes de MI 29 furent déboutées en référé⁹⁰, le Tribunal jugeant « non fondée » la demande de désignation d'un mandataire pour convoquer l'assemblée générale.

Tandis que la STE était détenue à 29 % par Chuc Hoang, en son nom propre ou *via* ses sociétés MI 29, Eurobail et Foncière Wilson, la mutuelle d'assurance SMABTP déposa une offre publique sur les actions de la société le 29 janvier 2014 au prix de 48 euros par titre assortie d'un seuil de renonciation à 51 % du capital⁹¹. Le conseil d'administration de STE jugea l'offre conforme à l'intérêt de la société, en dépit de la faiblesse du prix qui ne représenterait pas selon lui la valeur intrinsèque des titres⁹².

L'AMF déclara conforme le projet d'OPA le 4 mars⁹³. L'actionnaire principal exerça un recours contre la décision de conformité. Le Président de la Cour d'appel saisi en la forme des référés rejeta la demande de sursis⁹⁴.

Le 11 avril 2014, l'AMF déclara que l'OPA s'achèverait le 23 mai⁹⁵. Le 16, la SMABTP déposa une nouvelle offre à un prix de 53 euros et abaissa son seuil de renonciation de 40 %⁹⁶. Celle-ci fut déclarée conforme par l'AMF⁹⁷ et par le conseil d'administration, qui indiqua qu'il apporterait les 1,2 % des titres auto-détenus par STE⁹⁸. Les administrateurs précisèrent également qu'ils apporteraient la totalité de leurs titres et non plus seulement 51 %.

Interrogé par la presse, l'actionnaire principal Chuc Hoang précisa le 5 mai qu'il n'apporterait pas ses actions représentant 29,5 % du capital de STE⁹⁹. Celui-ci forma un nouveau recours assorti d'une demande de suspension de la décision de conformité de l'AMF portant sur la surenchère de la SMABTP le 9 et le 12 mai¹⁰⁰. La demande fut de nouveau rejetée¹⁰¹.

90 Tribunal de commerce de Paris, Ordonnance du 15 novembre 2013, RG n°2013064691.

91 D&I n°214C0170 et D&I n°214C0283.

92 Communiqué de presse de STE du 20 février 2014.

93 AMF, décision du 4 mars 2014 n°214C0339 : recevabilité de l'offre publique volontaire de la SMABTP sur la Société de la Tour Eiffel.

94 CA Paris, Pôle 5, Ch. 7 ; Ordonnance du 10 avril 2014 ; n°RG : 14/05670 : recours aux fins d'annulation de la décision de conformité et demande de sursis à exécution de la décision par des actionnaires (sociétés Maison d'Investissement MI 29, S.A., Eurobail, S.A., Foncière Wilson, S.A.R.L. et Monsieur Chuc Hoang), Rejet.

95 D&I n°214C0555.

96 D&I n°214C0580.

97 D&I n°214C0664.

98 Communiqué du conseil d'administration de STE du 22 avril 2014.

99 L'Agéfi, 5 mai 2014, p. 11, par B. de Roulhac.

100 D&I n°214C0782.

101 CA Paris, Pôle 5, Ch. 7, Ordonnance du 11 juin 2014, n°RG : 2014/09716 : rejet de la demande de sursis à exécution de la déclaration de conformité relative à l'offre de surenchère déposée par le même initiateur que l'offre initiale.

Le 4 juin, Chuc Hoang fit l'acquisition hors marché d'un bloc représentant 0,77 % du capital au prix de 55 euros. Le contrat de cession concerné prévoyait (i) qu'en cas d'échec de l'offre et si l'initiateur apportait tout ou partie des actions cédées à une offre concurrente, l'initiateur verserait au cédant la différence entre le prix de l'offre concurrente par action et le prix de 55 euros par action, multiplié par le nombre d'actions cédées apportées et (ii) qu'en cas de réalisation de son offre à la suite d'une surenchère, l'initiateur verserait au cédant la différence entre le prix par action finalement payé et 55 euros, multiplié par le nombre d'actions cédées¹⁰². On rappellera que la validité de l'engagement lui-même, du fait de la clause indemnitaire qu'il prévoit, pourrait être remise en cause au regard du principe du libre jeu des offres et des surenchères. C'est en effet ce qu'a décidé la Cour d'appel de Versailles dans l'affaire dite Partouche¹⁰³, appliquant les critères définis par les arrêts OCP¹⁰⁴ et Sucreries du Chalon¹⁰⁵. Les juges avaient alors examiné, pour déterminer la conformité des engagements pris par les actionnaires fondateurs au regard du principe de libre jeu des offres et des surenchères, si les accords conclus entre Accor Casinos et les actionnaires fondateurs conféraient à Accor Casinos « (...) un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique en faussant le jeu des offres et des surenchères (...) »¹⁰⁶. La libre compétition exclut en effet tout avantage procuré à un compétiteur dont l'objectif serait de rendre impossible en fait la réalisation d'une surenchère¹⁰⁷. Ce principe n'interdit toutefois pas ce type de clause¹⁰⁸, il implique seulement d'apprécier si l'avantage en question est susceptible de faire obstacle au libre jeu des surenchères en ce qu'il assure la réussite de son offre¹⁰⁹.

Désormais détenteur de 30,31 % du capital, l'actionnaire déposa une offre obligatoire à un prix de 55 euros par actions

102 D&I n°214C0984.

103 CA Versailles, 21 décembre 2006, RG n°04/03648, Accord Casinos c/Der Krikorian (ou Partouche).

104 CA Paris, 27 avril 1993, Mutuelles du Mans c/OCP, Rev. Sociétés 1993, p. 605, obs. D. Martin et D. Bompoin.

105 Dans un arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 27 octobre 1993, les promesses de cessions concernées, bien qu'accordées de façon irrévocable, n'avaient pas été jugées caduques dans la mesure où la Cour a estimé qu'elles ne rendaient pas impossible une prise de contrôle par une surenchère, CA Paris Sucrerie-raffinerie de Chalon sur Saône (ou Balland) du 27 octobre 1993, RDBF, 1993, p. 261.

106 Commentaire de l'affaire par D. Martin, B. Kanovitch, B.-O. Becker et autres, RTDF n°4 – 2007, Chronique/Public M&A, p. 101.

107 F. Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexisnexis 2009, § 1026.

108 Une clause d'indemnité similaire à celle stipulée dans le contrat de cession conclu par Chuc Hoang a par exemple été publiée dans la note d'information relative à l'OPA initiée par Honeywell visant les actions de Sperian à l'occasion de la cession à l'initiateur d'un bloc représentant 28,3 % du capital, p. 9-10, Commentaire de l'opération par D. Martin, B. Kanovitch et G. Giuliani, RTDF n°1 – 2011, Chronique/Public M&A, p. 108.

109 L'appréciation de l'avantage est casuistique ; elle « ne se réduit pas à une simple équation mathématique », F. Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexisnexis 2009, § 1027 ; « C'est en effet au regard non des pourcentages mais au regard du pouvoir disputé qu'il convient d'apprécier l'éventualité d'une atteinte au principe », M.-A. Frison-Roche, « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché », Bull. Joly Bourse, novembre 1993, n°6, p. 72 ; « Pour respecter ce principe, ces clauses doivent soit porter sur un bloc non déterminant d'actions, comme c'était le cas dans l'affaire Accor, soit être d'un montant peu élevé, soit les deux. En effet, il semble exister « une certaine corrélation négative entre le niveau de participation au capital des débiteurs de l'engagement et le montant juridiquement acceptable de ce dernier » (A. Pietrancosta, *Break-up fees et offres publiques : une pratique en voie de consécration ?* : Rev. trim. de droit financier 2008, n° 2, p. 24) », Jcl Sociétés Traité, Fasc. 2133 : OPA, § 19.

et affirma avoir l'intention de maintenir le statut de SIIC, favorable fiscalement, contrairement à la SMABTP¹¹⁰.

Le 13 juin, la SMABTP surenchérit en offrant un prix de 58 euros par action (soit une augmentation de plus de 20 % par rapport à son offre initiale) et supprima son seuil de renonciation. Cet abandon du seuil avait pour objectif de permettre à l'initiateur de procéder à des acquisitions de titres de la STE, ce qu'il a pu réaliser¹¹¹.

L'AMF déclara prolonger l'OPA de la SMABTP afin d'allonger son calendrier sur celui de la contre-offre¹¹². Le 25 juin, l'AMF déclara les deux offres conformes¹¹³. Le conseil d'administration statua à l'unanimité en faveur de celle de la SMABTP et recommanda aux actionnaires d'apporter leurs titres à cette offre¹¹⁴.

Le 9 juillet 2014, l'actionnaire principal renonça à son offre¹¹⁵. À la clôture de son OPA, la SMABTP détenait 49,13 % du capital de STE¹¹⁶ et 89,99 % à l'issue de sa réouverture¹¹⁷, Chuc Hoang ayant finalement décidé d'apporter l'ensemble de ses titres à l'offre de la SMABTP.

Il convient d'observer que l'offre de la SMABTP n'avait pas été soumise au seuil de caducité introduit par la loi Florange. La loi avait été publiée au Journal Officiel du 1^{er} avril 2014, soit avant la date de dépôt des deux dernières offres de la SMABTP. Or, en application de l'article 1 du code civil, une loi nouvelle entre en vigueur « à la date qu'elle fixe ou, à défaut, le lendemain de leur publication. Toutefois, l'entrée en vigueur de celles de leurs dispositions dont l'exécution nécessite des mesures d'application est reportée à la date d'entrée en vigueur de ces mesures ». Aucune disposition de la loi n'encadrerait l'entrée en vigueur de l'article 5 relatif à l'introduction du seuil de caducité. Toutefois, la modification du RGAMF en application de la Florange n'avait pas encore été publiée et les mesures réglementaires précisant le régime légal n'étaient donc pas applicables¹¹⁸. Cependant, « le principe demeure qu'une loi [...] doit s'appliquer dès sa publication si ces dispo-

110 D&I n°214C0984.

111 Pour illustration, voir les multiples déclarations des achats et des ventes effectuées pendant une offre publique par la SMABTP, publiées sur le site de l'AMF (ex : D&I n° 214C1100 ; 214C1314 ; 214C1572) ;

En effet, le régime des interventions sur titres lui interdisait toute intervention sur le marché des titres de la société visée dès lors que son offre restait soumise à une condition. Pour une étude de ce régime : D. Martin, B. Kanovitch et F. Mazon, « Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au Règlement général de l'AMF », RTDF n°3 – 2009, Chronique/Public M&A ;

Le RGAMF a été modifié à la suite de la loi Florange, afin de permettre à l'initiateur d'acquérir des titres de la société cible pendant la période d'offre, y compris si le seuil de caducité s'applique (en dehors de toute autre condition suspensive). Dans l'affaire Club Méditerranée, les initiateurs ont ainsi pu intervenir sur les titres de la société cible en dépit de l'application du seuil de caducité de l'article 231-38 du RGAMF modifié.

Ces acquisitions restent toutefois limitées à hauteur des seuils d'offre obligatoire, comme c'était le cas dans le régime antérieur en l'absence de condition suspensive. Selon la structure de l'actionnariat existant, autoriser l'initiateur à acquérir jusqu'à 30 % des titres pourrait lui permettre d'acquérir le contrôle de la cible en dehors de l'offre.

112 D&I n°214C1071.

113 D&I n°214C1181 et n°214C1180.

114 Communiqué du conseil d'administration de STE du 26 juin 2014.

115 D&I n°214C1363.

116 D&I n°214C1703.

117 D&I n°214C1905.

118 L'arrêté du 27 juin 2014 portant homologation de modifications du règle-

sitions sont suffisamment précises pour que les autorités compétentes puissent prendre immédiatement les mesures individuelles d'application»¹¹⁹, sauf « si son application est manifestement impossible en l'absence de dispositions réglementaires en précisant les modalités »¹²⁰. Il ne faisait aucun doute que l'article 5 avait vocation à être transposé dans le RGAMF, qui a notamment précisé les conditions dans lesquelles l'AMF peut y accorder des dérogations. L'AMF aurait toutefois pu considérer que cela ne constituait pas un obstacle à l'application immédiate de ce nouveau dispositif, lequel était déjà précisément encadré par le législateur. L'autorité a cependant estimé que la nouvelle loi ne trouvait pas à s'appliquer avant la publication de la modification de son règlement général. On pourrait se demander si les faits ne lui permettaient pas de trouver un premier ancrage, en amont de la publication de la loi nouvelle, pour justifier l'application du même régime aux surenchères ultérieures, le dépôt de la première offre visant les titres de la STE étant intervenu avant l'introduction du seuil de caducité¹²¹. Cette précision n'aurait cependant pas pu suffire à fonder la solution retenue puisque chaque offre, notamment les surenchères volontaires, doit être appréciée distinctement¹²².

Par ailleurs, cette affaire permet d'illustrer que l'AMF autorise l'initiateur d'une offre publique obligatoire à renoncer à son offre dans le cas du dépôt ultérieur d'une offre volontaire par un autre initiateur réalisée à un meilleur prix, permettant aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'offre qu'ils jugeront plus attractive, et ce en application de l'article 232-11 du RGAMF¹²³. On pouvait se demander si la possibilité de renoncer à une offre était applicable au cas d'une offre publique obligatoire. En l'espèce, la comparaison des deux offres était aisée puisqu'aucune ne prévoyait de condition de seuil. La question trouverait également un intérêt particulier en présence d'une offre volontaire réalisée sous la forme d'une offre publique d'échange par un initiateur dont le cours de l'action diminuerait après l'ouverture de l'offre alors que l'offre publique obligatoire initiale, moins-disante au moment de la recevabilité de la surenchère, serait de fait devenue mieux-disante. L'AMF, faute par le texte du RGAMF précité de faire de distinction entre offre publique volontaire et obligatoire, considère ainsi qu'il n'y a pas lieu d'appliquer un régime différent sur ce sujet aux offres obligatoires et volontaires, bien qu'il puisse y avoir des situations délicates comme celle précitée.

ment général de l'Autorité des marchés financiers a été publié au journal officiel du 29 juin 2014.

119 CE, 8 juin 1973, Sieur Dijon, rec. p. 408 ; CE 28 mai 2003, M. Creton, rec. tables p. 646 et 655.

120 CE, 21 mars 2008, Société Mégaron, req. n° 310173.

121 La même solution (inapplication du seuil de caducité) a été retenue par l'AMF lors du dépôt de l'offre visant les titres de la société Bourbon. L'offre avait été déposée à l'AMF le 30 avril 2014 (D&I n°214C0676), soit entre la publication de la loi et la modification du RGAMF. Dans cette affaire, aucune précédente offre n'avait été déposée avant l'entrée en vigueur de la loi ; Une solution identique a été appliquée au projet d'offre publique déposé par Atos sur les titres de la société Bull le 6 juin 2014 (D&I n°214C1009).

122 L'indépendance de la décision de recevabilité portant sur une offre initiale de celle relative à sa surenchère a été rappelée par le Président de la Cour d'appel dans cette affaire, peu importe qu'il y ait identité de parties et qu'elles fassent partie d'une même opération financière (cf. *infra*).

123 Article 232-11 du RGAMF, alinéa 1 : « 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'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication. »

Cette affaire a permis de confirmer une position traditionnelle sur la compétence de la juridiction du premier Président de la Cour d'appel de Paris (1.). L'offre visant la STE a en revanche donné lieu à une approche inédite du traitement du calendrier d'une offre publique ayant fait l'objet d'une décision de conformité litigieuse (2.). Enfin, l'arrêt fournit des précisions sur l'appréciation d'une demande de sursis à exécution d'une décision portant sur une surenchère (3.).

1. L'incompétence du Président de la Cour d'appel pour connaître la recevabilité de l'OPA

Chuc Hoang et les sociétés à travers desquelles il détient des participations dans STE déposèrent un recours devant le Président de la Cour d'appel contre la décision de l'AMF déclarant recevable le premier projet d'offre publique déposé par la SMABTP le 13 mars 2014. Les demandeurs réclamaient l'annulation de la décision de conformité en raison de son irrecevabilité pour cause de dépassement de l'objet social de la SMA BTP¹²⁴ et pour manquement aux principes de transparence et de loyauté en raison de l'insuffisance et l'incertitude du prix et de l'incertitude relative à l'évolution du capital de STE, à ses dirigeants et à son statut de SIIC. Ils invoquaient dans un second temps les conséquences manifestement excessives entraînées par la décision de l'AMF pour obtenir un sursis à statuer de cette décision.

Le Président se déclara incompétent pour connaître de la recevabilité de l'OPA, affirmant la claire distinction entre la juridiction du premier président et celle de la cour d'appel appelée à statuer au fond. Cette solution est conforme à la lettre de l'article R. 621-46 du code monétaire et financier¹²⁵. Lors de son recours contre la décision de conformité relative à la surenchère de la SMABTP, Chuc Hoang en demanda le sursis à exécution devant le Président de la Cour d'appel de Paris en application de l'article précité et, parallèlement, déposa un recours au fond devant la Cour d'appel de Paris le 9 mai 2014.

Même saisie au fond, la Cour d'appel aurait certainement refusé de prononcer la nullité de la déclaration de conformité sur le fondement du dépassement de l'objet social de l'initiateur. Celle-ci se prononce uniquement sur le bien-fondé de la décision prise par l'AMF, conformément à la règle selon laquelle « la juridiction de la cour ne peut s'exercer que dans la seule limite des compétences relevant de l'autorité »¹²⁶. Certes, l'AMF doit examiner le projet d'offre qui lui est soumis au regard des dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et peut donc être conduite à appliquer les exigences du droit commun. Cependant, il lui appartient

124 À ce sujet, le Directeur général délégué de la société, H. Rodarie, a indiqué que l'ACPR avait confirmé la capacité de SMABTP à déposer une OPA, L'Agéfi, 16 juin 2014, Entretien.

125 Article R. 621-46 du code monétaire et financier : « I.-Le recours devant la cour d'appel de Paris est formé par une déclaration écrite déposée en quadruple exemplaire au greffe de la cour d'appel de Paris contre récépissé (...).

II.-Les demandes de sursis à exécution doivent être présentées dans le même délai que celui prévu pour le recours. Elles sont formulées auprès du premier président de la cour d'appel de Paris par simple requête déposée au greffe. »

126 CA Paris, arrêt du 13 juillet 1988, affaire Holophane cité in P. Deltvolvé, « La nature des recours devant la cour d'appel de Paris contre les actes des autorités boursières », BJS 1^{er} juin 1990 n°6, page 499 ; CA Paris, 21 octobre 2003, Crédit Agricole SA/Crédit Lyonnais, RG n°2003/06342 invoqué par la SMABTP d'après L'Agéfi, 25 mars 2014, p. 5.

seulement de se prononcer sur la violation des règles nécessaires à l'accomplissement de sa mission¹²⁷. À l'instar d'un juge des référés¹²⁸, la Cour d'appel peut seulement constater qu'il n'y a pas d'erreur « manifeste » d'appréciation¹²⁹, comme elle a pu le faire dans l'affaire SA Paribas et Société Générale c/ Sté Banque Nationale de Paris¹³⁰.

2. L'abandon de l'automatique suspension de l'offre en cas de recours déposé contre la décision de conformité

L'AMF décida, de façon tout à fait inédite, de ne pas proroger le calendrier de l'offre du seul fait de l'existence d'un recours au fond déposé contre sa décision de conformité¹³¹. Le premier Président de la Cour d'appel rejeta quant à lui la demande de sursis. Désormais, l'introduction d'un recours pourrait ne plus suffire à obtenir la prorogation automatique de la clôture de l'offre. Un véritable arbitrage entre les intérêts et circonstances de chaque espèce pourrait donc avoir lieu au moment de l'examen de l'opportunité de proroger une offre¹³².

Le Président de l'AMF a indiqué que dans des situations similaires à celle de l'offre visant les titres de la STE, les services de l'autorité tenteront d'adopter la même solution¹³³. Cet abandon du report systématique est particulièrement appréciable, notamment parce que « les délais de contentieux récents étaient trop longs et préjudiciables à l'attractivité de la place de Paris »¹³⁴. Comme l'a relevé le député Albéric de Montgolfier dans son amendement visant à encadrer dans un délai la décision du Président de la Cour

d'appel¹³⁵, « jusqu'à une période récente, la Cour d'appel de Paris rendait ses décisions en moins de quatre mois. Les délais se sont depuis considérablement allongés ». Les affaires APRR et Silic en témoignent. Pourtant, le rejet de la demande de sursis n'est pas seulement dû à « l'engorgement du greffe » ou à « un dysfonctionnement des services administratifs de la justice »¹³⁶.

Le demandeur démontrait l'existence de conséquences manifestement excessives en invoquant plusieurs motifs. Il affirmait que, dans l'hypothèse où il obtiendrait l'annulation de la décision de recevabilité par les juges du fond, son recours au fond serait privé de toute effectivité en l'absence de sursis, puisque l'exécution de l'offre rendrait irréversible le transfert des titres objet de l'offre. Ceci porterait donc gravement atteinte au droit de propriété et aux prérogatives des actionnaires. Il ajoutait que le fait que l'offre ait déjà été exécutée entraînerait des conséquences excessives en termes de coût, d'intégrité et d'efficacité du marché. Les conséquences devant seulement être appréciées par rapport à un actionnaire qui aurait apporté ses titres à l'offre, la demande aurait pu être rejetée sur ce seul et unique fondement, puisque le demandeur invoquait un prétendu préjudice « aux prérogatives des actionnaires » et au « marché ». Quant au coût lié aux restitutions, l'Ordonnance précise qu'il n'est supporté que pour la SMABTP en tant qu'initiateur et non par l'actionnaire minoritaire demandeur.

Le Président de la Cour d'appel déclara toutefois qu'« à la supposer avérée », l'atteinte au droit de propriété des actionnaires ne constituerait pas une conséquence manifestement excessive, car « les restitutions d'actions et de prix qu'entraîneraient l'annulation seraient facilitées par la centralisation des ordres (...) [qui] permet de garder une trace nominative des actionnaires ayant apporté à l'offre ». Le RGAMF permet en effet une traçabilité des ordres d'apport à certaines offres publiques et donc une identification des anciens actionnaires. Cette traçabilité informatique, en principe réalisée à l'aide du système Score¹³⁷, rend possible le dénouement de l'offre « en sens inverse » comme l'indique la seconde Ordonnance du juge judiciaire¹³⁸. Cette garantie de cette traçabilité existait en l'espèce en raison de la stipulation d'un seuil de renonciation, lequel impose que les ordres soient centralisés en vertu de l'article 232-3 du RGAMF. Le champ d'application de cette garantie a été élargi avec l'introduction d'un seuil de caducité puisque l'article 232-3, tel que modifié par l'arrêté du 27 juin 2014, impose une centralisation pour toute offre assortie d'un seuil de caducité.

Juridiquement, la réversibilité après la réalisation de l'offre a déjà été reconnue comme réalisable¹³⁹. Toutefois, une première problématique résulte de l'hypothèse dans laquelle un initiateur qui n'était pas en situation d'actionnaire majoritaire se retrouverait en contrôle de la cible en raison d'un nombre faible de demandes de restitution. Il serait en effet critiquable

127 A. Viandier, « OPA, OPE et autres offres publiques », 5^e édition, § 237 ; CA Paris, 16 septembre 2003, JCP E, 2003, 1711, note A. Viandier : « il n'est ni du pouvoir de la cour statuant sur les recours formés contre ses décisions de se prononcer sur les violations d'obligations dont les sanctions de droit privé n'entrent pas dans les mesures que l'autorité de marché est habilitée à prendre » ; A. Pietrancosta, note sous CA Paris, 13 novembre 2001, n° 2001/13003, Consorts Koering et autres c/ Sté Expand et autres, BJB, 1^{er} mars 2002 n° 2, page 114 : « Il n'est ni du pouvoir du CMF ni de la compétence de la cour d'appel de Paris statuant sur les recours formés contre les décisions du CMF, de se prononcer sur les violations éventuelles d'obligations dont les sanctions de droit privé n'entrent pas dans les mesures que l'autorité de marché est habilitée à prendre ».

128 D. Martin et G. Giuliani, « Affaire APRR : l'application de la procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire des actions détenues par les personnes publiques – l'étendue du contrôle de conformité de l'AMF », RDBF n°2, mars 2014, comm. 79.

129 N. Molfessis, Denys de Béchillon et D. Martin, À propos de l'étendue des pouvoirs de la cour d'appel de Paris dans le contentieux des décisions prises par l'AMF au sujet de la recevabilité d'une offre publique, § 89, in Les offres publiques d'achat, Lexisnexis 2009, p. 39.

130 J.-J. Daigre, « Conditions d'appréciation d'une offre publique d'échange multiple », JCP E n° 8, 24 Février 2000, p. 316 : « appelé à apprécier la recevabilité d'une offre publique d'acquisition, il (le CMF) est tenu d'appliquer les dispositions du Titre V de son règlement général, lesquelles intègrent les exigences du droit civil relatives à la détermination de l'objet de l'offre ».

131 L'AMF aurait précisé dans son mémoire aux juges qu'elle ne souhaitait pas proroger l'offre, L'Agéfi, 11 avril 2014, La justice laisse jouer le marché dans le dossier Tour Eiffel.

132 Cette solution a été adoptée avant l'introduction par la loi du 30 décembre 2014 du nouveau délai de jugement de cinq mois à l'article L. 621-30 du code monétaire et financier.

133 G. Rameix interviewé par Les Echos, 15 mai 2014.

134 Citation d'Harlem Désir dans le Rapport du Sénat du 16 octobre 2014 relatif au projet de loi Adaptation au droit de l'Union européenne.

135 Sénat, amendement n°2 rect. bis relatif au projet de loi sur l'adaptation au droit de l'Union européenne.

136 D. Bompont, « Quand l'engorgement des tribunaux accélère le rythme des affaires boursières », BJB, 30 septembre 2014 n°9, page 403.

137 Article 4 et 10 de l'Instruction Euronext N4-03 – Déroulement d'une offre publique d'acquisition.

138 CA Paris, Pôle 5, Ch. 7, Ordonnance du 11 juin 2014, n°RG : 2014/09716.

139 Illustrations : CA Paris, 2 mars 1990, Sté PABIM/Cie du Midi, JurisData n°1990-604731 ; CA Paris, 10 juin 1999, n°COB/99/01, Aimard/Cie des gaz de pétrole Primagaz CGPP SA ; CA Paris, 6 août 2001, n°3/2001 et 4/2001, Expand ; CA Paris, 16 décembre 2010, n°2010/23345, SeLogger.com.

de laisser un initiateur prendre le contrôle d'une société par le biais d'une offre qui n'aurait pas été réalisée en conformité avec la réglementation applicable. Cette problématique relève toutefois de l'exceptionnel¹⁴⁰.

La situation critiquée ne concerne que deux hypothèses particulières. En premier lieu, le risque évoqué concerne le cas dans lequel un initiateur, qui ne se verrait pas imposer un seuil de caducité, qui n'aurait pas prévu de seuil de renonciation et dont l'offre n'aurait pas été volontairement organisée avec une centralisation des ordres, aurait obtenu le contrôle de fait de la société visée sans pour autant détenir la moitié des titres de celle-ci à la clôture de l'offre. Dans cette hypothèse exceptionnelle, il est envisageable qu'en cas de recours déposé au fond contre la décision de recevabilité, l'AMF décide, afin d'assurer la réversibilité technique des ordres, d'imposer leur centralisation à l'initiateur avec le concours de l'entreprise de marché qui en précisera la procédure et le calendrier¹⁴¹.

En second lieu, la problématique peut apparaître dans le cas où l'initiateur aurait obtenu plus de 50 % des titres avant les demandes de restitution (en-deçà de ce seuil l'offre est déclarée caduque). On peut supposer que dans l'hypothèse évoquée, le prix aura été considéré comme attractif par les minoritaires.

En l'espèce, le bon déroulement de l'offre était dans l'intérêt des actionnaires de la cible, éléments qui ont été pris en compte par l'AMF dans sa décision de non-prorogation du calendrier comme elle l'a rappelé dans ses observations devant le Président de la Cour d'appel. En effet, l'initiateur s'était engagé à relever le prix de son offre, si et seulement si celle-ci pouvait se poursuivre. De ce fait, seule l'absence de report pouvait permettre une telle surenchère favorable aux minoritaires.

Quand bien même les situations susvisées sont exceptionnelles, il pourrait être envisagé d'étendre par la loi le champ d'application du plafonnement légal des droits de votes de l'initiateur à 30 %¹⁴² en présence de telles hypothèses¹⁴³.

Une seconde problématique peut être soulevée quant au régime applicable à la restitution des titres. Dans la mesure où l'offre aura été exécutée et donc le règlement-livraison réalisé, les inscriptions en compte auront été mises en œuvre. Il en résulte que le transfert de propriété aura eu lieu. En effet, depuis l'ordonnance du 24 juin 2004, le décret du 11 décembre 2006 modifiant le code de commerce et l'ordonnance du 8 janvier 2009 modifiant le code monétaire et financier, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur¹⁴⁴. La restitution ne pourra donc juridiquement avoir lieu que par le biais d'une

nullité¹⁴⁵, sans requérir l'obtention d'une décision judiciaire la constatant. Cela étant, on pourrait se demander si l'initiateur serait en droit de se prévaloir d'une telle nullité. Or, comme suggéré ci-après, l'initiateur se sera engagé à restituer les titres en cas d'annulation de l'offre afin que la poursuite de l'offre soit prononcée et par là-même aura renoncé à se prévaloir de la nullité des cessions de titres.

Certains s'interrogent sur le sort des dividendes encaissés ou de la solution en cas de disparition des titres¹⁴⁶. La réponse à ces interrogations se trouve dans les solutions apportées en cas de nullité d'une cession d'actions. En effet, « *le fait que [l'offre] cette pollicitation soit enchâssée dans une procédure particulière ne saurait en altérer la nature profonde. Qu'une difficulté apparaisse pour la solution de laquelle la réglementation ne fournit aucune réponse et le juriste soucieux de son art devra tenter de combler cette lacune en interrogeant le droit des obligations* »¹⁴⁷. Ainsi, les dividendes perçus bénéficieront à l'initiateur sur le fondement de l'article 549 du code civil, par analogie avec l'acquéreur de bonne foi. Dans l'hypothèse exceptionnelle où la restitution des titres en nature ne serait pas réalisable, l'actionnaire ayant apporté ses titres pourrait obtenir une remise par équivalent¹⁴⁸.

En respect de sa mission de régulateur responsable du bon fonctionnement des marchés financiers et garant de la protection de l'épargne, l'AMF pourrait encadrer le calendrier et la procédure de restitution des titres¹⁴⁹.

Une dernière critique potentielle vise l'existence d'un risque que les actions ne soient pas restituées. Celle-ci peut être contournée, il suffit d'exiger à titre de condition préalable à la poursuite de l'offre un engagement de l'initiateur de restituer les titres en cas d'annulation de la décision de conformité¹⁵⁰. Toutefois, la garantie d'une réversibilité pratique ne peut dépendre que de l'initiateur et de la façon dont son offre est financée. En effet, l'engagement pris en l'espèce par la SMA-BTP ne pourra être imposé à tous les initiateurs car ce choix ne dépend pas toujours d'eux, comme l'a relevé G. Rameix qui indiquait que « *dans le cadre d'offre avec financement*

.....
livrées dans un système de règlement et de livraison mentionné à l'article L. 330-1 du code monétaire et financier, le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'article L. 211-17 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat. » ;

Article L. 211-17 alinéa 1 du code monétaire et financier : « *Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur.* ».

145 J. Moury, Recueil Dalloz 1995, p. 520 : le retour au *statu quo* par la restitution de la chose et du prix se traduit par la nullité du contrat.

146 D. Bompoin, « Quand l'engorgement des tribunaux accélère le rythme des affaires boursières », BJB, 30 septembre 2014 n°9, page 403.

147 A. Viandier cité in J.-J. Daigre, « Conditions d'appréciation d'une offre publique d'échange multiple », JCP E n° 8, 24 Février 2000, p. 316.

148 A. Lienhard, « Restitution en cas d'annulation d'une cession d'action », Recueil Dalloz 2005 ; A. Couret, « La restitution entre les parties après annulation de la cession d'actions », Bull. Joly sociétés, 1 mai 1992, n°5, p. 502 ; Cass. com., 14 juin 2005, n°03-12339 ; Cass. com., 14 mai 2013, n° 12-17.637.

149 Le bénéfice de la prescription légale de cinq ans pourrait être invoqué en théorie. Cela étant, si un actionnaire venait à intenter une action plusieurs années après l'organisation des restitutions, il aurait probablement des difficultés à voir son action judiciaire couronnée de succès.

150 En l'espèce, l'initiateur s'était expressément engagé à prendre le risque, en cas d'annulation ultérieure de l'offre, de restituer aux anciens actionnaires leurs titres voire à les conserver si ces derniers refusaient de les récupérer. La SMA-BTP avait montré sa ferme volonté de poursuivre l'offre en préférant abandonner le statut de SIIC pour garantir ces restitutions.

140 À notre connaissance, la nullité de décisions de recevabilité par la COB n'a été prononcée qu'à l'occasion de deux affaires : celle relative à l'offre de Schneider visant les titres de la société Legrand par un arrêt du 3 mai 2001 et celle de Mutuelle du Mans visant les titres de la société OCP par un arrêt en date du 27 avril 1993.

141 Article P 2.4.7 des règles de marché d'Euronext, Règles particulières applicables aux marchés réglementés français.

142 Aujourd'hui limité par l'article L. 433-1-2, II du code monétaire et financier au cas d'une offre devenue caduque.

143 D. Martin, OPA : une occasion manquée, Le Monde du 10 novembre 2014 : « *si un nombre insuffisant d'apporteurs demandaient le retour de leurs titres, une offre irrégulière pourrait conduire à une prise de contrôle. (...) on pourrait prévoir une limitation des droits de vote à 30 %.* »

144 Article L. 228-1 alinéa 9 du code de commerce : « *En cas de cession de valeurs mobilières admises aux opérations d'un dépositaire central ou*

bancaire, c'est plus compliqué »¹⁵¹. Or, les contrats de financement sont susceptibles de prévoir des conditions permettant aux banques de ne pas mettre les fonds à disposition dans le cas d'un recours. Par ailleurs, en cas d'annulation de l'offre, l'initiateur risque de se trouver en situation de défaut ou de remboursement anticipé obligatoire au titre des contrats de financement. Ainsi, en cas de financement bancaire de l'offre, en l'absence d'un accord préalable avec les banques, il sera souvent probablement difficile pour l'initiateur de s'engager à restituer les titres pour éviter l'effet suspensif du recours.

La Cour d'appel de Paris dispose d'une compétence exclusive pour traiter des recours formés contre les décisions de certaines autorités de tutelle des secteurs économiques et financiers, dont l'Autorité des marchés financiers, mais également l'Autorité de la concurrence, l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes ou encore la Commission de régulation de l'énergie¹⁵². Face à l'augmentation des contentieux qui lui sont soumis¹⁵³, notamment en matière de concurrence, il n'est pas évident qu'un raccourcissement imposé des délais puisse être respecté par la juridiction concernée si ses moyens humains devaient rester identiques¹⁵⁴. On peut également s'interroger sur la portée du nouveau texte qui ne prévoit pas les conséquences du non-respect dudit délai par le juge. À l'instar de ce qui peut être observé dans d'autres matières, le nouveau délai de jugement imposé n'aura probablement qu'une portée indicative¹⁵⁵.

3. La recevabilité distincte d'une offre et d'une surenchère par le même initiateur

L'Ordonnance du Président de la Cour d'appel déclara, pour la première fois à notre connaissance, que la décision de conformité relative à une surenchère déposée par le même initiateur que celui ayant déposé l'offre initiale produit un effet distinct de la décision de conformité relative à l'offre initiale. La décision relative à la surenchère doit dès lors pouvoir faire l'objet d'un recours devant le juge judiciaire.

Cette solution s'impose dans la mesure où il appartient à l'AMF d'examiner la conformité des surenchères volontaires

déposées au regard des différents critères posés par les textes¹⁵⁶. Il en découle que la déclaration de conformité, susceptible de faire grief, doit être susceptible de recours¹⁵⁷.

151 G. Rameix interviewé par Les Echos, 15 mai 2014.

152 Description de la Chambre 5-7 Régulation économique du Pôle 5 – Vie économique de la cour d'appel de Paris, source site du Ministère de la Justice.

153 Cour d'appel de Paris, Rapports d'activités 2011, 2012 et 2013 : d'après la description de la répartition des affaires civiles nouvelles par pôle, le nombre ne cesse de s'accroître devant le Pôle 5 concerné : 2,7 % des nouvelles affaires en 2011, 13,4 % en 2012 et 14,1 % en 2013.

154 À ce titre, la recevabilité de l'amendement susmentionné aurait pu être contesté sur le fondement de l'article 40 de la Constitution selon lequel « Les propositions et amendements formulés par les membres du Parlement ne sont pas recevables lorsque leur adoption aurait pour conséquence soit une diminution des ressources publiques, soit la création ou l'aggravation d'une charge publique. »

155 Évoquant certains textes qui imposent au juge administratif un délai de jugement sans préciser les conséquences de leur inobservation, un auteur indique que ces délais sont seulement « indicatifs, voire incitatifs », L. Garrido, « La responsabilisation des acteurs du procès administratif : remède aux délais excessifs de jugement ou avatar ? », Droit Administratif n° 5, Mai 2011, étude 9 ; S'agissant des recours formés contre certaines décisions de l'Autorité de la concurrence devant la Cour d'appel de Paris sur le fondement de l'article L. 464-8 du code de commerce, il convient de noter que bien que les textes n'imposent aucun délai de jugement, les premiers Présidents de la Cour d'appel de Paris, P. Draï puis G. Canivet, ont toujours respecté leur engagement de principe consistant à rendre leurs décisions dans un délai correspondant au calendrier des opérations litigieuses, soit en pratique environ 6 à 8 mois.

156 Article 232-7 du RGAMF : « Pour être déclarée conforme, une offre publique d'achat concurrente ou une surenchère en numéraire doit être libellée à un prix supérieur d'au moins 2 % au prix stipulé dans l'offre publique d'achat ou la surenchère en numéraire précédente. »

156 Dans tous les autres cas, l'AMF déclare conforme le projet d'offre concurrente ou de surenchère si celui-ci, apprécié dans les conditions définies aux articles 231-21 et 231-22, emporte une amélioration significative des conditions proposées aux porteurs des titres visés.

156 Une offre publique concurrente ou une surenchère peut cependant être déclarée conforme si son initiateur, sans modifier les termes stipulés dans l'offre précédente, supprime (Arrêté du 14 juin 2012) « ou abaisse » le seuil en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive. »

157 A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, 5^e édition, § 1832.

Pierre-Grégoire Marly

Professeur agrégé à l'Université du Maine,
Doyen de la Faculté de droit et d'économie,
Directeur du Master 2 Assurance-Banque

La transversalité en acte : le règlement PRIIPs du 26 novembre 2014

En avril 2007, par un livre vert sur les services financiers de détail dans le marché unique¹, la Commission européenne prenait acte des difficultés rencontrées par les épargnants face à une réglementation hétérogène et une concurrence insuffisante au sein du Marché unique. Quelques mois plus tard, elle lançait un *call for evidence* sur la distribution des produits d'investissement de détail dits « substituables » (*substitute retail investment products*)². Rebaptisés en 2009 « produits d'investissement de détail packagés » (*packaged retail investment products* ou PRIIPs)³, puis simplement « produits d'investissement » (*investment products*) en 2012⁴, le règlement européen qui finalement les consacre en 2014 retient la dénomination extensive de « produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance » (*packaged retail and insurance-based investment products* ou PRIIPs)⁵.

Cette appellation permet, en les regroupant, de distinguer d'emblée les deux sous-catégories de PRIIPs :

- d'une part, les « produits d'investissement packagés de détail », définis comme des « investissements, y compris les instruments émis par les véhicules de titrisation (...), quelle que soit leur forme juridique, pour lesquels le montant remboursable à l'investisseur de détail est soumis à des fluctuations parce qu'il dépend de valeurs de référence ou des performances d'un ou de plusieurs actifs que l'investisseur de détail n'achète pas directement » ;
- d'autre part, les « produits d'investissement fondés sur l'assurance », définis comme les contrats d'assurance « comportant une durée de vie ou une valeur de rachat qui est

totale ou partiellement exposée, de manière directe ou indirecte, aux fluctuations de marché »⁶.

Si ce n'est leur traduction, ces définitions trahissent la difficile transposition au plan juridique du concept économique de « produit » financier : tantôt véhicule, tantôt contrat, tantôt titre, tantôt alliage de ces éléments, cette notion semble rétive à toute saisie unitaire par le droit. Le règlement du 26 novembre 2014 facilite toutefois leur identification par une circonscription négative de son domaine auquel sont expressément soustraits les dépôts, autres que les dépôts structurés, ou encore les assurances en cas de décès d'origine exclusivement accidentelle ou pathologique, ainsi que certains produits de retraite⁷. Au bilan, la variété des PRIIPs est suffisamment compréhensive pour affilier indifféremment la plupart des produits d'épargne, peu important qu'ils ressortissent au code monétaire et financier ou au code des assurances.

Or, cette indifférence signale l'originalité du texte européen qui soumet à un même *corpus* des produits de nature différente mais dont la finalité est analogue. De fait, qu'il souscrive des parts d'OPCVM ou une assurance-vie en unités de compte, l'investisseur de détail recherche en toute occurrence à réaliser un placement. Conceptuellement distinctes, ces opérations convergeraient donc au plan fonctionnel, si bien que l'unité normative qui leur est ici assignée procède, non pas d'une comparabilité objective entre leurs caractéristiques, mais d'une comparabilité subjective tenant aux besoins et attentes du client. Dans ce passage d'une logique sectorielle à une logique transversale, ce n'est plus la nature des produits commercialisés, mais la finalité que leur reconnaissent les consommateurs qui en dicte les règles de commercialisation.

Encore faut-il préciser que ces règles communes se cristallisent sur l'information précontractuelle pour laquelle le règlement précité impose la remise d'un document standardisé dont il précise minutieusement la forme et le contenu⁸. Ce « document d'informations clés » (DIC ou KID) s'inspire du « document d'informations clés pour l'investisseur » (DIIC ou KIID) d'ores et déjà requis par la directive 2009/65/CE s'agissant de la commercialisation des OPCVM⁹. Rédigé par et sous la responsabilité de l'« initiateur » du produit considéré¹⁰, il ne doit pas excéder trois pages de format A4 et se divise en sections dont les intitulés correspondent aux questions que le client doit se poser avant d'investir : « *en quoi consiste ce produit ?* », « *Quels sont les risques et qu'est-ce que cela pourrait me rapporter ?* »... Pour chacune d'elles, le règle-

1 Livre vert sur les services financiers de détail dans le marché unique, 30 avril 2007, COM (2007) 226.
2 *Call for evidence*, « *Need for a coherent approach to product transparency and distribution requirements for « substitute » retail investment products ?* », 26 octobre 2007, EC DG Market-G4.
3 Communication de la Commission au Parlement européen et au conseil, Produits d'investissement de détail, 30 avril 2009, COM (2009) 204.
4 Proposition de règlement sur les documents d'information clés relatifs aux produits d'investissement, 3 juillet 2012, COM (2012) 352.
5 Règlement UE n° 1286/2014 du 26 novembre 2014, JOUE 9/12/2014, L 352/16.

6 Règlement UE n° 1286/2014 du 26 novembre 2014, art. 4.1, 4.2, 4.3.
7 Règlement UE n° 1286/2014 du 26 novembre 2014, art. 2.2.
8 Règlement UE n 286/2014 du 26 novembre 2014, art. 6 et s.
9 Durant les cinq premières années après l'entrée en vigueur du règlement, les OPCVM sont donc exemptés de l'obligation d'établir un DIC PRIIPs, de même les fonds d'investissement alternatifs (FIA) dès lors que le droit national qui leur est applicable requiert déjà un document d'informations similaire.
10 L'initiateur du produit d'investissement désigne l'entité qui l'élabore ou qui lui apporte des modifications.

ment détaille les éléments que doivent comporter les réponses, de telle sorte que le client puisse aisément comprendre et comparer le produit avant son éventuelle souscription. Si la singularité ou la complexité de celui-ci affecte son intelligibilité, le potentiel investisseur en est averti par la mention suivante : « Vous êtes sur le point d'acheter un produit qui n'est pas simple et qui peut être difficile à comprendre. »¹¹

Pour conclure, signalons que le règlement du 26 novembre 2014, applicable à partir du 31 décembre 2016, confère à l'Autorité européenne des assurances (AEAPP ou EIOPA), ainsi qu'aux régulateurs nationaux de ce secteur, un pouvoir de sanction accru dont celui d'interdire ou de restreindre, sous certaines conditions, la commercialisation de produits d'investissement assurantiels ou l'exercice de certaines pratiques financières par un assureur ou un réassureur. Ces pouvoirs sont déjà reconnus pour les autres PRIIPs par le règlement MIFIR.

Le contrôle de l'ACPR sur les instances dirigeantes et collégiales des organismes bancaires, financiers et assurantiels

En introduisant dans le code monétaire et financier l'article L. 612-23-1, la loi du n° 2013-672 du 26 juillet 2013 a sensiblement renforcé le contrôle par l'ACPR des conditions d'honorabilité et de compétence applicables aux dirigeants et aux organes collégiaux des organismes qu'elle contrôle. La mise en œuvre de cette disposition est aujourd'hui précisée par le décret n° 2014-1357 du 13 novembre 2014 dont l'entrée en vigueur est fixée au 1^{er} janvier 2015.

S'agissant de la nomination ou du renouvellement d'un dirigeant mentionné à l'article L. 612-23-1 précité¹², le nouvel article R. 612-29-3 en prévoit la notification dans les quinze jours à l'ACPR sous la forme d'un dossier dont le contenu sera prochainement déterminé par instruction. À compter de la réception de ce dossier, l'Autorité dispose d'un délai de deux mois pour s'y opposer dans l'hypothèse où la personne désignée ne satisferait pas aux conditions d'honorabilité et de compétence qui lui sont imparties¹³. Outre la compétence individuelle du dirigeant, la compétence collective des membres de l'organe auquel il appartient donne également lieu à

un contrôle dont l'objet est précisé par le décret susmentionné et varie selon l'activité de l'organisme considéré.

Lorsqu'en fonction de ces critères d'appréciation, l'Autorité envisage de s'opposer à la nomination ou au renouvellement d'un dirigeant, elle informe l'intéressé ainsi que son entreprise des éléments justifiant sa position et les invite à formuler leurs observations dans un délai d'un mois qui suspend le délai précité de deux mois. Si, nonobstant ces observations, l'ACPR maintient son opposition, le mandat ou les fonctions du dirigeant cessent quinze jours après que son entreprise et lui-même en ont reçu notification.

L'article R. 612-29-3 traite ensuite de la procédure au terme de laquelle l'ACPR peut s'opposer, pour les mêmes motifs que ceux évoqués plus haut, à la poursuite du mandat confié à un ou plusieurs membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance d'un organisme assujéti. Avant toute décision qui se fonderait sur l'incompétence ou l'inexpérience de ces membres, l'Autorité peut exiger que l'entreprise concernée lui soumette un programme de formation dans un délai de quarante-cinq jours¹⁴. Faute de produire ce programme ou de l'exécuter une fois approuvée, l'entreprise s'expose à une mise en demeure par l'ACPR de se conformer à ses obligations. En toute occurrence, le régulateur ne peut s'opposer à la poursuite d'un mandat qu'après avoir recueilli les observations du membre considéré, de son entreprise et du président de l'organe dont il est membre.

Rappelons qu'à titre préventif, l'article L. 612-23-1 IV du code monétaire et financier permet aux organismes d'assurance de saisir l'ACPR pour avis sur toute proposition de nomination ou de renouvellement de leurs dirigeants ainsi que des membres de leur conseil d'administration, directeur et conseil de surveillance. À cet égard, un nouvel article R. 612-29-4 précise que cette demande d'avis doit être adressée au plus tard deux mois et au plus tôt six mois avant la nomination ou le renouvellement envisagé. À réception, l'Autorité saisie dispose d'un délai de deux mois pour se prononcer, faute de quoi son avis est réputé favorable. Reste qu'un tel avis ne dispense pas l'entreprise de notifier la nomination ou le renouvellement considéré dans les conditions décrites ci-dessus.

Dans son ensemble, le dispositif qui vient d'être décrit marque une nouvelle étape dans l'harmonisation des règles de gouvernance applicables aux organismes bancaires, financiers et assurantiels. S'il se conçoit que la compétence et l'honorabilité des dirigeants obéissent aux mêmes exigences quelle que soit l'activité des entités concernées, la diversité structurelle de ces dernières pourraient toutefois justifier une différence de traitement. Ainsi, les critères d'appréciation ne mériteraient-ils pas quelques adaptations au fonctionnement singulier des structures mutualistes ?

11 Selon le considérant 18 : « Un produit devrait être considéré comme n'étant pas simple et comme étant difficile à comprendre en particulier s'il investit dans des actifs sous-jacents dans lesquels il n'est pas courant que les investisseurs de détail investissent, s'il utilise plusieurs mécanismes différents pour calculer le rendement final de l'investissement, augmentant les risques de mauvaise interprétation de la part de l'investisseur de détail ou si le rendement de l'investissement tire parti des travers de comportement des investisseurs de détail, par exemple un taux « alléchant » suivi d'un taux conditionnel variable bien plus élevé, ou une formule itérative. »

12 i.e. le directeur général et des directeurs généraux délégués, du directeur général unique, des membres du directoire ou des dirigeants salariés de mutuelles ainsi que de toute personne appelée à exercer en fait des fonctions équivalentes.

13 Pour les prestataires de services d'investissement, le délai court à compter de l'expiration du délai d'un mois imparti à l'AMF pour informer l'ACPR et le déclarant que la désignation envisagée n'est pas compatible avec l'approbation du programme d'activités précédemment délivré.

14 C. monét. fin., art. R. 612-30-1.

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

Éric Dezeuze

Avocat à la Cour, Cabinet Bredin-Prat,
Professeur associé à l'Université René Descartes (Paris-V)

Nicolas Rontchevsky

Agrégé des Facultés de droit,
Professeur à l'Université de Strasbourg

Cass. crim., 17 décembre 2014, n° M 14-90.042 F-D

MOTS CLEFS : Infractions boursières. – Cumul de poursuites pénales et administratives pour les mêmes faits. – Atteinte au principe *Non bis in idem*.

RÉSUMÉ : *La question prioritaire de constitutionnalité posée présente un caractère sérieux, en ce que l'article 6 du Code de procédure pénale, tel qu'interprété par une jurisprudence constante, qui n'exclut pas le cumul de poursuites pénales et administratives pour de mêmes faits en matière d'infractions boursières, est susceptible de porter une atteinte injustifiée au principe *Non bis in idem*.*

1. Le Conseil constitutionnel va-t-il mettre fin, avant la Cour européenne des droits de l'Homme, au cumul de poursuites pénales et administratives pour de mêmes faits en droit français, et en particulier en matière d'abus de marché ? Une semaine après son étonnant jugement du 26 septembre 2014¹, la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris a transmis à la Cour de cassation, par un jugement du 3 octobre 2014, deux questions prioritaires de constitutionnalité (QPC) relatives à l'application du principe *Non bis in idem* dans le cadre de l'affaire EADS. D'autres QPC visant le même principe ont aussi été transmises à la Cour de cassation dans une autre affaire d'opérations d'initiés (Oberthur)².

2. Aux termes de deux arrêts en date du 17 décembre 2014, la chambre criminelle de la Cour de cassation a décidé de trans-

mettre au Conseil constitutionnel les deux QPC posées par des prévenus dans le cadre de l'affaire EADS. Procédant à une synthèse de la première question, concernant l'interprétation jurisprudentielle de l'article 6 du Code de procédure pénale (prévoyant l'extinction de l'action publique par la chose jugée)³, la chambre criminelle estime que « *la question posée présente un caractère sérieux, en ce que l'article 6 du Code de procédure pénale, tel qu'interprété par une jurisprudence constante, qui n'exclut pas le cumul de poursuites pénales et administratives pour de mêmes faits, est susceptible de porter une atteinte injustifiée au principe *Non bis in idem** ».

3. La question de l'atteinte au principe *Non bis in idem* (*Nul ne peut être poursuivi et sanctionné à raison de faits déjà jugés de façon définitive*), dérivant à l'origine de l'autorité de la chose jugée, est ainsi parfaitement posée sous l'angle du simple cumul de poursuites (et non du cumul de sanctions) pénales et administratives pour les mêmes faits, dans une affaire spécifique, dans la mesure où les personnes poursuivies en l'occurrence devant le tribunal correctionnel de Paris ont été mises hors de cause antérieurement, il y a plus de cinq ans, par une décision définitive de l'Autorité des marchés financiers⁴. Il est heureux que la Cour de cassation, traditionnellement attachée à juste titre au respect des principes fondamentaux du droit répressif, ait enfin transmis cette question au Conseil constitutionnel.

4. À cet égard, on sait que le Conseil a déjà considéré, en 1989⁵ et encore très récemment⁶, que le *cumul de sanctions* administratives et pénales pour les mêmes faits ne méconnaît pas, en lui-même, les droits et libertés garantis par la Constitution et qu'il appartient aux autorités administratives et judiciaires compétentes de veiller au respect du principe de proportionnalité des peines. Mais il s'agit cette fois de se prononcer sur le *cumul de poursuites* administratives et pénales, exposant les personnes mises en cause à des frais de procédure considérables et malmenant les droits de la défense, qui constitue en soi une sanction et peut de surcroît porter atteinte à la présomption d'innocence. Or, c'est précisément ce cumul de

1 RTDF n° 3/2014, p. 160, obs. N. R., considérant que l'incertitude juridique (et le risque de condamnation de la France par la Cour européenne des droits de l'Homme) concernant le cumul de poursuites et de sanctions administratives et pénales pour des mêmes faits n'exclut pas, en l'état de la jurisprudence du Conseil constitutionnel et de la Cour de cassation, de prononcer des sanctions pénales du chef d'un délit d'initié à l'encontre de personnes déjà sanctionnées pour les mêmes faits par l'Autorité des marchés financiers du chef de manquement d'initié.

2 Trib. corr. Paris, 20 novembre 2014 ; cf. O. Dufour, « *Non bis in idem* : une deuxième QPC transmise dans un dossier de délit d'initié », *Petites affiches*, 27 novembre 2014, p. 4 et « Tir nourri de QPC contre la double répression des délits boursiers », *LJA*, n° 1186, 1^{er} décembre 2014, p. 5. Dans l'affaire Oberthur, l'une des QPC conteste aussi judicieusement le cumul de poursuites et de sanctions administratives et pénales en matière d'abus de marché sous l'angle de l'atteinte à la présomption d'innocence, lorsque l'instruction et le tribunal correctionnel se fondent sur l'enquête de l'AMF et la décision de sanction administrative déjà prononcée par l'autorité de marché.

3 La question posée est de savoir si l'interprétation constante de l'article 6 du Code de procédure pénale par la jurisprudence qui (i) aboutit au refus de reconnaître l'autorité de la chose jugée à une décision définitive de la Commission des sanctions de l'AMF, compétente pour prononcer le cas échéant des sanctions suffisamment lourdes pour être assimilées à des peines au sens du droit pénal et (ii) considère comme juridiquement possibles de nouvelles poursuites pour les mêmes faits devant un tribunal correctionnel après que la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a mis la personne hors de cause est en contradiction 1) avec le principe d'égalité de tous devant la loi (article 6 de la Déclaration des droits de l'Homme) et 2) l'affirmation que « *seules des peines strictement et évidemment nécessaires* » doivent être établies par la loi (article 8 de la Déclaration des droits de l'Homme), ce qui inscrit dans la norme constitutionnelle la règle *Non bis in idem*.

4 Cf. AMF, Comm. sanctions, 27 novembre 2009, D. 2010, Act., p. 14 ; *RSCrim*. 2010, p. 158, obs. F. Stasiak ; *RTDcom*. 2010, p. 395, 1^{re} esp., obs. N. R.

5 Cf. Cons. constit., 28 juillet 1989, n° 89-260 DC, à propos du cumul de sanctions pénales et administratives en matière d'infractions boursières.

6 Cf. Cons. constit., 8 octobre 2014, n° 2014-418 QPC, à propos du cumul de sanctions pénales et fiscales.

poursuites pour les mêmes faits qui a été clairement exclu et condamné par la Cour européenne des droits de l'Homme dans son arrêt Grande Stevens c/ Italie du 4 mars 2014⁷, dont la solution est parfaitement transposable au système français de répression des abus de marché, en raison de la gravité des sanctions administratives (encore aggravées par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010⁸), relevant de la matière pénale, qui sont encourues par les personnes mises en cause devant l'AMF.

5. Dans ces conditions, le Conseil constitutionnel ne se déjugerait pas en considérant qu'un cumul de poursuites relevant effectivement de la matière pénale porte une atteinte injustifiée au principe *Non bis in idem* et aux droits garantis par la Constitution. Une telle solution est au demeurant souhaitable pour l'image de la France et de sa justice, car la condamnation de notre système de répression actuel des abus de marché par la Cour européenne des droits de l'Homme apparaît inévitable à brève échéance. Elle aurait aussi le mérite de provoquer rapidement une réorganisation rationnelle de la répression pénale, administrative et disciplinaire, dans ce domaine, et dans d'autres qui n'échapperont pas non plus à l'onde de choc de l'arrêt Grande Stevens.

■ N. R. ■

AMF, Commission des sanctions, décision SAN 2014-22 du 18 décembre 2014

MOTS CLEFS : Mots clés : Information du public. – Autorité des marchés financiers. – Manquement à l'obligation d'accès égal des investisseurs aux sources et canaux d'information. – Manquement d'un émetteur à l'obligation de communiquer dès que possible les informations privilégiées qui le concernent.

RÉSUMÉ :

1 - Aux termes de l'article 223-10-1 du Règlement général de l'AMF, « Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières ». Manque à cette obligation l'émetteur qui transmet à certains analystes financiers, lors d'une conférence téléphonique organisée par ses soins immédiatement après la mise en ligne du communiqué de presse confirmant ses objectifs, des éléments d'information complémentaires à ceux contenus dans le communiqué. Ainsi, le communiqué et la présentation financière mise en ligne le même jour sur le site Internet de l'émetteur

7 Bull. Joly Bourse 2014, p. 209, § 111h1, note J. Chacornac ; RTDF n° 2/ 2014, p. 149, obs. N. R. La Cour européenne des droits de l'Homme dit qu'il y a eu une violation de l'article 4 du Protocole n° 7 (consacrant le droit à ne pas être jugé ou puni deux fois pour les mêmes faits) en considérant que les requérants, qui avaient fait l'objet de sanctions administratives définitives, relevant de la matière pénale, du chef de la diffusion de fausses informations ont ensuite été poursuivis devant les juridictions pénales du chef d'une infraction ayant pour origine des faits identiques.

8 Sur l'augmentation progressive des sanctions pécuniaires susceptibles d'être prononcées par l'AMF, cf. notre commentaire de la loi du 22 octobre 2010, RTDcom. 2011, p. 138, spéc. p. 141.

confirmaient, pour l'année en cours, les prévisions de marge opérationnelle précédemment annoncées au public sous forme d'une fourchette, alors que l'émetteur avait donné aux analystes financiers, lors de la conférence téléphonique, une information complémentaire chiffrée selon laquelle la marge opérationnelle serait plus proche de la limite basse de fourchette.

Il n'est pas démontré que le public ait été invité à se connecter à la conférence téléphonique dans les mêmes conditions que les analystes, ni que l'enregistrement de ladite conférence téléphonique ait été porté à la connaissance du public. À cet égard, la présence lors de cette conférence téléphonique de trois journalistes ne permet pas de considérer que l'émetteur a assuré en France un « accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent à la disposition des analystes financiers » au sens des dispositions de l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF précitées.

2 - Manque également à l'obligation d'accès égal des investisseurs aux sources et canaux d'information mis à disposition des analystes financiers, prévue à l'article 223-10-1 du Règlement général de l'AMF, l'émetteur qui communique à certains analystes financiers seulement des éléments d'information, non portés à la connaissance du public, concernant les résultats prévisibles de la société que ces analystes, à la suite de l'intervention de l'émetteur auprès d'eux, avaient intégrés dans leurs notes d'analyste, abaissant la notation de l'émetteur et faisant état de ce que ses objectifs de résultat précédemment annoncés seraient abandonnés.

3 - Manque à son obligation édictée à l'article 223-2 du Règlement général de l'AMF de communiquer dès que possible les informations privilégiées qui le concernent, l'émetteur qui ne révèle que plus d'un mois après en avoir eu connaissance l'information selon laquelle il n'atteindra pas ses objectifs annuels de résultats précédemment publiés.

1. L'émotion, les débats, la méditation, provoqués par les dramatiques événements qui ont frappé notre pays au début de cette année 2015 permettent-ils encore, et déjà, d'exprimer de la curiosité ou de l'intérêt pour l'austère matière qui retient habituellement l'attention des auteurs de cette chronique et de ses lecteurs ? C'est pourtant une très remarquable décision qu'a rendue le 13 décembre 2014 la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers. Celle-ci se penche en effet tout à la fois sur le manquement, assez rarement poursuivi, de publication tardive par un émetteur d'une information privilégiée, et sanctionne pour la première fois un émetteur pour violation de l'article 223-10-1 du Règlement général de l'AMF (RGAMF) qui impose aux émetteurs de donner un accès égal aux analystes et aux investisseurs à leurs sources et canaux d'information.

Rappelons brièvement les faits, tels qu'ils ressortent de cette décision de la Commission des sanctions.

2. Le 8 février 2012, la société Faurecia, équipementier automobile coté sur Euronext, présente ses résultats annuels pour l'exercice 2011 et formule à cette occasion ses objectifs pour l'année 2012 (sa *guidance*, aiment à dire les financiers...) : sont ainsi avancés par la société un chiffre d'affaires total compris entre 16,3 et 16,7 milliards d'euros, une marge opérationnelle comprise entre 610 et 670 millions d'euros et un *cash flow* net à l'équilibre.

Le 24 avril 2012, l'émetteur publie un communiqué de presse sur ses résultats du 1^{er} trimestre, et confirme à cette occasion

ses objectifs pour 2012 annoncés en février. Immédiatement à la suite de cette publication, se tient une conférence téléphonique à laquelle participe une cinquantaine d'analystes financiers et journalistes, au cours de laquelle le directeur financier s'exprime sur ces résultats et sur les perspectives à venir pour le reste de l'année. Le même jour, plusieurs analystes financiers diffusent des notes d'analyses.

Le 23 mai 2012, la société tient son assemblée générale mixte et, notamment, rappelle la *guidance* pour 2012 qu'elle avait publiée.

La situation évolue toutefois, puisque le 25 juin 2012, le comité exécutif de l'émetteur se réunit et évoque les résultats prévisionnels de la société du 1^{er} semestre, qui s'avèrent inférieurs aux objectifs annoncés. En vue de la publication des résultats du 1^{er} semestre, prévue le 24 juillet 2012, le directeur des relations investisseurs adresse au directeur de la communication la première version de la présentation qui serait faite à cette occasion, ce document faisant état d'une révision à la baisse des objectifs annuels annoncés le 8 février 2012, notamment en ce qui concerne la marge opérationnelle.

Mais alors que l'émetteur n'a plus communiqué sur ses résultats et objectifs, plusieurs notes de recherche sont diffusées au cours de la première semaine de juillet 2012, mentionnant que l'émetteur pourrait annoncer, lors de la publication de ses résultats semestriels, que les objectifs annuels ne seraient pas atteints. Effectivement, par communiqué de presse du 24 juillet 2012, l'émetteur présente ses résultats semestriels pour le premier semestre 2012, lesquels font ressortir un chiffre d'affaires en hausse de 3,8% par rapport à celui du 1^{er} semestre 2011 et une marge opérationnelle de 3,5% du chiffre d'affaires, en baisse par rapport au 1^{er} semestre 2011. Dans le même communiqué, l'émetteur révisé à la baisse ses perspectives pour l'année, en indiquant, pour l'ensemble de l'année 2012 des perspectives de chiffre d'affaires revues à 17,0/17,4 milliards d'euros (alors que les objectifs publiés en février s'établissaient entre 16,3 et 16,7 milliards) et une marge opérationnelle attendue entre 560 et 610 millions d'euros (alors que les précédents publiés en février s'établissaient entre 610 et 670 millions d'euros).

3. L'annonce anticipée par divers analystes de cette révision à la baisse des objectifs de l'émetteur, comme la chute de plus de 8 % du cours de ses titres ayant accompagné la publication de notes d'analystes, ont vraisemblablement attiré l'attention de l'AMF. Celle-ci ouvre alors une enquête sur l'information diffusée par l'émetteur.

Cette enquête aboutit à l'ouverture d'une procédure de sanction contre ce dernier et son président directeur général, où deux catégories de griefs distincts leur sont opposées. En premier lieu, il leur est reproché de n'avoir pas assuré, à deux reprises, un égal accès des investisseurs à l'information (I), au risque d'ailleurs de diffuser au public une information imprécise ou non sincère. Par ailleurs, le grief leur est fait de ne pas avoir communiqué dès que possible l'information privilégiée selon laquelle la société n'atteindrait pas les prévisions annuelles de résultats annoncées le 8 février 2012 et confirmées le 24 avril 2012 (II).

La Commission des sanctions a considéré l'ensemble des griefs caractérisés et a infligé à l'émetteur et son dirigeant une sanction pécuniaire. Examinons successivement les deux séries de manquements qui étaient poursuivis, qui soulèvent des questions aussi délicates qu'intéressantes.

I. La communication de l'émetteur avec les analystes et l'impératif d'accès égal des investisseurs à l'information

1. Le principe d'égalité d'accès à l'information

4. Parmi les principes qui organisent l'information donnée par les émetteurs au marché, celui de l'égal accès à l'information⁹ est primordial, surtout en notre village numérique global où les supports d'information et les vecteurs de sa diffusion se sont multipliés et démocratisés. L'on comprend la finalité de cette exigence, destinée à éviter la fameuse asymétrie d'information honnie sur les marchés financiers.

5. Ainsi, aux termes des articles 221-3 et 223-9 du RGAMF, l'information périodique et permanente de l'émetteur doit être diffusée par mise en ligne sur son site internet des documents ou communiqués, ce qui offre un accès théorique égal de ces informations à l'ensemble des investisseurs où qu'ils se trouvent. L'impact des nouveaux modes de communication sur l'information des émetteurs a d'ailleurs conduit l'AMF récemment à formuler, le 9 décembre 2014, une Recommandation n° 2014-15 sur la *Communication des sociétés cotées sur leur site internet et sur les médias sociaux*. Citons encore l'article 223-8 du RGAMF qui organise cette égalité au niveau international, ou encore le très récent projet de recommandation AMF sur l'information financière trimestrielle ou intermédiaire et qui souligne que « cette information sensible doit être traitée avec prudence par les émetteurs au regard de leurs obligations en matière d'égalité d'accès à l'information et de communication d'informations privilégiées ».

C'est la même exigence d'égalité d'accès à l'information qui impose à l'émetteur, aux termes de l'article 223-3 du RGAMF, lorsqu'il communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, d'en assurer la diffusion publique, simultanément en cas de communication intentionnelle ou rapidement en cas de communication non intentionnelle.

6. Une traduction particulière de l'impératif d'égalité d'accès à l'information en cas de communication licite d'information privilégiée à des tiers, existe au sujet des échanges entre l'émetteur et les analystes financiers. Cette question sensible avait déjà été soulevée par la Commission des opérations de bourse, à l'occasion du rapport de son groupe de travail, présidé par M. Lepetit, sur les avertissements sur résultats¹⁰, qui soulignait la nécessité de « *Mieux gérer les relations avec les analystes financiers et maintenir les conditions d'égalité dans l'accès à l'information* ». L'examen de la jurisprudence relative aux manquements d'initié révèle aussi à quel point des informations privilégiées risquent d'être communiquées à l'occasion des rapports, légitimes, entre émetteurs et analystes financiers¹¹.

⁹ À ce sujet, v. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^e éd. 2010, § 432 ; J.-M. Moulin, *Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier* : Bull. Joly bourse 2000, p. 117.

¹⁰ COB, *Rapport du groupe de travail présidé par M. J.-F. Lepetit sur les « annonces sur résultats » et recommandations proposées*, publié le 6 avril 2000, en ligne sur le site internet de l'AMF.

¹¹ Voir par exemple, sur le fondement de l'article 223-3 (ancien article 222-4)

Ainsi, l'article 223-10-1 du RGAMF, introduit par l'arrêté du 4 mai 2007, dispose que : « *Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières* ». La plus récente illustration de l'impact de nouveaux modes de communication sur l'information des émetteurs ressort de la Recommandation AMF n° 2014-15 sur la *Communication des sociétés cotées sur leur site internet et sur les médias sociaux* du 9 décembre 2014, qui a déjà été évoquée, et qui invite les émetteurs, en application des articles 223-8 et 223-9 du règlement général de l'AMF, à mettre en ligne les présentations (ou *slides shows*) diffusées lors des réunions avec les analystes et les investisseurs systématiquement et sans délai au plus tard au début des réunions concernées.

2. La communication aux analystes d'informations non immédiatement rendues publiques

7. En l'espèce, il était reproché par l'AMF à la société émettrice de n'avoir pas respecté, à deux reprises, l'impératif de mise à disposition du public des mêmes sources et canaux d'informations que ceux communiqués aux analystes en relation avec cette société.

2.1. Information donnée aux seuls analystes sur la probabilité d'un résultat plus proche de la borne basse d'une fourchette d'objectifs de résultat

8. D'abord, l'émetteur aurait transmis à certains analystes financiers, lors d'une conférence téléphonique du 24 avril 2012 organisée par ses soins immédiatement après la mise en ligne du communiqué de presse confirmant ses objectifs, des éléments d'information complémentaires à ceux contenus dans le communiqué. Ce communiqué, et la présentation financière mise en ligne le même jour sur le site Internet de l'émetteur, confirmaient, pour l'année 2012, les prévisions précédemment annoncées au public, et notamment celles relatives à la marge opérationnelle évaluée entre 610 et 670 millions d'euros. Mais l'émetteur aurait donné aux analystes, lors de la conférence téléphonique, une information complémentaire chiffrée selon laquelle la marge opérationnelle serait plus proche de 610 millions que de 670 millions d'euros.

9. Cette accusation était contestée par l'émetteur, à défaut d'enregistrement audiophonique de la conférence téléphonique, et donc en l'absence de preuve directe du contenu des informations communiquées aux analystes à cette occasion. Mais l'AMF avançait au soutien de son grief une retranscription établie par l'un des analystes, ainsi que diverses notes d'analyse diffusées aux clients où il était mentionné que la direction de l'émetteur avait, à l'occasion de la conférence téléphonique, « *indiqué* », « *suggéré* » ou « *déclaré* », suivant les termes retenus par l'une ou l'autre de ces notes, que ses résultats se situeraient plus probablement dans le bas de la fourchette de la marge opérationnelle avancée dans la *guidance*. La Commission des sanctions a dès lors considéré qu'il

était suffisamment établi que l'émetteur avait communiqué, lors de la conférence téléphonique, une information qui n'avait pas été précisée dans la communication publique.

10. L'on peut alors concevoir deux parades pour repousser ce grief, qui sont abordées par la décision ici rapportée.

La première aurait consisté pour celui-ci à démontrer qu'il avait invité le public à participer à la conférence téléphonique au cours de laquelle les informations en litige ont été communiquées. Ainsi, tout investisseur aurait eu la possibilité d'accéder dans le même temps que les analystes à la même source et au même canal d'information que ceux mis à leur disposition, pour reprendre les termes de l'article 223-10-1 du RGAMF. La seconde aurait découlé de la mise en ligne sur le site de l'émetteur de l'enregistrement de la conférence téléphonique, ou de la retranscription de cette conférence. Une telle solution présenterait certes la limite de n'avoir pas donné un accès à l'information dans les mêmes délais qu'aux analystes, mais au moins le contenu de l'information eût-il été identique.

La décision de la Commission des sanctions ne permet pas de savoir si le premier moyen de défense a été mis en avant par les personnes poursuivies. Il est par contre clair que les défenseurs ont argué de la mise en ligne d'un enregistrement de la conférence sur le site de l'émetteur. Mais la Commission des sanctions écarte ce moyen de défense, en relevant que l'émetteur et son dirigeant n'ont pas réussi à prouver cette mise en ligne, en raison de problèmes techniques ayant affecté le site internet, et qui n'avaient pas permis de retrouver trace d'une telle mise en ligne. La Commission semble ne pas avoir été convaincue de son existence, en dépit d'une attestation en ce sens (mais dont le contenu ne ressort pas clairement de la décision) du prestataire informatique de l'émetteur.

11. Enfin, un dernier argument de défense des mis en cause est écarté par la Commission, qui a retenu que la présence lors de cette conférence téléphonique de trois journalistes ne permet pas de considérer que l'émetteur avait assuré l'accès égal des investisseurs aux sources et canaux d'informations mis à la disposition des analystes financiers.

L'on comprend l'approche de l'émetteur : puisqu'étaient présents à cette conférence non seulement des analystes dont la vocation est de diffuser leurs travaux dans un cercle défini et restreint, mais également des journalistes dont le métier tend à communiquer l'information au public, l'égalité de diffusion de cette information avait vocation à être assurée.

Mais l'on saisit tout autant les limites de cet argument. D'abord car, traditionnellement, la jurisprudence (se penchant sur les contours de l'information privilégiée) n'admet pas que la communication d'une information à un journaliste ou un ensemble de journalistes rend nécessairement cette information publique¹². Ensuite, parce que la discussion, portée sur le terrain de l'article 223-10-1 du RGAMF, tend justement à vérifier si un accès égal et simultané aux sources et canaux d'information des analystes a été assuré aux investisseurs. Assurer un accès égal des journalistes aux informations communiquées aux analystes laisse encore subsister une strate intermédiaire à l'accès du public à la source ou au canal d'information, sauf, par exemple, à ce que les journalistes, en

du RGAMF : Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-28.337 : Bull. Joly bourse 2012, p. 157, et la décision de la Commission des sanctions dans la même affaire : AMF, Commission des sanctions, 10 décembre 2009, SAN 2010-06.

12 Sur ce thème, voir : D. Martin et K. Angel, *Réflexions sur la mise à disposition du public d'une information privilégiée*, Bull. Joly Bourse, 2010, § 36, p. 274.

accord avec l'émetteur, rendent le plus rapidement cette source disponible au public.

12. L'on relèvera enfin qu'outre la violation de l'article 223-10-1 du RGMF, la Commission des sanctions n'a pas considéré que l'émetteur avait diffusé une information exacte, précise et sincère, eu égard aux informations dont il disposait sur ses futurs résultats probables, et eu égard à la précision qu'il avait donné aux analystes lors de la conférence téléphonique.

La motivation de la décision de la Commission est sur ce point ramassée, se focalisant sur le fait qu'il ressortirait de la conférence téléphonique « *que [l'émetteur] avait connaissance des mauvais chiffres de la production automobile en Europe et pouvait donc anticiper que la marge opérationnelle serait proche de la limite basse de la fourchette.* ». En confirmant la *guidance* qui avait été communiquée au marché le 8 février 2012, la société, compte tenu des informations dont elle disposait, n'avait pas délivré au public une information exacte, précise et sincère.

N'avançant guère plus d'élément au soutien de la caractérisation du manquement, la décision peut sembler sévère.

D'abord, en fait, par la corrélation qu'elle retient entre la connaissance des mauvais chiffres du secteur où opère l'émetteur, connaissance dont est déduite l'anticipation par la société de mauvais résultats.

Ensuite, et même si l'infraction est différente de celle ici caractérisée, par l'approche plus ferme que par le passé, d'une fausse information susceptible de découler de la publication de simples objectifs¹³. Était-il en l'occurrence nécessaire de réviser ou préciser les objectifs précédemment affichés, alors même que les prévisions de la société demeuraient dans la fourchette d'objectifs qui avait été publiée ? La commission des sanctions n'a pas toujours été aussi exigeante, ayant parfois considéré que ne pourrait être sanctionnée que la publication, ou le maintien, d'objectifs « *exagérément optimistes au regard de la situation réelle* »¹⁴ ou de « (...) *prévisions ou objectifs [qui] reposent, au moment où ils sont formulés, sur des données fausses, [qui] ne peuvent manifestement être atteints, ou lorsque la façon dont ils sont présentés est susceptible d'induire le public en erreur* »¹⁵. L'AMF avait même pu retenir dans une autre affaire que « *l'excès d'optimisme manifesté par les mis en cause les a conduit à communiquer au cours des dix premiers mois de l'exercice 2001 des prévisions qui se sont finalement avérées inexactes ; que celles-ci ne constituent pas pour autant des informations trompeuses dès lors que, fondées sur des éléments objectifs, elles ont été présentées comme des anticipations et ont comporté un aspect aléatoire qui n'a pas échappé au marché, dont elles n'ont pas faussé le fonctionnement (...)* ».

Il peut alors sembler que la disparité entre l'information donnée aux analystes lors de la conférence téléphonique et

celle confirmée au marché par le communiqué, même si elle ne portait que sur l'un des objectifs, ait pesé sur l'analyse, relativement sévère, par la Commission des sanctions de la caractérisation du manquement de communication d'une information imprécise, inexacte ou trompeuse dans notre affaire.

2.2. Information donnée aux seuls analystes financiers sur des résultats annuels prévisibles de la société

13. Une seconde violation de l'article 223-10-1 du RGAMF était reprochée à l'émetteur et son dirigeant. Il leur était ainsi reproché d'avoir communiqué à certains analystes seulement des éléments d'information, non portés à la connaissance du public, concernant les résultats prévisibles de la société que ces trois analystes avaient intégrés dans des notes publiées au début du mois de juillet 2012, abaissant la note de l'émetteur et faisant état de ce que sa *guidance* précédemment annoncée serait abandonnée¹⁶. Les enquêteurs de l'AMF et son collègue avançaient ainsi que ces publications auraient fait suite à l'intervention de l'émetteur, et plus particulièrement à celle de son directeur des relations investisseurs, auprès de ces analystes financiers, lequel, notons-le, n'a pas été poursuivi.

14. La Commission des sanctions a considéré ce manquement comme constitué, en s'appuyant sur plusieurs contacts et échanges apparemment intervenus entre les représentants de l'émetteur et les analystes, qui auraient tendu à convaincre ces derniers d'abaisser leurs anticipations de résultats de l'émetteur. Pourtant, ce dernier soutenait n'avoir communiqué aux analystes que des éléments connus du public. En outre, les trois analystes dont les études étaient visées par la poursuite avaient affirmé au cours de l'enquête que leur anticipation de l'abandon par l'émetteur de sa *guidance* annuelle ne reposait que sur des données exogènes et non sur des informations non publiques communiquées par leurs interlocuteurs au sein de l'émetteur. L'on comprend que la décision de la Commission des sanctions découle donc d'une appréciation des éléments de preuve qui lui étaient soumis.

15. La défense des personnes mises en cause n'a pas convaincu la Commission. Elle a ainsi retenu que l'un des trois analystes avait déclaré avoir eu confirmation par le directeur des relations investisseurs de l'émetteur que l'une des conclusions à laquelle il aboutissait n'était pas « *intégrée par le marché* ». Un autre des analystes concernés avait communiqué le projet de sa note au directeur des relations investisseurs de l'émetteur la veille de sa publication, projet qui contenait l'éventuel abandon de la *guidance*, ce qui n'avait provoqué aucune réaction. La décision met également en avant certains des courriels échangés entre le dirigeant de l'émetteur et son directeur des relations investisseurs, par lesquels ce dernier informait celui-là de ces contacts avec certains des analystes, qu'il aurait « *fortement conseillé de se mettre assez bas* » sur les prévisions de marge opérationnelle, ou encore selon lesquels « *L'analyste révisé à la baisse ses attentes sur [l]es « conseils » »* du directeur des relations investisseurs. En outre, la décision relève qu'un autre analyste avait reconnu que ce directeur lui avait expressément indiqué que la société n'atteindrait pas sa *guidance*, à la suite de quoi, le service de « *compliance* » de l'analyste lui aurait fait inter-

13 Sur le manquement de publication d'informations imprécises, inexactes ou insincères en cas de publication d'informations prévisionnelles, v. F. Bouaziz, E. Dezeuze, D. Martin, en collaboration avec M. Françon, *Les abus de marché*, Lexis Nexis 2013, n° 313 et s.

14 AMF, Commission des sanctions, 4 octobre 2007, SAN-2007-30, confirmé par CA Paris, 7 octobre 2008, n° 08/01096.

15 AMF, Commission des sanctions, 27 novembre 2009, SAN 2009-33, dans l'affaire dite EADS, où le grief formé contre l'émetteur de diffusion d'information imprécise inexacte ou trompeuse relative aux objectifs de la société avait été rejeté.

16 L'émetteur a en effet ajusté à la baisse ses objectifs à l'occasion de la publication de ses résultats au 1^{er} semestre 2012 : voir le communiqué de presse de Faurecia du 24 juillet 2012, disponible sur son site Internet.

diction de publier et de communiquer sa note, jusqu'à la communication officielle de la société. Il semble ainsi que ce prestataire de services d'investissement ait considéré que l'information qu'il avait reçue son analyste pouvait être une information privilégiée qui ne devrait, à ce titre, pas être diffusée à ses *traders* ou à ses clients¹⁷.

La question vient à l'esprit du lecteur, de l'intérêt pour l'émetteur de pousser les analystes à plus de modération sur leurs prévisions, plutôt que de publier un avertissement sur résultats. La réponse est susceptible de ressortir de l'un des courriels adressés au directeur des relations investisseurs à son président directeur général, courriel ici encore cité par la décision de la Commission des sanctions : « *Je continue de contacter les analystes sous le prétexte du SI pour les faire baisser, ainsi le 24 Juillet le consensus devrait être vers les 580m€ ... ainsi on ne fera pas de « profit warning » ...* ». Les conseils ou invitations donnés aux analystes de réviser à la baisse leurs anticipations de résultats semblent ainsi avoir été destinés à faire baisser le consensus de ces analystes, pour qu'il approche les nouveaux objectifs (non encore communiqués) par l'émetteur... ce qui aurait alors évité une annonce sur résultats de l'émetteur avant la publication de ces derniers. L'on retrouve dans cette conviction de l'émetteur un écho de la position exprimée en son temps par la Commission des opérations de bourse¹⁸, qui suggère qu'une annonce sur résultats ne serait nécessaire que « *lorsqu'une entreprise est amenée à constater que ses résultats attendus seront de façon significative inférieurs à la fourchette d'estimation donnée par un consensus de marché peu dispersé, et si les dirigeants concluent après examen que cet écart provient d'une insuffisante explicitation de sa stratégie, de ses déterminants économiques propres ou de son degré de sensibilité aux variables exogènes* ». La solution persisterait sous l'empire du règlement général de l'AMF. Il est concevable de qualifier d'information privilégiée une révision sensible prochaine par l'émetteur de ses objectifs de résultats, et cette information devrait donc être révélée le plus promptement au marché, conformément à l'article 223-2 du RGAMF (cette question va être abordée ci-après). Mais il est aussi concevable de considérer que l'information sur la modification par l'émetteur de ses objectifs de résultats n'est pas une information privilégiée, faute d'avoir une incidence sur la décision d'un investisseur raisonnable, si ces nouveaux objectifs ne s'éloignent pas des attentes du marché, telles que guidées par les prévisions diffusées des analystes, vraisemblablement intégrées dans la fixation du cours.

Ce sont ces interventions apparentes auprès des analystes (certes contestées par l'émetteur, voire par les analystes eux-mêmes) qui ont pu conduire à présenter l'affaire ici rapportée comme un cas « *pilotage* » du consensus des analystes¹⁹, expression que la Commission des sanctions ne reprend pas à son compte. L'on remarquera qu'en dépit de la portée que l'autorité de poursuite de l'AMF a ainsi voulu donner à cette

affaire en mettant en avant un tel « *pilotage* », elle n'est pas allé jusqu'à soutenir que serait intervenue une communication illicite d'une information privilégiée par l'émetteur aux analystes, préférant cantonner la discussion sur le terrain de la rupture d'égalité dans l'accès aux sources et canaux d'information. C'est d'ailleurs pour cette raison que la Commission des sanctions a pu relever, en retenant le manquement à l'article 223-10-1 que l'argument soulevé par les mis en cause, relatif au fait que les contacts entre le directeur des relations investisseurs et les analystes financiers ont toujours été établis à l'initiative de ces derniers, de sorte que la société ne serait donc pas « *intervenue* » auprès des analystes financiers, était inopérant. Ainsi, en raison du fondement juridique même du grief avancé par l'autorité de poursuite, la Commission n'a pas eu à se pencher sur les manœuvres qu'insinuaient en quelque sorte l'accusation, et a cantonné la discussion à une rupture objective d'égalité à l'accès à l'information.

Mais de surcroît, le fait que l'émetteur n'ait communiqué qu'à certains analystes ses vues sur ses résultats prévisibles a été considéré comme caractéristique du manquement de publication tardive d'une information privilégiée. Examinons à présent cet aspect de la décision.

II. La publication tardive d'une information privilégiée relative à la révision des objectifs de l'émetteur

1. L'information privilégiée relative à la révision des objectifs de l'émetteur

16. Au-delà des deux griefs fondés sur l'article 223-10-1 du RGAMF qui viennent d'être examinés, il était reproché à l'émetteur et son dirigeant de n'avoir pas communiqué dès que possible l'information privilégiée selon laquelle la société n'atteindrait pas les prévisions annuelles de résultats annoncées le 8 février 2012 et confirmées le 24 avril 2012, et d'avoir ainsi manqué à ses obligations résultant de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF.

L'on se souvient que cet article dispose en paragraphe I que : « *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* », son paragraphe II prévoyant quant à lui que : « *L'émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information (...)* ».

En l'espèce, il appartenait à la Commission des sanctions de vérifier que l'information relative à l'impossibilité pour l'émetteur d'atteindre ses prévisions annuelles de résultats était bel et bien une information privilégiée et que l'émetteur n'avait aucun motif légitime de différer cette publication.

1.1. Sur le caractère privilégié de l'information

17. La question de la nécessité pour un émetteur de révéler au public qu'il ne sera pas capable de tenir les objectifs de résultats qu'il avait précédemment publiés est, nous l'avons

17 Voir pour la poursuite, et la mise hors de cause d'un analyste, suspecté d'avoir communiqué à un vendeur d'actions de sa société des informations privilégiées reçues d'un émetteur : AMF, Commission des sanctions, 12 novembre 2009, SAN 2010-03.

18 COB, rapport du groupe de travail présidé par M. J.-F. Lepetit sur les « *annonces sur résultats* » et recommandations proposées, publié le 6 avril 2000, en ligne sur le site internet de l'AMF.

19 Les Echos du 11 décembre 2014, *L'AMF prête à sévir contre le « pilotage » des analystes financiers*, par L. Boisseau ; L'Agefi du 11 décembre 2014, *L'AMF s'attaque au pilotage du consensus des analystes*, par B. de Rouilhac.

évoqué, assez classique, puisqu'elle a donné lieu aux réflexions de la COB sur les annonces sur résultats²⁰, aucunement obsolètes depuis l'adoption du Règlement général de l'AMF et son article 223-2. D'ailleurs, l'article 223-5 du RGAMF prévoit également que « *Tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être divulgué rapidement selon les mêmes modalités que celles utilisées lors de leur diffusion.* »²¹. En outre, la jurisprudence a eu l'occasion d'affirmer que le dépassement par la société des objectifs qu'elle avait précédemment publiés, et dans une mesure excédant le consensus des analystes, pouvait caractériser une information privilégiée²².

Dès lors, appliquée aux objectifs publiquement affichés par l'émetteur, la combinaison des articles 223-2 et 223-5 du RGAMF lui impose de communiquer dès que possible, s'il apparaît que les objectifs qu'il a exposés au public ne pourront pas être tenus, sauf à pouvoir arguer d'un motif légitime.

La Commission des sanctions a donc vérifié si, en l'espèce, l'évolution de la situation de l'émetteur s'écartait des objectifs qu'il avait publiés et si un tel écart caractérisait une information privilégiée.

18. Aux termes des griefs notifiés, l'émetteur aurait acté, le 25 juin 2012, au cours d'une réunion de son comité exécutif, l'existence d'un écart entre la prévision communiquée le 8 février 2012, soit une marge opérationnelle entre 610 et 670 millions d'euros, et les données disponibles en interne contenues dans le plan à moyen terme de l'entreprise, soit une marge opérationnelle autour de 600 millions d'euros. Un premier projet de présentation des résultats semestriels établi le lendemain faisait état d'une révision à la baisse des prévisions pour l'année 2012, la nouvelle fourchette de marge opérationnelle étant fixée entre 580 et 620 millions d'euros, proche de celle qui serait définitivement communiquée au marché un mois plus tard.

L'émetteur et son dirigeant faisaient quant à eux valoir qu'au 26 juin 2012, il n'était pas acquis que la société n'atteindrait pas les objectifs annoncés, et que dès lors l'information en cause ne pouvait donc être précise, dans la mesure où les données financières disponibles en interne, n'étaient que provisoires, non fiables et insusceptibles d'être exploitées ou communiquées au public. D'ailleurs, le comité exécutif de la société avait décidé, au vu de ces résultats provisoires, la mise en œuvre d'un plan d'action destiné à atteindre les objectifs annoncés qui serait discuté lors des comités opérationnels devant se tenir à la mi-juillet 2012. En définitive, ce n'aurait

été qu'à compter du 11 juillet 2012 que les données collectées permettaient de constater que la *guidance* annoncée le 8 février 2012 ne serait probablement pas atteinte d'environ quelques millions d'euros.

19. La Commission des sanctions ne s'est pas arrêtée à ces arguments et a considéré que l'information en question revêtait tous les caractères d'une information privilégiée.

20. Aux termes de la décision, cette information était d'abord suffisamment précise au sens de l'article 621-1 du RGAMF, dès lors qu'au 26 juin 2012, l'émetteur disposait déjà de ses résultats des mois de mars, avril et mai 2012, et des éléments relatifs à la pré-clôture, lesquels annonçaient des prévisions de résultats inférieures aux objectifs annoncés ; en outre, la première version du projet de présentation des comptes semestriels 2012, telle qu'élaborée par le directeur des relations investisseurs de l'émetteur et adressée par lui au directeur financier et au directeur de la communication, le 26 juin 2012, faisait expressément mention d'une nouvelle fourchette de marge opérationnelle comprise entre 580 et 620 millions d'euros ; quant au plan d'action envisagé lors du comité exécutif, il devait encore être discuté lors des prochains comités opérationnels prévus à la mi-juillet, et ses effets, selon la Commission, ne pouvaient encore être sérieusement anticipés.

21. Alors qu'il n'était pas contesté que l'information n'était pas publique, la Commission souligne néanmoins que le fait que, comme nous l'avons évoqué, trois analystes aient publié, lors de la première semaine de juillet 2012, des notes faisant mention de l'abandon par l'émetteur de ses objectifs annoncés en février, ne permettait pas de conférer à cette information un caractère public avant que la révision des objectifs n'ait été rendue publique par communiqué du 24 juillet 2012.

22. Enfin, les deux personnes poursuivies n'admettaient pas que l'information en cause ait pu avoir un effet potentiel sur le cours du titre, dès lors qu'elle aurait déjà été anticipée par le marché, qui était informé de la tendance baissière de la production automobile européenne et de son impact sur les objectifs de l'émetteur. À cet égard, il n'était pas indifférent de relever que le cours du titre de l'émetteur avait décroché au moment de la publication des notes de recherche des analystes anticipant l'alerte sur les résultats de juillet 2012 (-8,1% du 4 au 9 juillet tandis que l'indice sectoriel ne perdait que 4,1%). Mais ici encore, la Commission des sanctions n'a pas retenu cet argument.

D'abord, elle affirme, sous forme de principe, que l'annonce par un émetteur de ce que ses prévisions de résultat ne sont pas atteintes constitue une information qu'un investisseur raisonnable est susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement.

Ensuite, elle rappelle que la société avait confirmé les objectifs annoncés au public le 8 février 2012 dans un nouveau communiqué du 24 avril 2012, et qu'elle avait indiqué, non au public mais aux seuls participants de la conférence téléphonique du 24 avril 2012, que ses résultats se situeraient, pour la marge opérationnelle, plus probablement dans le bas de la fourchette ; puis elle avait, à l'occasion de son assemblée générale du 23 mai 2012, une nouvelle fois confirmé être « *mobilisée pour se tenir à ces objectifs* ». En outre, la Commission relève qu'aux termes du consensus que la société avait établi le 21 juin 2012, les analystes financiers prévoient une marge opérationnelle pour la médiane, à 610 millions d'euros,

20 Voir le rapport du groupe de travail présidé par M. J.-F. Lepetit sur les « *avertissements sur résultats* » publié le 6 avril 2000, précité.

21 Voir pour la nécessité pour l'émetteur de communiquer en cas d'évolution sensible des informations ayant donné lieu à communication précédente : pour l'échec de négociation dont l'existence avait fait l'objet d'un communiqué : AMF, Commission des sanctions, 1^{er} décembre 2005, SAN 2006-05 ; Rev AMF 2006, n° 22, p. 89 ; ou en cas d'impossibilité de mener à bien un contrat important de la société, sur lequel celle-ci avait précédemment communiqué : AMF, Commission des sanctions.

22 Voir, sur le terrain de l'article 631-6 du RGAMF qui interdit à l'émetteur d'exécuter un programme de rachat d'actions s'il détient une information privilégiée, AMF, Commission des sanctions, 22 janvier 2009, SAN 2009-07 ; Rev. droit bancaire et financier 2009 n° 3, com. n° 108, p. 79, note S. Torck ; Banque et droit, n° 125, mai-juin 2009, p. 33 note H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; RSC 2010, p. 161, note F. Stasiak ; confirmé par CA Paris, Pôle 5 chambre 7, 23 février 2010, Bull. Joly Bourse mai 2010, n° 3, p. 214, note D. Schmidt ; Droit des sociétés mai 2010, com. N° 95, note R. Mortier ; et sur pourvoi en cassation, Cass. com., 29 mars 2011, Rev. Soc. 2011, p. 501, note E. Dezeuze.

soit le bas de la fourchette annoncée et, pour la moyenne, à 622 millions d'euros, à l'intérieur de la fourchette ; dès lors, les estimations des analystes financiers (dont la Commission relève en passant qu'elles s'analysent comme des appréciations subjectives réalisées par des tiers à la société) ne permettaient pas de considérer que le public avait, au 21 juin 2012, réellement anticipé le décalage à la baisse de la *guidance*.

L'information revêtait donc tous les caractères d'une information privilégiée.

1.2. Sur la communication dès que possible de l'information privilégiée

23. En conséquence de la nature privilégiée de l'information concernée, l'émetteur et son dirigeant, par application de l'article 223-2 et du dernier alinéa de l'article 221-1, auraient dû la publier aussi rapidement que possible.

Or, la Commission relève que la révision de ses objectifs par l'émetteur n'interviendra qu'un mois plus tard, à l'occasion de la publication de ses résultats semestriels. Pour la Commission, et comme nous l'avons déjà évoqué, la seule raison qu'aurait eue l'émetteur d'ainsi différer cette publication était sa volonté de tenter de faire baisser le consensus des analystes, par les contacts précédemment exposés de sa direction des relations investisseurs avec ceux-ci par la décision, et ce afin d'éviter un avertissement sur résultat.

24. Enfin, la Commission a écarté l'argument des mis en cause, qui prétendaient se prévaloir d'un rapport de l'Observatoire Communication Financière (OCF) intitulé « *Cadre et Pratique de Communication Financière* » de juin 2011²³ aux termes duquel « *Lorsque l'émetteur choisit de publier des données financières prospectives quantitatives le concernant, la pratique consiste en général à communiquer cet objectifs ou ces prévisions à l'occasion de la publication de ses résultats semestriels ou annuels* ». Cette position est compréhensible : un tel guide pratique, émanant d'une association composée de professionnels des marchés financiers ou praticiens du droit boursier²⁴, n'a qu'une simple vocation doctrinale et ne saurait lier le régulateur ni la Commission des sanctions et les juridictions de recours. En outre, la partie citée du guide ne portait pas sur la question, concernée en l'espèce, de l'information permanente, laquelle est par ailleurs abordée dans le même rapport de l'OCF, notamment sous l'angle des *profit warnings*.

La Commission des sanctions a donc retenu à l'encontre de l'émetteur (mais aussi de son dirigeant, dont elle a souligné le rôle actif dans la commission des faits poursuivis) la caractérisation du manquement à l'obligation de publier aussi tôt que possible l'information relative à l'impossibilité pour l'émetteur d'atteindre les objectifs qu'il avait rendus publics puis confirmés en février, avril et mai 2012.

25. En répression des trois griefs ainsi notifiés, la Commission a infligé à l'émetteur une sanction, rigoureuse, de 2 millions d'euros et à son dirigeant une sanction, aussi ferme, de 100 000 euros.

L'émetteur ayant formé recours contre cette décision²⁵, gageons que nous aurons l'occasion de vérifier si la cour d'appel de Paris adoptera la même analyse de chacun des trois manquements.

■ E. D. ■

23 Ce guide est disponible à l'adresse internet suivante : http://www.observatoirecomfi.com/cadre_pratiques_de_communication_financiere/files/assets/basic-html/index.html#1.

24 Pour une présentation de l'Observatoire de la communication financière, se reporter à son site internet : http://www.observatoirecomfi.com/fr/90/Qui_sommes_nous/Presentation_de_l_OCF.html.

25 V. le communiqué de Faurecia du 13 décembre 2014, disponible sur son site Internet.

Actualité du régime fiscal des sociétés mères et filiales

Cyril Valentin

Avocat associé

Marguerite Galois-Boyé

Avocat à la cour

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP

1. L'actualité – législative et jurisprudentielle – du régime mère-fille a été particulièrement riche au cours de l'année 2014. Les précisions ou modifications apportées affectent la quasi-intégralité du régime, qu'il s'agisse de ses conditions d'application, de la définition des produits éligibles ou des modalités d'imposition. La présente étude a pour objet de revenir sur l'ensemble de ces points, afin de donner une photographie d'ensemble du régime en ce début d'année 2015 et d'identifier les axes de réflexion qui demeurent ouverts¹.

1 Nous ne commenterons pas, dans la présente étude, les récentes décisions en matière d'abus de droit au regard du régime mère-fille, dans la mesure où l'étendue et la complexité du sujet appelleraient de longs développements autonomes. Nous noterons simplement que le Conseil d'État a récemment été amené à confirmer sa jurisprudence Garnier Choiseul (CE, 17 juill. 2013, n° 352989, *min. c/ SARL Garnier Choiseul Holding* ; RJF 11/13 n° 1064 ; Dr. fisc. 2013, n° 41, comm. 477, concl. F. Aladjidi, note F. Deboissy et G. Wicker) dans le cadre d'un montage « coquillard » (CE, 23 juin 2014, n° 360708, *min. c/ Sté Groupement Charbonnier Montdiderien* ; RJF 10/14 n° 925 ; concl. F. Aladjidi au BDCF 10/14 n° 99 ; Dr. fisc. 2014, n° 27, act. 373 et n° 43-44, comm. 598 avec note O. Fouquet). Dans ces deux arrêts, le Conseil d'État relève que le fait d'acquiescer des sociétés ayant cessé leur activité initiale et liquidé leurs actifs dans le but d'en récupérer les liquidités par le versement de dividendes exonérés d'impôt sur les sociétés en application du régime mère-fille, sans prendre aucune mesure de nature à leur permettre de reprendre et développer leur ancienne activité ou d'en trouver une nouvelle, va à l'encontre de l'objectif de ce régime tel qu'il existe en droit français, qui est de favoriser l'implication de sociétés mères dans le développement économique de sociétés filles pour les besoins de la structuration et du renforcement de l'économie française. De même, le Comité de l'abus de droit fiscal (CADF), dans une affaire n° 2013-44 (Dr. fisc. 2014, n° 9, 182 et n° 41, 568 étude par G. Entraygues), a conclu à l'existence d'un abus de droit dans un schéma complexe impliquant des actions de préférence émises par une société américaine, dont les produits ouvraient droit au bénéfice du régime mère-fille en France mais étaient traités comme des intérêts déductibles pour la société versante.

I. Champ d'application du régime mère-fille

1. Conditions relatives aux filiales distributrices

2. **Absence de condition de forme.** – À titre liminaire, il est rappelé que le régime des sociétés mères, prévu aux articles 145 et 216 du Code général des impôts (CGI), n'impose pas de condition de forme particulière aux sociétés distributrices. Il s'ensuit que ce régime est, d'une manière générale, susceptible de s'appliquer à l'ensemble des dividendes perçus par une société mère, quelle que soit la forme juridique de la société émettrice, dès lors que lesdits produits procèdent d'une participation répondant aux conditions mentionnées à l'article 145 du CGI, sous réserve des exclusions prévues à cet article.

3. **Exclusion des filiales sociétés de personnes.** – L'administration fiscale a néanmoins précisé dans sa doctrine publiée que ne peuvent constituer des filiales au sens du régime des sociétés mères, les sociétés de personnes dont les résultats relèvent de l'article 8 du CGI². Ainsi, les sociétés de personnes non soumises à l'impôt sur les sociétés et dont les résultats sont imposables par transparence du chef de leurs associés ne sont pas considérées comme des filiales aux fins du régime mère-fille (sur la problématique – voisine, mais distincte – des distributions perçues d'une filiale éligible par l'intermédiaire d'une société de personnes ou d'une entité étrangère assimilée, cf. §§ 34 et s. *infra*).

4. **Conditions relatives à la fiscalité de la société distributrice ?** – À l'exception de cette condition négative tenant aux sociétés de personnes, il n'existe pas à l'heure actuelle de condition générale relative à la fiscalité de la société filiale. Seuls certains produits sont soumis à des exclusions spécifiques tenant au régime fiscal de la société distributrice (voir §§ 40 et s. *infra*). Cependant, plusieurs initiatives récentes ont tenté de limiter le champ d'application du régime mère-fille aux seules situations dans lesquelles les produits distribués ou la filiale distributrice elle-même sont soumis à une imposition.

5. Ainsi, le tribunal administratif de Montreuil a refusé, dans un jugement du 1^{er} juillet 2014³, le bénéfice du régime des sociétés mères à des « *interim dividends* » (acomptes sur dividendes) distribués par une société britannique.

6. En l'espèce, l'administration fiscale avait refusé à une société mère française la déduction d'une partie des dividendes

2 BOI-IS-BASE-10-10-10-10, n° 150, du 25 juillet 2014.

3 TA Montreuil, 1^{er} juill. 2014, n° 1210110, *Compagnie Saint-Gobain* ; RJF 11/14 n° 989 ; Dr. fisc. 2014, n° 39, comm. 545 de N. Peton-Philippot ; « *Interim dividends* » : éligibilité au régime des sociétés mères ? (TA Montreuil, 01/07/14, n° 12101102), par T. Granier et B. Foucher, La Lettre des fusions-acquisitions et du Private equity, Supp. d'Option finance n° 1296 du 8 décembre 2014, p. 10.

reçus de sa filiale britannique, au motif que le montant du résultat comptable de la filiale à la clôture de l'exercice au cours duquel avaient été décidées ces distributions était inférieur au montant des sommes effectivement distribuées. Pour confirmer la position de l'administration, le tribunal, dans un premier temps, reprend la formule de principe dégagée par la jurisprudence du Conseil d'État⁴ selon laquelle les « produits nets de participation » mentionnés à l'article 216 du CGI et ouvrant droit au régime mère-fille doivent trouver leur origine dans les « résultats » que dégagent les filiales et dont le versement à leur société mère procède des droits attachés aux participations de celle-ci dans ces filiales. Ensuite, concernant l'origine des distributions, le tribunal relève qu'en l'espèce, le résultat net final de la société distributrice à la clôture de l'exercice au cours duquel avaient été décidées ces distributions, ajouté au montant des réserves disponibles, était inférieur au montant des acomptes litigieux ; curieusement, le tribunal en déduit que lesdits acomptes n'ont donc pu être intégralement prélevés sur le résultat imposable de la société distributrice, ce dont il résulterait, selon le tribunal, que les acomptes ne sauraient entrer dans le champ d'application du régime mère-fille.

7. En d'autres termes, le tribunal semble interpréter la notion de « résultat », au sens de la jurisprudence précitée, comme visant le résultat fiscal et non pas le résultat comptable. La motivation du jugement paraît donc ressortir d'une appréciation implicite selon laquelle la finalité du régime mère-fille étant de prévenir la double imposition des bénéfices distribués, il y aurait lieu de refuser l'application du régime dans la mesure où les bénéfices considérés n'ont pas effectivement subi l'impôt au stade de leur réalisation par la société distributrice, et qu'une telle non-imposition devrait être présumée (de manière irréfragable), dès lors que le montant distribué excède le bénéfice imposable (résultat fiscal) de ladite société. Une telle condition ne figure toutefois pas dans la loi, et la notion de « produits nets de participation » n'est pas une notion fiscale. De plus, le Conseil d'État a énoncé la formule de principe précitée à l'occasion de la cession par une filiale à sa mère de titres d'une société tierce pour un prix inférieur à leur valeur vénale. En l'espèce, pour écarter l'application du régime mère-fille à cet avantage constitutif d'un revenu distribué en application des dispositions de l'article 111-c du CGI, le Conseil d'État avait relevé que ledit avantage ne présentait pas le caractère de produits trouvant leur origine dans les résultats dégagés par la filiale. Ainsi, le Conseil d'État n'a pas énoncé la formule de principe reprise par le tribunal de Montreuil aux fins d'ériger la soumission à l'impôt des produits chez la filiale en condition d'application du régime mère-fille.

8. La seconde initiative est d'ordre législatif et ressort de l'article 72 de la loi n° 2014-1655 de finances rectificative pour 2014. Cet article, issu d'amendements parlementaires⁵, prévoyait en premier lieu de refuser le bénéfice du régime mère-fille « aux produits des titres d'une société dans la proportion où les bénéfices ainsi distribués sont déductibles chez la filiale distributrice ». Cette disposition, qui figure dans la loi de finances rectificative pour 2014⁶, transpose la directive 2014/86/UE du 8 juillet 2014 modifiant la directive « mère-fille »

2011/96/UE, qui vise à prévenir « les situations de double non-imposition découlant de l'asymétrie de traitement fiscal appliqué aux distributions de bénéfices entre États membres ». L'article 72, précité, prévoyait en second lieu, au-delà de la lettre de la directive 2014/86/UE, précitée, d'exclure du régime mère-fille les « produits des titres prélevés sur les bénéfices d'une société afférents à une activité non soumise à l'impôt sur les sociétés ou à un impôt équivalent ».

9. Les travaux parlementaires relatifs à cette seconde modification précisaient à cet égard que l'existence ou l'absence d'une imposition qualifiante au niveau de la filiale devait être appréciée au regard du traitement général du bénéfice de ladite filiale, sans tenir compte d'un éventuel régime particulier accordé à tel ou tel type de produits. Ainsi, auraient été exclus du régime des sociétés mères les produits provenant de filiales exonérées d'impôt sur les sociétés ; en revanche, auraient continué à en bénéficier les produits provenant de filiales même faiblement imposées ou bénéficiant de mesures d'assiette favorables. Il était également précisé que, dans le cas où coexistaient (au sein d'une même filiale) un secteur imposé et un secteur exonéré, seuls les bénéfices afférents au secteur exonéré auraient été exclus du régime des sociétés mères, à l'instar de ce qui est prévu à l'article 145 du CGI dans le cas notamment des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC).

10. Toutefois, cette seconde exclusion a été censurée par le Conseil constitutionnel⁷ pour incompétence négative du législateur. En effet, le Conseil a estimé qu'en faisant référence au fait que les bénéfices devaient être « afférents à une activité soumise à l'impôt sur les sociétés ou à un impôt équivalent », le législateur n'avait pas permis d'apprécier les activités soumises à l'impôt au sens de cette disposition. En particulier, la disposition en cause ne permettait pas de savoir si les activités visées étaient celles de la filiale, y compris lorsque cette dernière était exonérée de l'impôt en application du régime fiscal des sociétés mères, ou celles, le cas échéant, des filiales de cette filiale. Eu égard à l'imprécision qui résultait de cette indétermination, le Conseil a considéré que le législateur avait méconnu l'étendue de la compétence que lui confie la Constitution et, en particulier, son article 34.

11. En conclusion, en l'état actuel des textes et si l'on fait abstraction du jugement précité du tribunal administratif de Montreuil (qui, pour les raisons susmentionnées, ne convainc guère), le bénéfice du régime mère-fille n'est pas soumis à une condition générale selon laquelle les sommes distribuées doivent entrer dans la composition du résultat imposable de la filiale, et encore moins avoir fait l'objet d'une imposition effective au niveau de la filiale. Cette vision est cohérente avec celle exprimée par le rapporteur public Pierre Collin dans ses conclusions sous l'arrêt « Alcatel CIT »⁸, qui rappelle que le législateur n'a pas exclu la possibilité de placer sous le régime mère-fille les filiales étrangères, alors que la fiscalité des sociétés est de niveau très variable selon les pays, et n'a pas subordonné son bénéfice à la soumission de la filiale à une imposition d'un niveau minimal dans l'État de son siège⁹.

4 CE, 6 juin 1984, n° 35415 et 36733, *Compagnie Financière de Suez* : RJF 8-9/84 n° 940 ; concl. de M. J.-F. Verny à la RJF 8-9/84 p. 466.
5 Amendements n° 431 (rect.), n° 492 et sous-amendement rédactionnel n° 586 à l'amendement n° 492.
6 Art. 72 de la loi n° 2014-1655 du 29 déc. 2014 de finances rectificative pour 2014.

7 Décision n° 2014-708 DC du 29 déc. 2014.
8 CE, 15 avril 2011, n° 322610, *min. c/ Sté Alcatel CIT* : RJF 7/11 n° 862 ; Dr. fisc. 2011, n° 16, act. 129 et n° 24, comm. 394, concl. P. Collin, note P. Di-bout.
9 Sur les questions que suscite l'agencement des textes tel qu'il résulte de la décision précitée du Conseil constitutionnel, cf. §§ 44-46 *infra*.

2. Conditions relatives aux participations éligibles

2.1. Condition relative au pourcentage minimal de détention

12. **La détention de 5 % du capital avec moins de 5 % des droits de vote ouvre droit au régime mère-fille.**- Dans un arrêt « *Sofina* » du 5 novembre 2014, le Conseil d'État a jugé que le seuil de détention de 5 % prévu par l'article 145 du CGI se réfère à la détention du seul capital, et non à la détention cumulée du capital et des droits de vote comme le prétendait l'administration depuis plusieurs décennies¹⁰.

13. En l'espèce, une société résidente de Belgique détenait 5 % des actions d'une société française, auxquelles étaient attachés 3,63 % des droits de vote de cette société en 2008 et 4,29 % en 2009. La société mère belge a reçu, au cours des années 2008 et 2009, des dividendes de la société française, sur lesquels des retenues à la source au taux de 15 % ont été prélevées. Afin d'obtenir la restitution des retenues à la source ainsi acquittées, la société belge s'est prévaluée de la doctrine administrative française qui tire les conséquences de la jurisprudence « *Denkavit* »¹¹ en prévoyant l'exonération de retenue à la source pour les distributions de source française effectuées au profit de sociétés ayant leur siège dans un autre État membre de l'Union européenne, lorsque, en l'absence de montage artificiel, la société européenne détient une participation supérieure à 5 % du capital de la société distributrice et se trouve, du fait d'un régime d'exonération applicable dans son État de résidence, privée de toute possibilité d'imputer la retenue à la source¹². Selon les termes de cette doctrine, pour l'appréciation du seuil de 5 %, il est fait application des mêmes règles que celles existant pour le régime mère-fille prévu à l'article 145 du CGI. La cour administrative d'appel de Versailles a fait droit à la demande de la société belge dans un arrêt du 9 juillet 2013, contre lequel le ministre de l'économie et des finances s'est pourvu en cassation.

14. Le Conseil d'État était donc amené à se prononcer sur le point de savoir si une participation de 5 % du capital à laquelle étaient attachés moins de 5 % des droits de vote remplissait la condition de détention prévue pour le bénéfice du régime mère-fille et, par extension, pouvait bénéficier de l'exonération de retenue à la source prévue par la doctrine précitée. La haute juridiction a retenu une interprétation littérale de la loi, laquelle ne se réfère sur ce point qu'au « *capital* » : selon les termes de l'arrêt, si l'application du régime mère-fille est subordonnée, en vertu de l'article 145, 1-b du CGI, à la condition que la société mère détienne une participation représentant au moins 5 % du « *capital* » de la société distributrice, il n'est pas exigé que des droits de vote soient attachés à chacun des titres détenus par la société mère ni, *a fortiori*, que les droits de vote éventuellement affectés

aux titres de participation soient strictement proportionnels à la quotité de capital qu'ils représentent. Le Conseil d'État précise à cet égard que l'article 145, 6-b *ter* du CGI, qui exclut du bénéfice du régime mère-fille les produits des titres auxquels ne sont pas attachés des droits de vote, sauf si la société détient des titres représentant au moins 5 % du capital et des droits de vote de la société émettrice, n'a ni pour objet ni pour effet de réserver l'application du régime mère-fille aux seules sociétés détenant des titres de participation représentant au moins 5 % du capital et des droits de vote.

15. Le Conseil d'État dessine ainsi une ligne de partage entre, d'une part, les conditions d'acquisition de la qualité de société mère, à savoir notamment la détention d'une participation représentant au moins 5 % du capital de la société distributrice (art. 145, 1-b du CGI), et, d'autre part, les conditions que doivent remplir les produits distribués par les sociétés ainsi éligibles afin de bénéficier de l'exonération : pour acquérir la qualité de société mère, il faut détenir au moins 5 % du capital de la société distributrice (et peu importe la quotité de droits de vote représentée par cette participation) et pour pouvoir effectivement bénéficier du régime mère-fille (toutes autres conditions étant supposées satisfaites), un dividende (ou autre produit de participation) doit procéder de la détention d'un titre pourvu d'un droit de vote (sauf application de la tolérance légale prévue à l'article 145, 6-b *ter*, précité).

16. Dans le cas où une société détient une participation d'au moins 5 % du capital sans détenir 5 % des droits de vote, il conviendra donc de n'accorder l'exonération qu'aux seuls dividendes afférents aux titres assortis de droits de vote. Si tous les titres détenus par la société mère sont assortis d'un droit de vote, mais que la société mère ne détient pas au total 5 % des droits de vote (ce qui pourra être le cas en présence d'actions à droit de vote double détenues par d'autres actionnaires), la totalité de la participation ouvrira droit au bénéfice de l'exonération. Au cas particulier, la société belge intimée (qui se trouvait précisément dans cette situation) a obtenu la restitution des retenues à la source litigieuses. Bien entendu, la solution de l'arrêt vaut également dans un contexte domestique (actionnaire société résidente de France), le Conseil d'État s'étant prononcé sur les conditions d'application du régime *erga omnes*.

2.2. Condition relative à la durée de détention

17. L'article 145, 1-c, 1^{er} al., du CGI prévoit que les titres de participation doivent être conservés pendant deux ans. Cette obligation de conservation s'applique à tous les titres, sans distinction entre les titres souscrits et non souscrits à l'émission¹³. L'entreprise n'a pas d'engagement formel de conservation à souscrire.

18. **L'obligation de conservation des titres pendant deux ans concerne les seuls titres constitutifs du « socle » de participation de 5 % ouvrant droit à la qualité de société mère.**- Cette importante précision a été apportée par le Conseil d'État dans le cadre de l'examen de la demande de transmission d'une question prioritaire de constitutionnalité¹⁴ soulevée à l'appui d'un pourvoi contre un arrêt de la cour administrative d'appel de Versailles¹⁵.

10 CE, 5 nov. 2014, n° 370650, *min. c/ Sté Sofina* : FR 52/14 inf. 1 p. 3 ; Dr. fisc. 2014, n° 46, act. 577 et n° 49, act. 601, commentaires par C. Valentin et T. Claudel.

11 CJUE, 14 déc. 2006, aff. 170/05, *Sté Denkavit International BV et SARL Denkavit France* : Rec. CJCE 2006, I, p. 11949 ; Dr. fisc. 2006, n° 52, act. 264 ; RJF 3/07 n° 374.

12 Cette doctrine administrative résulte de l'instruction 4 C-7-07 du 10 mai 2007, telle que modifiée par l'instruction 4 C-8-07 du 12 juillet 2007, et désormais consolidée dans la base BOFiP sous la référence BOI-RPPM-RCM-30-30-20-40 du 25 juillet 2014.

13 BOI-IS-BASE-10-10-10-20 n° 210, 25 juillet 2014.

14 CE, 15 déc. 2014, n° 380942, *SA Technicolor* : FR 58/14 inf. 4 p. 7 ; Dr. fisc. 2015, n° 1-2, act. 6.

15 CAA Versailles, 18 mars 2014, n° 13VE00873, *min. c/ SA Technicolor* :

19. Les faits ayant donné lieu à l'arrêt de la cour étaient les suivants. Une société a souscrit en 2000 à l'augmentation de capital d'une seconde société, à l'issue de laquelle elle détenait 3,19 % de son capital. Entre le 31 janvier 2003 et le 19 mars 2004, la première société a acquis le solde du capital, soit 96,81 % des titres. Au cours de l'année 2004, la société mère a perçu des dividendes à raison de ces titres, régulièrement distribués par décisions d'assemblée générale des 29 avril, 17 mai, 21, 22 et 23 juin 2004. Deux jours plus tard, le 25 juin 2004, la société a cédé 50 % des titres de sa filiale. Pour la détermination de ses résultats pour l'exercice 2004, la société a fait application du régime mère-fille à raison de l'ensemble des dividendes reçus en 2004. L'administration fiscale a partiellement remis en cause l'application du régime, qu'elle a refusé d'appliquer à concurrence de 50 % des dividendes perçus, au motif que 50 % des titres de ladite société n'avaient pas été conservés pendant deux ans par la société mère, en méconnaissance des dispositions de l'article 145, c-1 du CGI. Le tribunal administratif de Versailles a accepté d'appliquer le régime mère-fille sur la totalité des dividendes reçus, au motif que la notion de participation et l'exigence de conservation des titres prévues par l'article 145 du CGI devaient être interprétées à la lumière de la directive 90/435/CEE du 23 juillet 1990 concernant le régime des sociétés mères et filiales d'États membres différents et que cette exigence de conservation n'était applicable qu'aux seuls titres représentant 5 % du capital de la filiale.

20. Cependant, la cour administrative d'appel a refusé d'apprécier la condition de conservation des titres à la lumière de la directive du 23 juillet 1990, au motif que les dispositions des articles 145 et 216 du CGI étaient claires et subordonnaient le bénéfice du régime mère-fille au respect de chacune des trois conditions prévues aux a, b et c du 1 de l'article 145 du CGI, de sorte que, selon la lecture faite de ces dispositions par la cour, seuls les produits afférents à des titres conservés pendant deux ans pouvaient bénéficier de l'exonération. La cour estimait également comme inopérants le fait que la directive n'impose une telle obligation de conservation qu'à titre dérogatoire et pour la seule fraction des titres donnant droit à la qualité de société mère et le fait qu'il ressortait des travaux préparatoires de la loi opérant la transposition de la directive que le législateur français n'avait pas entendu, à cette occasion, traiter moins favorablement les opérations concernant uniquement des sociétés françaises, qui sont hors du champ de la directive, que celles qui mettent en cause les sociétés d'États membres différents, qui entrent dans le champ de celle-ci. La décision, rendue contrairement aux conclusions du rapporteur public, revenait implicitement à admettre qu'une société mère française percevant des dividendes de sa filiale française puisse être traitée moins favorablement qu'une société mère française percevant des dividendes d'une filiale résidente d'un autre État membre. Cette différence de traitement a motivé la question prioritaire de constitutionnalité.

21. Le Conseil d'État a refusé la transmission de cette question au Conseil constitutionnel, fondant cette solution sur une interprétation des dispositions de l'article 145, 1-c du CGI relatives à l'engagement de conservation des titres différant de l'interprétation retenue par la cour : dans la mesure où l'article 145, 1-c du CGI assure la transposition de la directive

et où le législateur n'a pas entendu traiter différemment les situations concernant uniquement des sociétés françaises et celles qui, concernant des sociétés d'États membres différents, sont seules dans le champ de la directive, les dispositions précitées doivent être interprétées à la lumière des objectifs de la directive, dès lors qu'une telle interprétation n'est pas contraire à leur lettre. Ainsi, la condition tenant à l'engagement de conserver les titres pendant deux ans ne peut être regardée, en raison de son objet, que comme s'appliquant, conformément au deuxième alinéa du 2 de l'article 3 de la directive, aux titres de participation donnant droit à la qualité de société mère.

22. Le Conseil d'État a ainsi été amené à trancher, de manière incidente, la question de fond posée par l'affaire qui lui était soumise, dans un délai bien plus court que la voie normale du plein contentieux ne le permet. Dans le cadre du recours de plein contentieux, le Conseil d'État sera amené à se prononcer sur les conséquences de l'interprétation ainsi retenue sur les faits de l'espèce. Il devrait en principe conclure à l'application du régime mère-fille pour la totalité des dividendes perçus, dans la mesure où la cession ne remet pas en cause la détention continue du « socle qualifiant » de 5 % dans sa filiale pendant une période de deux ans.

23. Cette solution contribue à clarifier le régime mère-fille, tout en assurant une plus grande conformité au droit de l'Union européenne de l'application en France du régime.

24. Le prêt de titres rompt le délai de conservation.- Le Conseil d'État a jugé, dans un arrêt « *Artemis Conseil* », qu'une société mère qui prête à un tiers des titres constitutifs de sa participation dans sa filiale rompt le délai de conservation de deux ans exigé pour le bénéfice du régime mère-fille¹⁶.

25. En l'espèce, une société détenant 3,61 % des titres d'une autre société a acquis, le 29 septembre 2000, des titres supplémentaires de ladite société, ce qui a permis à sa participation de franchir le seuil de 5 % du capital. Faisant application du régime mère-fille, la société a retranché de son bénéfice les dividendes versés par sa filiale les 14 juin 2001 et 7 juin 2002. Par une convention conclue le 24 septembre 2002 et régie par les dispositions du chapitre V de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne¹⁷, soit moins de deux ans après le franchissement à la hausse du seuil de 5 %, la société a prêté une partie de ces actions à sa société mère jusqu'au 18 décembre 2002, ce qui a eu pour effet de faire tomber temporairement sous le seuil de 5 % sa participation dans la filiale. L'administration fiscale a remis en cause l'application par la société prêteuse du régime fiscal des sociétés mères sur la totalité des dividendes reçus les 14 juin 2001 et 7 juin 2002, au motif que la condition tenant à la conservation de titres pendant un délai de deux ans figurant à l'article 145 du CGI n'avait pas été respectée.

26. Le Conseil d'État a confirmé l'arrêt de la cour administrative d'appel de Versailles qui a refusé l'application du régime mère-fille¹⁸, au motif que la société qui a prêté ses titres à une autre société ne peut être regardée, pour l'application du régime fiscal des sociétés mères, comme les ayant conservés.

16 CE, 26 sept. 2014, n° 363555, *Sté Artemis Conseil* : FR 58/14 inf. 4 p. 7 ; BF 12/14 inf. 925 ; Dr. fisc. 2014, n° 40, act. 500 et n° 48, comm. 653, note R. Vabres.

17 Il s'agit du régime des prêts de titres financiers, désormais codifié aux articles L. 211-22 et s. du Code monétaire et financier.

18 CAA Versailles, 16 juill. 2012, n° 10VE02622, *SA Artemis Conseil* : Juris-

RJF 7/14 n° 672 ; concl. F. Locatelli au BDCF 7/14 n° 67 ; BF 7/14 n° 612 ; Dr. fisc. 2014, n° 23, comm. 364 et 367 ; Option finance 1277 du 7/07/14, pp. 20-21 ; RTDF 2014, n° 2, p. 159 et s., chronique de C. Valentin, F. Habili et J. Brasart.

En effet, cette société a transféré la propriété de ces titres en application de l'article 1893 du Code civil, lequel est applicable à une telle opération en vertu de l'article L. 211-22 du Code monétaire et financier. Par suite, le prêt de titres vaut rupture de l'engagement de conservation des titres prévu par l'article 145 du CGI (alors même que les titres ne feraient pas l'objet du détachement d'un droit à dividende pendant la période d'exécution de la convention de prêt).

27. La décision se fonde ainsi sur les caractéristiques juridiques du prêt des titres en cause, qui s'analyse en un prêt de titres financiers. Ces prêts, régis par les dispositions des articles L. 211-22 et s. du Code monétaire et financier, constituent des prêts de consommation, soumis aux articles 1892 à 1904 du Code civil. Par l'effet du prêt, les titres sortent de l'actif du prêteur tandis qu'une créance d'une valeur identique y est inscrite ; symétriquement, l'emprunteur devient le propriétaire des titres prêtés.

28. **Pas de rupture de l'engagement de conservation en cas de transfert des titres à une fiducie.**- L'article 71 de la loi n° 2014-1655 du 29 décembre 2014 de finances rectificative pour 2014 modifie les articles 145 et 216 du CGI au profit d'une plus grande neutralité fiscale du régime de la fiducie au regard du régime des sociétés mères.

29. *Bénéfice du régime et appréciation du seuil de détention.*- Désormais, l'application du régime mère-fille (ainsi que de l'intégration fiscale) est maintenue, sous certaines conditions, aux titres de participation transférés à une fiducie, et ce, quelle que soit la finalité du contrat (fiducie gestion ou fiducie sûreté). L'article 145, 1-c du CGI dans sa nouvelle rédaction prévoit que les titres que le constituant a transférés dans un patrimoine fiduciaire dans les conditions prévues à l'article 238 *quater* B du CGI sont pris en compte pour l'appréciation du seuil de détention du capital de 5 %, à condition que le constituant conserve l'exercice des droits de vote attachés aux titres transférés ou que le fiduciaire exerce ces droits dans le sens déterminé par le constituant, sous réserve des éventuelles limitations convenues par les parties au contrat établissant la fiducie pour protéger les intérêts financiers du ou des créanciers bénéficiaires de la fiducie. On relèvera que la condition relative aux droits de vote du constituant pour l'appréciation du seuil de détention des titres va au-delà de ce qui est prévu lorsque les titres sont détenus directement par la société mère, dans la mesure où, comme l'a rappelé l'arrêt « *Sofina* » précité, les titres qui ne sont pas assortis de droits de vote sont pris en compte dans l'appréciation du seuil de 5 %.

30. *Appréciation du délai de détention.*- Il est également expressément prévu à l'article 145, 1-c nouveau du CGI que le délai de conservation de deux ans n'est pas interrompu par le transfert des titres dans le patrimoine fiduciaire. On pourra relever à cet égard que la condition relative aux droits de vote du constituant, posée aux fins de déterminer si les titres bénéficient du régime et d'apprécier le seuil de détention, n'est pas reprise pour l'appréciation du délai de conservation.

31. *Exonération des produits.*- Aux termes de l'article 216, I du CGI tel que modifié par l'article 71 de la loi de finances rectificative, l'exonération prévue dans le cadre du régime mère-fille s'applique à la part de bénéfice du constituant

correspondant aux produits nets des titres de participation ouvrant droit à l'application du régime mère-fille.

32. Les dispositions prévues par l'article 71 s'appliquent aux exercices clos à compter du 31 décembre 2014.

33. Une telle modification ne peut qu'être saluée, dans la mesure où elle permet de mettre fin à une incertitude importante. En effet, il résulte des dispositions du Code civil que la mise en fiducie d'actifs entraîne le transfert de la propriété de ces actifs du patrimoine du constituant vers celui du patrimoine fiduciaire. L'entreprise constituante ne détient donc plus la pleine propriété des actifs transférés. Or, si un régime de neutralité fiscale avait été prévu, dès la loi n° 2007-211 du 19 février 2007, pour le transfert d'actifs dans un patrimoine fiduciaire (article 238 *quater* B, précité, du CGI), ni le législateur ni l'administration fiscale n'avaient en revanche prévu la neutralisation des conséquences d'un transfert de titres dans un patrimoine fiduciaire pour l'application du régime mère-fille¹⁹.

2.3. La filiale distributrice ne doit pas être détenue au travers d'une société de personnes

34. Le Conseil d'État a jugé, dans un arrêt rendu en formation plénière fiscale le 24 novembre 2014²⁰, que le régime mère-fille n'est pas applicable dans le cas où les dividendes sont perçus à raison de participations détenues par l'intermédiaire de sociétés de personnes. En l'espèce, une société mère française détenait 98,82 % des parts d'un « *general partnership* » américain, enregistré dans l'État du Delaware, qui détenait lui-même plus de 10 % du capital d'une société de capitaux de droit américain. La société française, se prévalant du régime mère-fille, avait déduit de son résultat fiscal au titre de l'exercice 2002 sa quote-part des dividendes distribués par la société américaine au « *general partnership* ». L'administration avait réintégré le montant déduit dans le résultat fiscal de la société française.

35. Pour refuser l'application du régime mère-fille, le Conseil d'État relève en premier lieu qu'il résulte des dispositions du Code de commerce, notamment de ses articles L. 233-2 et L. 233-4, qu'à défaut d'indication expresse contraire, une participation dans une société consiste en la détention directe d'une fraction de son capital. Dès lors, le fait de n'appliquer le régime mère-fille qu'aux participations détenues directement par une société n'ajoute pas de condition non prévue par la loi.

36. Ensuite, le Conseil d'État, en application du principe dit d'assimilation, procède à l'analyse en deux temps qu'il applique lorsqu'il est saisi d'un litige portant sur le traitement fiscal d'une opération impliquant une entité de droit étranger. Dans un premier temps, le juge identifie, au regard de l'ensemble des caractéristiques de la société et du droit qui en régit la

19 Il est à noter que l'article 71 précité prévoit également que les titres transférés dans un patrimoine fiduciaire par une société membre d'un groupe d'intégration fiscale sont assimilés à des titres détenus directement par le constituant aux fins de détermination du seuil de détention de 95 %, ce qui permet d'éviter des conséquences négatives sur le périmètre du groupe et sur la détermination du résultat d'ensemble. Aucune mesure n'a en revanche été prise pour assurer la neutralité de la mise en fiducie de titres en matière de retenue à la source ou de crédit d'impôt.

20 CE, 24 nov. 2014, n° 363556, *Sté Artémis SA* : Dr. fisc. 2014, n° 49, act. 607 ; *Le régime d'exonération des dividendes de filiales s'accommode mal des participations détenues par l'intermédiaire de sociétés de personnes*, par A. Colonna d'Istria, *Option Finance* n° 1296 du 8 décembre 2014, p. 27.

Data n° 2012-017350 ; RJF 12/12 n° 1107 ; Dr. fisc. 2013, n° 4, 76 ; RTDF 2011, n° 1, p. 113-114, chronique de S. Mostafavi.

constitution et le fonctionnement, le type de société de droit français auquel la société de droit étranger est assimilable. En l'espèce, le « *general partnership* » n'était pas soumis aux États-Unis au régime fiscal des sociétés de capitaux et, en application du droit de l'État du Delaware, était doté d'une personnalité juridique distincte de celle de ses associés. Le Conseil d'État en déduit que le « *general partnership* » devait être assimilé à une société de personnes régie par l'article 8 du CGI, dont les associés sont personnellement imposés pour la part des bénéfices sociaux correspondant à leurs droits dans la société. Dans un second temps, le juge détermine, au vu de ses constatations, le régime applicable à l'opération litigieuse au regard de la loi fiscale française. En l'espèce, le Conseil d'État en déduit qu'en raison de l'interposition du « *general partnership* », la société française ne pouvait pas être réputée avoir perçu directement les dividendes distribués par la société de capitaux américaine, et donc ne pouvait pas faire application du régime fiscal des sociétés mères à la quote-part des bénéfices du « *general partnership* » correspondant auxdits dividendes. Ce faisant, le Conseil d'État a fait application des principes issus de sa jurisprudence « *Kingroup* »²¹ et, en définitive, a accepté d'appliquer, dans un cas d'interposition d'un *partnership* étranger, la position administrative traditionnelle en cas d'interposition d'une société de personnes française relevant de l'article 8 du CGI.

37. Le traitement fiscal du « *general partnership* » qui obéit, au regard du droit fiscal américain, à un régime de transparence, est donc, selon le Conseil d'État, sans incidence sur l'appréciation faite par le juge fiscal français.

38. Le Conseil d'État précise que les dispositions de l'article 238 bis K du CGI constituent, pour une société assujettie à l'impôt sur les sociétés détenant des droits dans une société de personnes régie par l'article 8 du CGI, une règle de détermination du bénéfice imposable correspondant à ses droits dans cette société de personnes, et non une règle de détermination du régime d'imposition de cette société de personnes. Elles ne sauraient donc avoir pour effet de rendre applicable le régime mère-fille, dès lors qu'en réservant ce régime « *aux sociétés et autres organismes soumis à l'impôt sur les sociétés au taux normal* », l'article 145 du CGI exclut du bénéfice du régime mère-fille les produits nets de participations perçus par une société de personnes, même dans le cas où un associé de cette société est lui-même soumis à l'impôt sur les sociétés.

39. Enfin, le Conseil d'État refuse d'appliquer les stipulations de l'article 7, paragraphe 4 de la convention fiscale entre la France et les États-Unis, aux termes desquelles l'associé d'un *partnership* est considéré comme réalisant directement les revenus réalisés par le *partnership*, à la détermination du régime d'imposition des dividendes. En application de ces stipulations, les dividendes distribués par une société résidente des États-Unis à un *partnership* dont l'un des associés est une société résidente de France doivent être regardés comme des dividendes distribués à la société associée, à hauteur de ses parts dans le *partnership* et sont, par suite, imposables en France. Le Conseil d'État considère que les stipulations précitées ont pour objet de répartir entre la France et les États-Unis le pouvoir d'imposer les bénéfices réalisés par les entreprises résidentes de l'un des deux États contractants dans le cas particulier où ces revenus sont réalisés dans le cadre d'un *partnership* de droit américain ; à l'inverse, selon la

haute juridiction, il ne résulte pas de ces stipulations que ces dividendes doivent être regardés comme directement distribués à la société associée du *partnership* pour l'application de la loi fiscale française.

II. Produits bénéficiant du régime mère-fille

40. **Exclusion des produits déductibles du chef de la filiale distributrice.** - L'un des apports majeurs de la loi n° 2014-1655 du 29 décembre 2014 de finances rectificative pour 2014 est la transposition en droit interne français des dispositions de l'article 4 de la directive 2014/86/UE du Conseil du 8 juillet 2014 (précitée § 8 *supra*). La transposition opérée par l'article 72 de cette loi exclut l'application du régime mère-fille aux produits des titres d'une société, dans la proportion où les bénéfices ainsi distribués sont déductibles du résultat imposable de cette société (art. 145, 6-b nouveau du CGI).

41. Il importe de relever que l'exclusion est applicable à l'ensemble des sociétés distributrices, quel que soit leur État d'établissement, et non aux seules sociétés établies dans un État membre de l'Union européenne.

42. L'objectif de cette mesure, tel qu'il ressort de la directive et des travaux parlementaires relatifs à la loi précitée, est de prévenir les situations de double non-imposition des bénéfices découlant des éventuelles asymétries de traitement fiscal appliqué aux distributions de bénéfices entre États différents. L'exemple le plus topique est celui des instruments hybrides, considérés comme des titres de dette chez les filiales émettrices, dont les produits sont déductibles du résultat de ces dernières, et comme des titres de participation chez les sociétés mères détentrices, dont les produits bénéficient *a priori* du régime mère-fille. Les cas d'application du dispositif devraient néanmoins demeurer marginaux, en raison de la relative rareté d'instruments présentant de telles caractéristiques hybrides ; on peut penser dans ce contexte à certains schémas impliquant des actions de préférence (*preferred shares*) anglo-saxonnes, lorsque celles-ci présentent des caractéristiques très spécifiques²².

43. De tels instruments hybrides sont également visés par le projet de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et du G20 sur l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices (*base erosion and profit shifting*, dit BEPS) dans son rapport intitulé « *Neutraliser les effets des dispositifs hybrides* »²³. Lorsqu'il existe une asymétrie de traitement fiscal, le rapport recommande, à la juridiction du bénéficiaire du paiement effectué dans le cadre d'un instrument financier hybride, une règle défensive, si la juridiction du payeur ne neutralise pas l'asymétrie. Cette règle consiste à exiger que le paiement soit inclus dans le calcul du revenu ordinaire du bénéficiaire dans la mesure où en l'absence d'une telle inclusion, il existerait une déduction chez la société distributrice et une absence d'imposition chez la société bénéficiaire.

44. **Abrogation des exclusions spécifiquement prévues à raison des distributions effectuées par des sociétés bénéficiant de**

21 CE, 4 avril 1997, n° 144211, *Société Kingroup Inc.* : RJF 5/97 n° 424 ; Dr. fisc. 1997, n° 26, comm. 728.

22 Voir en particulier l'avis du CADF n° 2013-44 cité en note de bas de page (1).

23 <http://www.oecd.org/fr/publications/neutraliser-les-effets-des-dispositifs-hybrides-9789264225268-fr.htm>.

régimes d'exonération particuliers.- L'article 145 du CGI, dans sa rédaction antérieure à la seconde loi de finances rectificative pour 2014, prévoyait l'exclusion du régime mère-fille des produits suivants :

- les produits des actions des sociétés d'investissement et des sociétés de développement régional ;
- les dividendes distribués aux actionnaires des sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie visés au dixième alinéa du 3^o *quater* de l'article 208 du CGI et prélevés sur les bénéfices exonérés visés au neuvième alinéa du 3^o *quater* de l'article 208 du CGI ;
- les dividendes distribués aux actionnaires des sociétés agréées pour le financement des télécommunications visées à l'article 1^{er} de la loi n° 69-1160 du 24 décembre 1969 et des sociétés qui redistribuent les dividendes d'une société immobilière pour le commerce et l'industrie en application du huitième alinéa du 3^o *quinquies* de l'article 208 du CGI ;
- les produits et plus-values nets distribués par les sociétés de capital-risque exonérés en application du 3^o *septies* de l'article 208 du CGI ;
- les bénéfices distribués aux actionnaires des sociétés d'investissements immobiliers cotées et de leurs filiales visées à l'article 208 C du CGI et prélevés sur les bénéfices exonérés en application du premier alinéa du II de cet article et non réintégrés en application du IV de ce même article ;
- les bénéfices distribués aux actionnaires des sociétés étrangères ayant une activité identique à celles mentionnées à l'article 208 C du CGI et qui sont exonérées, dans l'État où elles ont leur siège de direction effective, de l'impôt sur les sociétés de cet État ;
- les revenus et profits distribués aux actionnaires de sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable mentionnées au 3^o *nonies* de l'article 208 du CGI et à ceux de leurs filiales ayant opté pour le régime prévu au II de l'article 208 C du CGI ;
- les produits des actions des sociétés immobilières d'investissement régies par l'article 33-I de la loi n° 63-254 du 15 mars 1963 et des sociétés immobilières de gestion régies par l'article 1^{er} du décret n° 63-683 du 13 juillet 1963.

45. L'article 72 de la seconde loi de finances rectificative pour 2014 a remanié l'article 145 en abrogeant toutes les mesures d'exclusion spécifiques précitées qui devaient être remplacées par la mesure d'exclusion générale censurée, en définitive, par le Conseil constitutionnel (voir §§ 8-10 *supra*). Les nouvelles dispositions de l'article 145 du CGI, applicables aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2015, sont ainsi purgées des exclusions de produits tenant au régime fiscal de la société distributrice. Cette situation est, à notre connaissance, inédite et fera peut-être l'objet de changements législatifs à venir. Dans l'intervalle, force est de constater que les exclusions visées au § 44 *supra* ne figurent plus dans le CGI.

46. Maintien des autres exclusions de produits.- Demeurent cependant exclus du régime mère-fille les produits suivants :

- les produits de titres auxquels ne sont pas attachés des droits de vote, sauf si la société détient des titres représentant au moins 5 % du capital et des droits de vote de la société émettrice (art. 145, 6-c nouveau du CGI) ;

- les produits des titres d'une société établie dans un État ou territoire non coopératif (*ETNC*) au sens de l'article 238-0 A du CGI (art. 145, 6-d nouveau du CGI). À cet égard le Conseil d'État a récemment décidé de renvoyer au Conseil constitutionnel une question prioritaire de constitutionnalité concernant ces dispositions²⁴ ;

- les produits des parts de sociétés immobilières inscrites en stock à l'actif de sociétés qui exercent une activité de marchand de biens (art. 145, 6-e nouveau du CGI).

47. Exclusion du produit des rachats d'actions.- L'article 88 de la loi n° 2014-1655 de finances rectificative pour 2014 a tiré les conséquences de la censure par le Conseil constitutionnel, dans le cadre d'une question prioritaire de constitutionnalité, des dispositions de l'article 112, 6^o du CGI²⁵ en modifiant le traitement fiscal des rachats de titres. La décision précitée du Conseil constitutionnel avait déclaré contraire à la Constitution la différence de traitement fiscal des sommes reçues par les associés personnes physiques à l'occasion d'un rachat de leurs titres par la société émettrice, selon que ce rachat était effectué en vue d'une réduction de capital non motivée par des pertes ou en vue d'une attribution aux salariés sur le fondement de l'article L. 225-208 du Code de commerce ou d'un rachat d'actions sur le fondement des articles L. 225-209 à L. 225-212 du même code. Le législateur est allé au-delà de la modification appelée par la décision du Conseil constitutionnel en modifiant le régime non seulement pour les associés personnes physiques, mais également pour les associés personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés. La nouvelle articulation des textes du CGI prévoit désormais que les sommes perçues par les personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés lors d'un rachat de titres par la société émettrice réalisés à compter du 1^{er} janvier 2015 relèvent du régime des plus et moins-values du portefeuille-titres²⁶. Ces sommes ne sont donc plus considérées comme des revenus distribués, susceptibles d'ouvrir droit au régime mère-fille.

48. Cette modification législative met un terme à la jurisprudence du Conseil d'État qui avait énoncé que le gain net dégagé par un associé ou actionnaire passible de l'impôt sur les sociétés détenant des titres de participation à l'occasion du rachat par la société émettrice de ses propres actions ne constituait pas un gain en capital, mais un produit net de participation à concurrence, conformément aux dispositions du 2 de l'article 38 combiné avec l'article 209 du CGI, de la différence entre le prix de rachat et la valeur d'acquisition des titres inscrite à son bilan d'ouverture²⁷. Cette solution était éclairée par les conclusions du rapporteur public qui rappelait que les articles 109 et 112 du CGI, dans leur rédaction alors en

24 CE QPC, 20 oct. 2014, n° 383259, *Assoc. Française des entreprises privées (AFEP) et a.* : RJF 1/15 n° 48 ; concl. E. Crépey au BDCF 1/15 n° 9 ; BF 1/15 inf. 6 ; Dr. fisc. 2014, n° 47, comm. 643.

25 Cons. Const., 20 juin 2014, n° 2014-404 QPC, *M. et Mme Machillot* : RJF 10/14 n° 927 ; FR 31/14 inf. 1 p. 3 ; Dr. fisc. 2014, n° 30, comm. 467, note A. de Bissy et M. Ferré.

26 Aux termes de l'article 209 du CGI dans sa nouvelle rédaction, « les bénéfices passibles de l'impôt sur les sociétés sont déterminés d'après les règles fixées par les articles [...] 108 à 117 ». Or, l'article 112, 6^o nouveau du CGI prévoit que ne sont pas considérés comme revenus distribués « Les sommes ou valeurs attribuées aux associés ou actionnaires au titre du rachat de leurs parts ou actions. Le régime des plus-values prévu, selon les cas, aux articles 39 duodecies, 150-0 A ou 150 UB est alors applicable ».

27 CE, 20 mars 2013, n° 349669, *min. c/ Société Générale* : RJF 6/13 n° 594 ; concl. E. Cortot-Boucher au BDCF 6/13 n° 69 ; Dr. fisc. 2013, n° 21, comm. 291, concl. E. Cortot-Boucher, note E. Davoudet et K. Grudzova.

vigueur, n'étaient pas applicables pour la détermination du bénéfice des sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés, dans la mesure où ces deux articles figuraient dans une rubrique du CGI exclusivement dédiée à l'impôt sur le revenu des personnes physiques et, si l'article 119 *bis*, relatif à la retenue à la source, y renvoyait expressément²⁸, tel n'était pas le cas du I de l'article 209 du CGI, qui prévoyait que la détermination des bénéficiaires passibles de l'impôt sur les sociétés était régie par un certain nombre d'articles, applicables à la détermination des bénéficiaires industriels et commerciaux, parmi lesquels ne figuraient pas les articles 109 et 112 du CGI. En l'absence de détermination législative, le rapporteur proposait de qualifier les sommes perçues par le cédant de revenus distribués, dans la mesure où le rachat se traduisait par un appauvrissement de la société qui y procédait, ce gain taxable étant égal à la différence entre le prix de cession et le prix d'acquisition des titres (ou, dans l'hypothèse où les articles 210 A et B du CGI s'appliquaient, la valeur comptable des titres dans les écritures de la société apporteuse).

49. Cette jurisprudence avait permis d'éclairer la situation des associés soumis à l'impôt sur les sociétés dont les titres étaient rachetés, en écartant le régime de taxation hybride associant impôt sur les revenus distribués et impôt sur les plus-values, qui était applicable aux associés personnes physiques, mais que la doctrine administrative avait étendu aux associés soumis à l'impôt sur les sociétés²⁹.

50. Le renvoi aux articles 109 et 112 modifié est désormais explicite à l'article 209, I du CGI. Cette nouvelle qualification des sommes perçues au titre d'une opération de rachat de titres entraîne une augmentation du coût fiscal pour les actionnaires détenant pendant au moins deux ans une participation au moins égale à 5 % du capital de la société émettrice. En effet, ces sommes relèvent désormais du régime des plus-values, et, dans la mesure où elles remplissent les conditions pour bénéficier du régime du long terme, sont exonérées, sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charges de 12 %.

III. Mesure anti-abus

51. Le Conseil de l'Union européenne a adopté le 17 décembre 2014 la directive modifiant la directive 2011/96/UE concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents. À l'heure où nous écrivons, cette directive n'a pas encore été publiée au journal officiel de l'Union européenne.

52. L'article 1^{er}, § 2 modifié de la directive 2011/96/UE prévoit désormais que « *les États membres n'accordent pas les avantages de la présente directive à un montage ou une série de montages qui, ayant été mis en place pour obtenir, à titre d'objectif principal ou au titre d'un des objectifs principaux, un avantage fiscal allant à l'encontre de l'objet ou de la finalité de la présente directive, n'est pas authentique compte tenu de l'ensemble des faits et circonstances pertinents. Un montage peut comprendre plusieurs étapes ou parties* ». À cette fin, le

§ 3 nouveau prévoit qu'« *un montage ou une série de montages est considéré comme non authentique dans la mesure où ce montage ou cette série de montages n'est pas mis en place pour des motifs commerciaux valables qui reflètent la réalité économique* ».

53. Il convient de noter que le critère retenu par la directive tenant à l'objectif principalement fiscal est plus large que celui prévu par l'article L. 64 du livre des procédures fiscales concernant l'abus de droit. Il résulte en effet des dispositions de cet article que l'administration fiscale, pour prouver l'existence d'un abus de droit, doit démontrer l'existence d'un but exclusivement fiscal.

54. L'article 2 de cette directive prévoit que les États membres mettent en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive au plus tard le 31 décembre 2015.

IV. Régime d'imposition

55. **Conformité à la liberté d'établissement de la neutralisation de la quote-part de frais et charges dans le cadre du régime d'intégration fiscale française ?** - L'article 216 du CGI prévoit que les produits des actions ou parts de la filiale perçus par la société mère au cours de l'exercice peuvent être retranchés du bénéfice net total de cette dernière, sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % du produit total des participations, crédit d'impôt compris (le cas échéant). Ladite quote-part représente un montant forfaitaire réputé correspondre aux charges afférentes aux produits de participation perçus par les sociétés mères et extournés du résultat fiscal. Conformément aux dispositions du deuxième alinéa de l'article 223 B du CGI, les effets de la réintégration de la quote-part de frais et charges sont neutralisés en ce qui concerne les produits de participation versés par une société membre d'un groupe d'intégration fiscale (au sens des articles 223 A et suivants du CGI) à une autre société du groupe.

56. Dans un arrêt du 29 juillet 2014³⁰, la cour administrative d'appel de Versailles a transmis à la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) une question préjudicielle portant sur la conformité à la liberté d'établissement de la neutralisation de la quote-part de frais et charges pour les produits de participation versés au sein d'un groupe d'intégration fiscale. En effet, une telle neutralisation n'est pas prévue s'agissant des dividendes qui sont distribués à une société membre d'un groupe d'intégration fiscale par ses filiales implantées dans un autre État membre qui, si elles avaient été résidentes de France, auraient été éligibles à faire partie du groupe d'intégration. La cour relève que la neutralisation de la quote-part est limitée aux dividendes perçus de filiales faisant partie d'un groupe fiscalement intégré au sens des articles 223 A et suivants du CGI, lequel ne peut inclure que les filiales de la mère résidente détenues à 95 % au moins et qui sont soumises à l'impôt sur les sociétés français au taux de droit commun, c'est-à-dire les seules filiales établies en France.

57. La société requérante soutient que ce mécanisme de neutralisation constitue un avantage fiscal consenti aux sociétés concernées, qui n'est pas intrinsèquement lié au régime d'intégration fiscale en ce qu'il ne constitue pas une mesure

28 Ce qui a fondé la solution du Conseil d'État selon laquelle le rachat de titres à un associé personne morale résidant à l'étranger supporte la retenue à la source visée à l'article 119 *bis* du CGI (CE, 26 juill. 2011, n° 325464, *min. c/ Sté Pfizer Holding France* : JurisData n° 2011-018832 ; RJF 11/11 n° 1150 ; Dr. fisc. 2011, n° 47, comm. 600, concl. E. Cortot-Boucher).

29 BOI-IS-BASE-10-10-20, n° 190, 18 juillet 2013.

30 CAA Versailles, 29 juill. 2014, n° 12VE03691, *Sté Groupe Stéria* : RJF 11/14 n° 990, concl. F. Locatelli BDCF 11/14 n° 105 ; Dr. fisc. 2014, n° 41, comm. 579, note L. Leclercq et S. Lauratet.

technique permettant d'éviter une double déduction ou une double imposition qui serait générée par l'intégration et qu'en particulier, il ne permet pas d'éviter la double imposition économique résultant de la taxation du bénéfice de la filiale et du dividende distribué à la mère, laquelle est, en réalité, évitée par l'application du régime mère-fille résultant de l'application de la directive mère-fille précitée. La société requérante en déduit que l'exclusion d'un tel avantage d'une société mère résidente de France qui détient, à 95 %, une filiale établie dans un autre État membre et exclue à ce titre du régime de l'intégration fiscale, est de nature à constituer une restriction à la liberté d'établissement qui n'est justifiée par aucune raison impérieuse telle que la nécessité de préserver la répartition équilibrée du pouvoir d'imposition entre les États membres ou la cohérence interne du système fiscal français.

58. La question ainsi soulevée devrait être tranchée prochainement par la Cour de justice. Si l'on peut difficilement douter de l'existence d'une restriction à la liberté d'établissement, qui a été admise par la juridiction de première instance dans les faits en cause et par le rapporteur public dans ses conclusions sous l'arrêt de la cour administrative d'appel de Versailles, la question de sa justification reste ouverte. Le débat devrait ainsi se concentrer sur deux raisons impérieuses d'intérêt général invoquées par le ministre en l'espèce, à savoir la nécessité de préserver une répartition équilibrée du pouvoir d'imposition et la nécessité de préserver la cohérence du « système de l'intégration fiscale ».

59. **Conclusion.-** Les développements législatifs et jurisprudentiels résumés ci-dessus ont permis de préciser certaines ambiguïtés du régime mère-fille. Plusieurs points devraient trouver un dénouement dans les prochains mois, en particulier ceux de la conformité à la Constitution de l'exclusion du régime mère-fille des dividendes provenant de filiales établies dans un ETNC et de la conformité à la liberté d'établissement de la neutralisation de la quote-part de frais et charges dans le cadre de l'intégration fiscale. Il convient de noter également que le Conseil d'État est appelé à se prononcer sur la notion de titres de participation sans droit de vote, à l'occasion d'un pourvoi formé contre un arrêt de la cour administrative d'appel de Versailles qui a refusé l'application du régime mère-fille aux distributions afférentes à des actions d'autocontrôle³¹. ■

31 CAA Versailles, 29 janv. 2013, n° 11VE03279, *Sté Métro Holding France* : RJF 7/13 n° 747 ; Dr. fisc. 2013, n° 13, comm. 222 et comm. 216 avec concl. F. Locatelli.

Mathilde du Mesnildot

Secrétaire de rédaction

I - Sélection d'ouvrages en droit français



Sabrina Le Normand
Droit et fiscalité du transfert temporaire de valeurs mobilières
LexisNexis
Février 2015



Commenté sous la direction de Didier Martin
Code monétaire et financier – Edition 2015
LexisNexis, 9^e édition
Janvier 2015



Anne Charvériat, Rédaction des Éditions Francis Lefebvre
Mémento cession de parts et actions 2015-2016
Francis Lefebvre
Décembre 2014

Très fréquentes, les cessions de parts sociales ou d'actions permettent de transmettre ou restructurer l'entreprise, de contrôler l'actionnariat, d'accueillir de nouveaux partenaires, etc. Elles représentent souvent des enjeux financiers importants et sont source d'un contentieux abondant. Transversal, le *Mémento Cessions de parts et actions* permet au vendeur et à l'acheteur, entreprise ou particulier, et à leurs conseils de maîtriser et combiner des matières aussi diverses que le droit des obligations, le droit des sociétés, le droit du travail, le droit fiscal et les méthodes d'évaluation. Destiné aux praticiens, qu'ils soient ou non juristes, il présente toutes les étapes d'une cession de titres de sociétés commerciales et les conséquences du transfert sur la société, ses dirigeants et ses salariés.



Autorité des Marchés Financiers - A.M.F.

Marchés financiers : principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2013

Commission des sanctions et juridictions de recours 2003-2013

La documentation française
Novembre 2014



Pierre Storrer
Droit de la monnaie électronique
Revue Banque
Novembre 2014

Pour la première fois, un ouvrage est consacré au droit nouveau de la monnaie électronique, issu de la directive européenne du 16 septembre 2009 (dite « DME 2 »), transposée dans le code monétaire et financier par une loi du 28 janvier 2013. Droit de la monnaie électronique qui participe plus largement de celui des services de paiement (créé par la « DSP ») et du projet SEPA (Single Euro Payments Area). Après avoir traité de la notion de monnaie électronique et des règles juridiques, tant européennes que nationales, qui la gouvernent, l'auteur analyse de manière originale et selon une approche résolument pratique et didactique les différents acteurs de la « chaîne économique » du paiement en monnaie électronique : émetteurs, distributeurs, consommateurs et accepteurs. Au sein d'une réglementation complexe, une place de choix est faite à la pratique contractuelle, nourrie par la richesse des utilités de la monnaie électronique. Est ainsi révélée la diversité des contrats de la monnaie électronique, contrats de services de paiement, mais aussi contrats commerciaux.

Préface de Myriam Roussille, professeur de droit à l'Université du Mans, membre du laboratoire IRJS Sorbonne Affaires et Finances. Avant-propos de Jean-Jacques Daigre, professeur émérite de l'École de droit de la Sorbonne, directeur éditorial de Banque & Droit. Pierre Storrer est avocat au Barreau de Paris où il pratique le droit des moyens et services de paiement. Il tient une chronique mensuelle consacrée à ce sujet dans la Revue Banque.



**Sous la direction d'Emmanuelle
Le Corre-Broly**
**Contentieux bancaire des
procédures collectives**
Bruylant
Novembre 2014

Il n'existe pas de débiteur sous procédure collective sans un créancier ayant la qualité d'établissement de crédit. Le risque de défaillance d'entreprise est l'un des plus importants pour le secteur bancaire, confronté à gérer d'innombrables dossiers de débiteurs faisant l'objet d'une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires. Ce contentieux est très technique et, compte tenu de ses enjeux, doit être maîtrisé par tous ses acteurs, banquiers, administrateurs et mandataires judiciaires, avocats et magistrats. Cet impératif est d'autant plus prégnant en cette période de crise économique alors que les défaillances d'entreprises atteignent des chiffres record. Source intarissable de contentieux pour les établissements de crédit, le droit des entreprises en difficulté s'avère également un terrain fertile propice à la germination de questions d'un grand intérêt tant théorique que pratique.



Thierry Bonneau
**Régulation bancaire et financière
européenne et internationale**
Bruylant, 2^e édition
Octobre 2014

Également :

- *L'essentiel du droit financier*, Anne-Dominique Merville, Gualino, 4^e édition, octobre 2014
- *Financements structurés, Innovations et révolutions financières*, Charles-Henri Larreur, Ellipses, octobre 2014

II - Sélection d'ouvrages en droit suisse



Yves Genier
La fin du secret bancaire
Presses polytechniques et
universitaires romandes
Novembre 2014

Pilier fondamental et atout majeur de la place financière suisse, le secret bancaire est devenu une institution dont la remise en question ne semblait guère imaginable hier encore. Nos dirigeants ont dit de lui qu'il était « non négociable ». Pourtant, après une première brèche ouverte en 1970 par les États-Unis, pour faciliter la lutte contre le crime

organisé, le secret bancaire est mis sous pression des principales puissances dès la fin des années 1990. Mais c'est dans le sillage de la crise financière survenue dès 2007 qu'il commence à vaciller. Subissant de plein fouet le choc de la récession, les puissances étrangères, États-Unis en tête, s'engagent dans une chasse aux patrimoines cachés dans le but avoué de renflouer leur trésorerie. Des listes noires de paradis fiscaux sont dressées et la Suisse devient la cible de tirs groupés. Dans un sentiment d'impuissance générale, les banques aux abois commencent à livrer des milliers de noms de clients étrangers aux administrations des pays concernés, signalant, avec leur acceptation contrainte de l'échange automatique d'informations, la fin du secret bancaire pour les questions fiscales. Ce livre retrace les différentes étapes et mécanismes qui ont amené le secret bancaire à être vidé de sa substance sous la pression implacable de puissances étrangères. L'auteur démontre comment les acteurs politiques helvétiques, visiblement dépassés, ont cherché à contenir les effets du naufrage. Il expose aussi par quelles stratégies les banques suisses cherchent aujourd'hui à s'adapter à de nouvelles règles du jeu qu'elles n'ont pas choisies.

III - Sélection d'ouvrages en anglais

Niamh Moloney

***EU Securities and Financial Markets
Regulation***

Oxford University Press

October 2014

David Anderson QC, Barrister at Brick Court Chambers and Visiting Professor of Law at King's College, London. Piet Eeckhout, Professor of Law at University College London.

Rosa M. Lastra

International Financial and Monetary Law
Oxford University Press, 2nd edition

January 2015

This book is a leading authority on central banking and financial regulation, including detailed legal and policy analysis of the institutions that safeguard monetary stability and financial stability nationally, at the EU level and globally. The new edition has been renamed (previously "Legal Foundations of International Monetary Stability") to better reflect the book's breadth of coverage, which includes an in-depth study of central banking, a fresh look at supervision, regulation and crisis management after the global financial crisis. It also includes updated material on the law of the European Central Bank and banking union, the law of the IMF and work undertaken by international standard-setters, in particular the FSB and the Basel Committee. Part I focuses on national developments, Part II deals with EU developments and Part III examines international developments. Each of these sections commences with a historical chapter, then analyses the framework of the "monetary architecture". Finally, each part considers the "financial architecture" with regard to the functions of financial supervision (micro and macro) and surveillance, regulation and crisis management, including lender of last resort and resolution.

Edited by Gerard McMeel and John Virgo
McMeel and Virgo on Financial Advice
and Financial Products

OUP, 3^d edition
November 2014

This comprehensive work covers the legal and regulatory environment in which claims concerning sales of and advice on financial products for individuals and businesses are brought and defended. Fully updated to explain the impact of the twin peaks regulation under the Financial Services Act 2012, the book analyses the role of the Financial Conduct Authority and considers its activities to date. The book covers both statutory claims and traditional “professional negligence” claims based on contract and tort against financial advisers, brokers, other intermediaries and product providers. Also included in this third edition is a new chapter on consumer credit, considering the transfer of responsibility for the consumer credit regime from the Office of Fair Trading to the Financial Conduct Authority. This is the leading work on professional negligence in the financial services field and is an essential reference tool for all those who advise on bringing or defending such claims.

Victor Joffe QC, David Drake, Giles
Richardson, Daniel Lightman, and Timothy
Collingwood

Minority Shareholders – Law, Practice, and
Procedure

OUP, 5th edition
January 2015

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 Mars 2015
Pour Transactive
Dépôt légal : Mars 2015



Centre de Recherche de Droit financier