

BULLETIN JOLY BOURSE

ACTUALITÉ DU DROIT FINANCIER

À LA UNE

ABUS DE MARCHÉ

**Affaire Sacyr : le TGI de Paris veut mettre fin à la double vie
des manquements à l'information du marché** → PAGE 495

Note par Nicolas CUNTZ et Emile TROBOUL

PRESTATAIRES

Relèvement d'une sanction AMF ? La décision est tombée → PAGE 503

Note par Jean-Philippe PONS-HENRY et Marie ROBERT

DOCTRINE

OPA hostiles au Canada : présentation des réformes à venir → PAGE 509

Doctrine par Ivan TCHOTOURIAN



lextenso éditions

Direction scientifique**Hervé SYNDET,**

professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

Comité scientifique**Thierry BONNEAU,**

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

Marielle COHEN-BRANCHE,médiateur de l'Autorité des marchés financiers
membre du Tribunal international administratif de la Banque mondiale**Jean-Jacques DAIGRE,**

professeur émérite, école de droit de la Sorbonne (Paris 1)

France DRUMMOND,agrégée des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)
membre de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers**Laurent FAUGÉROLAS****Hervé LÉCUYER,**

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

Nicolas RONTCHEVSKY,

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université de Strasbourg

Myriam ROUSSILLE,

professeur à l'université du Maine, IRJS Sorbonne-Finance

Bertrand de SAINT MARS,

délégué général adjoint de l'AMAFI

Thierry SAMIN,chargé d'enseignement à l'université Panthéon-Assas (Paris 2) et Paris V (René Descartes),
responsable de la réglementation bancaire et financière, direction des affaires juridiques, Société Générale**Dominique SCHMIDT,**

agrégé des facultés de droit, avocat à la cour

Stéphane TORCK,

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

Directeur de la publication Emmanuelle FILIBERTI**Rédactrice en chef** Marija DIMITRIJEVIC

Revue éditée par Lextenso éditions SA

70, rue du Gouverneur Général Félix Éboué – 92131 Issy-les-Moulineaux Cedex

Dépôt légal : à parution • N° CPPAP : 0417T 82651 • ISSN 1638-9468

Imprimé en France • Imprimerie Chirat • 744, rue de Sainte-Colombe - 42540 Saint-Just-la-Pendue

Abonnement : Tél. 01 40 93 40 40 • abonnements@lextenso-editions.fr

Abonnement France 2015 : 389 € HT - Abonnement étranger 2015 : 428 € HT

Prix au numéro France : 44 € HT - Prix au numéro étranger : 48 €

Le Bulletin Joly Bourse peut désormais être cité de la manière suivante : BJB janv. 2014, p. 3, n° 110y1.

L'imputation aux dirigeants du manquement à l'information du public ^{112x4}

La fraude imputée au Groupe Volkswagen place à nouveau au cœur de l'actualité la qualité et la fiabilité des informations (financières ou techniques) données par les sociétés cotées. Elle invite à revoir sous un certain angle des décisions récentes de la commission des sanctions de l'AMF et de la Cour de cassation. L'AMF a rendu en quelques mois deux décisions (18 déc. 2014 : BJB avr. 2015, p. 149, n° 112h2 et 3 mars 2015 : BJB mai 2015, p. 212, n° 112k2, notes F. Martin Laprade) ressemblant fort à un « avis de gros temps pour les émetteurs cotés ». Aux termes de ces décisions, l'AMF a prononcé des sanctions pécuniaires non seulement à l'encontre d'émetteurs cotés mais aussi à l'encontre de leurs dirigeants (président-directeur général ou directeur général à la date des faits). Une telle solution n'est pas nouvelle en soi. Mais ces décisions font preuve d'une rigueur, pour ne pas dire d'une intransigeance, à l'égard des dirigeants qui mérite d'être relevée s'agissant de manquements ne constituant pas un abus de marché. La première rappelle que les manquements à l'obligation d'information du public sont imputables au président-directeur général d'une société cotée et, « compte tenu de son rôle actif et de sa situation », lui inflige une sanction pécuniaire de 100 000 € (soit le double de la condamnation demandée par l'autorité de poursuite) pour ne pas avoir publié immédiatement une information privilégiée. La seconde décision prononce une sanction de 40 000 € à l'encontre du directeur général d'une société cotée en affirmant qu'« en sa qualité de représentant légal », il « était débiteur au premier chef de l'obligation de communiquer au marché, dès que possible... l'information privilégiée, selon laquelle l'objectif de résultat d'exploitation courant... ne serait pas atteint ; qu'il ne justifie d'aucune circonstance particulière l'ayant privé de l'exercice total ou partiel de ses fonctions et pouvant justifier qu'il ait légitimement ignoré l'information selon laquelle l'objectif de résultat d'exploitation courant ne serait pas atteint ». La connaissance de cette information par le dirigeant était pourtant contestée et n'était pas clairement établie. L'AMF en vient donc à considérer que le directeur général serait présumé détenir (en les centralisant ?) en permanence toutes les informations privilégiées qui peuvent exister dans la société (en l'occurrence un groupe de près de 100 000 personnes...). Enfin, un arrêt récent de la Cour de cassation (Cass. com., 17 mars 2015, n° 14-14715) fait écho à cette motivation pour approuver la sanction d'une dirigeante dont « l'absence d'implication personnelle revendiquée... ne saurait légitimer l'ignorance dans laquelle elle déclarait s'être trouvée de ce que les informations données au public étaient inexactes », dès lors qu'elle « n'établissait pas que des circonstances particulières l'avaient privée de l'exercice total ou partiel de ses fonctions, justifiant qu'elle ait légitimement ignoré le caractère fallacieux des informations délivrées par la société qu'elle dirigeait ».

Il en ressort que les dirigeants sont de plus en plus souvent poursuivis en pratique pour manquement à la bonne information du public et que leur exonération est soumise à des conditions draconiennes. L'ensemble de ces décisions s'inscrit ainsi clairement dans un mouvement plus général participant de la volonté des régulateurs financiers et bancaires et de la jurisprudence de renforcer la dissuasion en matière d'information financière, et plus généralement de *compliance*, en sanctionnant davantage les dirigeants.

On rappellera ici que l'assurabilité des sanctions administratives prononcées par l'AMF semble compromise (v. Cass. 2^e civ., 14 juin 2012, n° 11-17367), sans insister sur les conséquences que peut avoir par ailleurs, au plan de la responsabilité civile, la reconnaissance d'un manquement à l'obligation d'information du public.

ACTUALITÉ

PAGE 493

ABUS DE MARCHÉ

112x3 Affaire Sacyr : le TGI de Paris veut mettre fin à la double vie des manquements à l'information du marché

PAGE 495

par Nicolas CUNTZ et Emile TROBOUL

TGI Paris, 32^e ch., 18 juin 2015, n° 07115096011

Dans un jugement du 18 juin 2015, la 32^e chambre correctionnelle du tribunal de grande instance de Paris, se déclarant juge naturel des principes dégagés par le Conseil constitutionnel, a appliqué, sans nouvelle QPC, la règle du non-cumul des poursuites (ne bis in idem) à la diffusion de fausses informations. En outre, le jugement l'a étendue à la violation des règles en matière de déclaration de franchissement de seuil et d'intentions.

INFORMATION DU PUBLIC

112x5 Affaire Gaussin : il est dangereux de ne pas se conformer à la doctrine de l'AMF

PAGE 499

par Frank MARTIN LAPRADE

AMF sanct., 5 juin 2015, M. Christophe Gaussin et sociétés Gaussin et GEM Investments America LLC

Il est important de savoir décrypter les rouages de cette décision de sanction – exceptionnellement – prononcée à l'encontre d'un émetteur (de son dirigeant), mais aussi de l'investisseur avec lequel une equity line avait été conclue, car il apparaît que la vive émotion qu'elle a fait naître chez les praticiens n'est pas totalement justifiée, dans la mesure où le principal tort des contrevenants a été de ne pas tenir compte de la doctrine de l'AMF en matière de PACEO.

PRESTATAIRES

112x6 Relèvement d'une sanction AMF ? La décision est tombée

PAGE 503

par Jean-Philippe PONS-HENRY et Marie ROBERT

AMF sanct., 19 juin 2015

Saisie d'une demande en ce sens, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers doit examiner s'il existe des éléments nouveaux de droit ou de fait devant être pris en considération et apprécier s'ils sont de nature à remettre en cause la poursuite de l'exécution de la sanction qu'elle a prononcée et, le cas échéant, y mettre fin, en tout ou en partie, pour l'avenir.

112y0 La commission des sanctions de l'AMF prononce la première interdiction d'exercice à l'encontre d'un conseiller en investissements financiers

PAGE 506

par Jérôme HERBET

AMF sanct., 9 juill. 2015, Cabinet de conseil Herios Finance et S. B.

Lors de sa séance en date du 9 juillet 2015, la première section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) a prononcé à l'encontre d'une personne physique, gérante d'un cabinet de conseil en investissements financiers, une interdiction d'exercer l'activité de conseiller en investissements financiers (CIF) pour une durée de trois ans. Cette décision, innovante et inédite, confirme l'existence d'une obligation de loyauté des CIF à l'égard de leurs clients. Mais elle pose toutefois un certain nombre de questions, notamment au regard de la nature de la sanction prononcée.

DOCTRINE

112w8 OPA hostiles au Canada : présentation des réformes à venir

PAGE 509

par Ivan TCHOTOURIAN

Le Canada n'avait pas connu de changements majeurs en matière de réglementation des offres publiques d'achat depuis 2001. Il en va différemment depuis peu, du moins s'il faut en croire plusieurs réflexions sérieuses émanant des autorités en valeurs mobilières tant fédérales que québécoises. En moins de deux ans, ce ne sont pas moins de trois projets de modification au régime des OPA hostiles qui ont été proposés. Le dernier émanant des autorités canadiennes en valeurs mobilières en date du 31 mars 2015 dessine le régime futur des OPA hostiles qui devrait voir le jour prochainement. Désinant harmoniser les règles dans le domaine des OPA hostiles sur le territoire canadien, ce projet instaure de nouvelles obligations tout en amendant le processus de réalisation des OPA. En dépit de l'avancée que constitue cette proposition, les régimes de droits et le contenu des devoirs des administrateurs de la société cible sont laissés de côté et leurs applications dans le contexte d'une OPA hostile soulèvent de sérieux questionnements.

112x1 Clauses d'extension et options de surallocation dans les augmentations de capital de sociétés cotées

PAGE 516

par Quentin DURAND et Matthieu GROLLEMUND

En dépit d'une relative ancienneté et d'une utilisation fréquente, les clauses d'extension et options de surallocation sont encore bien souvent confondues. Si les deux permettent d'accroître la taille d'une augmentation de capital, une bonne anticipation dans la rédaction des résolutions soumises aux actionnaires et de la documentation permettra aux émetteurs de bénéficier d'une grande souplesse dans leur augmentation de capital par un cumul judicieux de ces deux mécanismes.

112w7 L'encadrement des infrastructures de marché

PAGE 522

par Antoine GAUDEMET

En quelques années, l'encadrement des infrastructures de marché est devenu la préoccupation centrale du droit des marchés financiers. Il doit parvenir à réaliser un difficile équilibre entre l'efficience et la robustesse des infrastructures de marché, dont l'usage se généralise. Cette évolution est le signe d'une mutation sans précédent du système financier.

112x0 Les OTF : une réponse pertinente aux failles de MIF I ?

PAGE 526

par Arnaud REYGROBELLET

Afin de juguler certaines faiblesses de la réglementation antérieure, la directive et le règlement du 15 mai 2014, dits MIF 2, ont créé de toutes pièces une nouvelle plateforme de négociation multilatérale : l'OTF pour Organised trading facility, ou en français Système organisé de négociation. Cette construction originale participant de la volonté de capter la liquidité qui échappait jusqu'alors aux infrastructures de marché régulées a été toutefois dotée d'un statut ambivalent et, à certains égards, déconcertant. Aussi, paraît-il légitime de se demander si les OTF sont en mesure de répondre aux finalités ambitieuses qui leur ont été assignées.

Table chronologique des sources commentées

2015

JUIN

AMF sanct., 5 juin 2015, M. Christophe Gaussin et sociétés Gaussin et GEM Investments America LLC	p. 499	112x5
TGI Paris, 32 ^e ch., 18 juin 2015, n° 07115096011	p. 495	112x3
AMF sanct., 19 juin 2015	p. 503	112x6

JUILLET

AMF sanct., 9 juill. 2015, Cabinet de conseil Herios Finance et S. B.	p. 506	112y0
--	--------	-------

OCTOBRE

AMF, commun. 5 oct. 2015	p. 494	112y1
Sénat, prop. L. n° n° 20, 7 oct. 2015	p. 493	112x8
AMF, commun. 15 oct. 2015	p. 493	112y2
Rectificatif au règl. n° 600/2014 : JOUE n° L 270, 15 oct. 2015, p. 4.....	p. 494	112x9

Pour soumettre un article au comité de rédaction, merci d'adresser votre fichier à l'adresse suivante :
marija.dimitrijevic@lextenso-editions.fr

TEXTES ET RAPPORTS

Proposition de loi concernant la répression des infractions financières 112x8

Suite à la condamnation du cumul des sanctions administrative et pénale en matière d'abus de marché par le Conseil constitutionnel (v. BJB mai 2015, p. 204, n° 112j3, note T. Bonneau), la proposition de loi déposée au Sénat par Claude Raynal et Albéric de Montgolfier prévoit, comme cela a été préconisé par le Club des juristes (v. Entretien avec Didier Martin in BJB sept. 2015, p. 359, n° 112s1) ou encore par l'Autorité des marchés financiers (rapport AMF, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché - Proposition de réforme*, 19 mai 2015) – excluant ainsi la proposition de création d'un tribunal des marchés financiers jugée trop ambitieuse (v. BJB janv. 2015, p. 24, n° 112a1), une répartition du contentieux des abus de marché suivant un critère de gravité. Ainsi, le juge pénal se verrait confier la poursuite et la sanction des faits les plus graves et commis intentionnellement (art. 1). Une concertation est donc instituée entre le Procureur national financier (PNF) et l'AMF pour la répartition des affaires. En cas d'échec, les conflits seraient tranchés par une instance extérieure composée à parité de magistrats du Conseil d'État et de la Cour de cassation. Les décisions rendues par cette autorité, de nature juridictionnelle, ne seraient pas susceptibles de recours – point controversé débattu par la doctrine lors du dernier colloque de la commission des sanctions de l'AMF.

Par ailleurs, la proposition prévoit de renforcer la coopération entre l'AMF et le PNF au stade de l'enquête (art. 2) en instituant deux dispositions : une information réciproque systématique sur les enquêtes ouvertes, en amont de l'ouverture des poursuites ; la possibilité pour l'une ou l'autre des autorités d'enquêtes de solliciter de l'autre autorité des actes

d'enquête ou des expertises entrant dans son champ de compétence.

En outre, jugées peu dissuasives, les sanctions pénales seraient renforcées (art. 3) : relèvement des peines privatives de liberté (de deux à cinq ans en cas de délit d'initié et de un à trois ans dans les autres cas) ; relèvement du plafond des sanctions pénales pécuniaires (alignement sur celui prévu par l'AMF, soit 15 millions pour une personne physique et le quintuple de cette somme ou 15 % du chiffre d'affaires de la société – ce plafond en pourcentage applicable à l'ACPR étant nouveau – s'agissant d'une personne morale). Ces peines étant elles-mêmes aggravées en cas d'abus de marché commis en bande organisée.

Outre l'organisation du système de poursuite et de sanction des abus de marché :

- l'article 5 de la proposition de loi propose d'étendre la procédure de composition administrative aux infrastructures de marché et aux abus de marché ;
- l'article 6 a pour objet de renforcer la protection des lanceurs d'alerte en proposant une nouvelle rédaction de l'article L. 621-17-2 du Code monétaire et financier. Il précise les actions contre lesquelles un lanceur d'alerte est protégé au sein de son entreprise ;
- l'article 7 prévoit diverses mesures d'adaptation au droit de l'Union européenne, en particulier la transposition de la directive et du règlement *Abus de marché* du 16 avril 2014 (sur cette réforme, v. le dossier « La réforme des abus de marché », in BJB sept. 2015, p. 379, n° 112s9 et s.).

Sénat, prop. L. n° 20, 7 oct. 2015

Règlement EMIR : l'AMF publie ses propositions de modifications 112y2

L'AMF a répondu à la consultation de la Commission européenne sur la révision du règlement *EMIR* n° 648/2012, lequel introduit de nouvelles exigences telles que la compensation et la réduction des risques des contrats dérivés de gré à gré, la déclaration de ces contrats et l'encadrement des CCP et des référentiels centraux. Conformément à l'article 85 de ce règlement, la Commission doit présenter un rapport sur sa mise en œuvre assorti de possibles propositions de modifications techniques. Dans ce contexte, la Commission a ouvert une consultation publique pour identifier les problèmes liés à l'application du règlement et récolter les propositions de modifications (commun. Comm. UE, IP/15/2014).

Dans sa réponse, l'AMF a attiré l'attention de la Commission sur les difficultés rencontrées par certains acteurs dans le cadre de l'application d'EMIR, en particulier en ce qui concerne le processus d'agrément des CCP, les exigences de déclaration (reporting) aux référentiels centraux. L'AMF souligne également les problématiques liées à l'application d'EMIR pour la

gestion d'actifs (accès de sociétés de gestion à la compensation, interaction entre les dispositions de la directive *OPCVM* et du règlement *EMIR*).

Dans sa réponse, l'AMF a également formulé des propositions concrètes de modifications d'EMIR, parmi lesquelles :

- revoir la définition des « contrats dérivés de gré à gré réduisant objectivement les risques » des contreparties non financières, définition utilisée pour catégoriser les contreparties non-financières d'importance systémique qui sont soumises à l'obligation de compensation ;
- exempter de l'obligation de déclaration à des référentiels centraux les transactions intra-groupe des contreparties non-financières situées en-dessous des seuils de compensation obligatoire ;
- permettre aux collèges de supervision des CCP de réévaluer périodiquement l'agrément et les risques des CCP ;

- introduire de nouvelles exigences s'imposant aux adhérents compensateurs dans leur relation avec leurs clients, dans une optique de protection des clients ;
- supprimer le frontloading (c'est-à-dire l'application des obligations de compensation à des contrats conclus dans le passé) pour simplifier la mise en œuvre de la compensation obligatoire et éviter ainsi toute incertitude juridique ;

- restreindre et encadrer de manière très stricte les accords d'interopérabilité entre CCP (voire les interdire, en ce qui concerne les accords sur les dérivés de gré à gré).

La consultation s'est achevée le 13 août 2015. Les réponses feront l'objet d'un rapport remis au Conseil et au Parlement européen en octobre 2015.

AMF, commun. 15 oct. 2015

L'AMF lance une consultation sur la communication des sociétés de gestion et des émetteurs de titres de créance sur les médias sociaux 112y1

Afin d'accompagner les sociétés de gestion et les émetteurs de titres de créance dans leur communication sur les réseaux sociaux, l'AMF a lancé une consultation publique jusqu'au 13 novembre 2015 pour clarifier son approche de la réglementation, après avoir publié une recommandation n° 2014-15 sur la communication des sociétés cotées (sur le sujet, v. A. Felix, « L'irrésistible ascension des réseaux sociaux : les sociétés cotées doivent-elles être prudentes ? » : BJB mai 2015, p. 239, n° 112j5).

Les principaux thèmes abordés dans la consultation publique sont : la typologie du public ciblé ; la politique d'archivage

des informations publiées ; le traitement et la responsabilité par d'autres utilisateurs et que les sociétés de gestion, les émetteurs ou leurs distributeurs souhaiteraient relayer ; l'interdiction de la publication d'avis dont le caractère commercial ne serait pas identifiable et ; l'identification en interne, et au sein des distributeurs, des personnes autorisées à communiquer au nom de la société de gestion ou de l'émetteur de titres de créance.

AMF, commun. 5 oct. 2015

Rectificatif au règlement MIF 112x9

L'article 55, alinéa 3, du règlement MIF n° 600/2014 est rectifié en ce qu'il ajoute un nouveau cas d'application immédiate du règlement, à savoir l'article 4, paragraphe 6, relatif à l'élaboration des projets de normes techniques de réglemen-

tation par l'ESMA dans le cadre des dérogations aux obligations de transparence.

Rectificatif au règl. n° 600/2014 : JOUE n° L 270, 15 oct. 2015, p. 4

Affaire Sacyr : le TGI de Paris veut mettre fin à la double vie des manquements à l'information du marché ^{112x3}

L'ESSENTIEL

Dans un jugement du 18 juin 2015, la 32^e chambre correctionnelle du tribunal de grande instance de Paris, se déclarant juge naturel des principes dégagés par le Conseil constitutionnel, a appliqué, sans nouvelle QPC, la règle du non-cumul des poursuites (*ne bis in idem*) à la diffusion de fausses informations. En outre, le jugement l'a étendue à la violation des règles en matière de déclaration de franchissement de seuil et d'intentions.

EXTRAITS

TGI Paris, 32^e ch., 18 juin 2015, n° 07115096011

« Attendu que par sa décision n°s 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015, le Conseil constitutionnel a décidé d'abroger les dispositions relatives au manquement et au délit d'initié, considérant que l'application cumulée de ces dispositions était contraire au principe de nécessité des délits et des peines, prévu par l'article 8 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen ; que le Conseil constitutionnel s'est fondé sur quatre critères cumulatifs ; [...]

Attendu que si le juge pénal n'a pas le pouvoir d'apprécier la constitutionnalité de la loi, il est le juge naturel des principes constitutionnels tels que dégagés et interprétés par le Conseil constitutionnel, source de droit que la loi lui commande de mettre en œuvre ; [...]

Attendu qu'il y a lieu pour le tribunal d'apprécier, au regard du principe de nécessité des délits et des peines, les quatre critères posés afin de déterminer si, dans le cas de l'espèce, peuvent être « engagées deux procédures pouvant conduire à un cumul de sanctions » ; [...]

Attendu que l'article L. 465-2 du [Code monétaire et financier] définit le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses [...]

Attendu que les griefs retenus par l'AMF dans sa décision du 25 février 2010 étaient fondés d'une part notamment sur les dispositions de l'article 222-8 du règlement général de l'AMF

en vigueur à la date des faits [...], et, d'autre part, sur celles de l'article 632-1 du même règlement [...]

Attendu que les éléments constitutifs de ce délit et de ces manquements sont similaires, s'agissant de réprimer le fait de faire état, par quelque moyen que ce soit, d'éléments susceptibles de tromper les acteurs du marché ou de ne pas faire état d'éléments susceptibles de rectifier de précédentes communications devenues erronées ;

Attendu que le délit et le manquement à l'obligation de déclaration de franchissement de seuil sont ainsi définis par le même article du Code de commerce ; que les éléments constitutifs sont identiques ;

Attendu dans ces conditions que le tribunal constate [...] que les poursuites [...] devant la commission des sanctions de l'AMF et devant le tribunal correctionnel, reposent sur des délits et manquements similaires et ont pour origine, un comportement infractionnel identique ;

Attendu que le tribunal constate que les faits à l'origine des poursuites [...], sur lesquels l'AMF a statué définitivement, sont les mêmes que ceux à l'origine des poursuites pénales dont ils font l'objet devant le tribunal correctionnel ; [...]

Attendu, en cet état, que l'impossibilité de continuer les poursuites, résultant de l'application des principes posés par le Conseil constitutionnel, s'analyse, au sens de l'article 6 du Code de procédure pénale, comme une cause d'extinction des poursuites ».

NOTE

Dans son jugement du 18 juin 2015, rendu dans le cadre de l'affaire *Sacyr/Eiffage*, le tribunal de grande instance de Paris a constaté l'impossibilité de continuer les poursuites et, par voie de conséquence, l'extinction de l'action publique ouverte sur les chefs de défauts de déclaration de franchissements de seuils et de diffusion de fausses informations. Comme dans l'affaire *EADS*, le tribunal a fait valoir l'existence de poursuites antérieures de l'AMF pour les mêmes agissements : dès 2008, le collège de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») avait en effet notifié à la société Sacyr et à l'un de ses dirigeants plusieurs griefs, leur reprochant en substance la méconnaissance de leurs obligations déclaratives, outre la publication d'une information inexacte sur la volonté de prise de contrôle

d'Eiffage¹. Le tribunal, en faisant directement application des principes dégagés dans la récente décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015², c'est-à-dire sans renvoi à une question prioritaire de constitutionnalité (« QPC »), a considéré que la règle de non-cumul devait s'appliquer, par analogie, à la violation de ces dispositions. Comme il l'a décidé dans les affaires *EADS* et *Oberthur*, le tribunal a par conséquent constaté l'extinction des poursuites pénales. Il a par suite, déclaré irrecevable la constitution de partie civile de l'ADAM. Bien que ce jugement aurait été frappé d'un appel

1 Sanct. AMF, 25 févr. 2010 : BJB mai 2010, p. 239, n° 31, obs Franck Martin-Laprade – Cass. com., 15 sept. 2012, n° 11-11633 : BJS nov. 2012, p. 805, n° 433, obs S. Torck.

2 Cons. const., 18 mars 2015, n°s 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC.

interjeté par le Procureur national financier et l'ADAM³, il montre toutefois que le principe *ne bis in idem*⁴ a vocation à s'appliquer à la diffusion d'une information fausse ou trompeuse⁵ (I) ainsi qu'à tout manquement relatif à l'information du marché (II).

I. L'application directe des principes dégagés par le Conseil constitutionnel à la diffusion de fausses informations

En déclarant contraires à la Constitution les articles L. 465-1 et L. 621-15, II, c) et d) du Code monétaire et financier, le Conseil constitutionnel a uniquement abrogé⁶, avec effet au 1^{er} septembre 2016, les dispositions de la loi déferées dans le cadre de la QPC relatives au délit et au manquement d'initié. Le Conseil constitutionnel a ainsi condamné, sans délai, outre l'interdiction du cumul des sanctions, celle du cumul des poursuites pénale et administrative. Cette déclaration d'inconstitutionnalité se traduit par l'extinction des poursuites pénales en cours pour peu que le collège de l'AMF ait déjà notifié ses griefs dans le même dossier, y compris en cas de mise hors de cause par la commission des sanctions⁷. *Chase two rabbits, catch none* : dans l'affaire EADS, la double poursuite, administrative puis pénale, s'est ainsi soldée par des mises hors de cause définitives dans les deux procédures. Ce revirement inattendu de jurisprudence⁸ a également conduit la chambre criminelle de la Cour de cassation à annuler une autre procédure suivie devant les juridictions pénales pour les mêmes raisons⁹.

Le jugement rendu dans l'affaire Sacyr est intéressant à plusieurs égards :

- d'abord parce qu'en se déclarant « juge naturel des principes constitutionnels tels que dégagés et interprétés par le Conseil », le tribunal de grande instance de Paris s'est autorisé à apprécier lui-même, sans nouvelle QPC, si ces principes pouvaient être appliqués à d'autres infractions boursières que le délit d'initié. En d'autres termes, pour le tribunal, le Conseil constitutionnel a rendu une décision de principe dont l'apport ne se cantonne pas aux textes déferés (législation en matière d'initiés), même si d'un point de vue

strictement juridique, les effets de l'abrogation, comme de l'interdiction du cumul des poursuites, y sont limités¹⁰ ;

- ensuite, comme le Conseil constitutionnel, le tribunal s'est fondé sur le principe de nécessité des délits et des peines¹¹, décliné dans l'adage *ne bis in idem* qui interdit de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde infraction si celle-ci réprime des faits substantiellement identiques à ceux déjà sanctionnés. Dans sa motivation, le jugement reprend ainsi les quatre critères posés par le Conseil constitutionnel pour déterminer si les deux procédures peuvent aboutir à un cumul de sanctions : identité de qualification juridique des dispositions, des sanctions encourues, des intérêts protégés et des ordres juridictionnels concernés. Mais, le tribunal s'est aussi fortement inspiré de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'Homme, qui a été rappelée en matière d'abus de marché dans son arrêt *Grande Stevens* du 4 mars 2014¹². Celle-ci se focalise exclusivement sur l'identité matérielle des faits et ne s'intéresse pas à leur qualification juridique¹³. Au cas d'espèce, le tribunal prend ainsi soin de constater que les deux poursuites, pénale et administrative, visent en réalité un même « comportement infractionnel » et partant, que « les faits à l'origine des poursuites sont les mêmes ».

Par analogie, le tribunal a appliqué le principe de non-cumul à la diffusion d'une information trompeuse ainsi qu'à la violation des règles en matière de franchissements de seuils. Avant lui, le groupe de travail mis en place par l'AMF à la suite de la décision du Conseil constitutionnel¹⁴ avait déjà considéré que la portée de cette décision dépassait le cadre de la seule législation relative au manquement et au délit d'initié commis par des non-professionnels¹⁵. Il est vrai que s'agissant de la diffusion de fausses informations, le texte pénal et son pendant administratif¹⁶ sanctionnent des agissements identiques qui ne devraient plus faire l'objet, par conséquent, d'un cumul de poursuites. Pour les juges, le manquement et le délit ont en effet pour objet « de réprimer le fait de faire état, par quelque moyen que ce soit, d'éléments susceptibles de tromper les acteurs du marché ». En le reconnaissant, l'AMF puis le tribunal étendent donc considérablement la portée de la règle

3 Dépêche AFR, 6 juill. 2015.

4 CEDH, Protocole additionnel n° 7, art. 4, § 1^{er} ; v. aussi, art. 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'UE.

5 Ce qui a été depuis confirmé par les propositions de loi n° 19 et 20 relatives à la répression des infractions financières présentées par les sénateurs Albéric de Montgolfier et Claude Raynal, le 7 octobre 2015.

6 La déclaration d'inconstitutionnalité s'étend par ailleurs à certaines dispositions inséparables encadrant les rapports entre l'AMF et le Parquet (C. mon. fin., art. L. 466-1 – C. mon. fin., art. L. 621-15-1 – C. mon. fin., art. L. 621-16 et L. 621-16-1).

7 TGI Paris, 7 mai 2015, affaire *Oberthur* et TGI Paris, 18 mai 2015, affaire *EADS*.

8 Auparavant, le Conseil constitutionnel comme le juge judiciaire considéraient que des sanctions pécuniaires pouvaient être décidées par l'AMF (et autrefois par la COB) en sus de celles prononcées par le juge pénal, sous réserve du respect du principe de proportionnalité (Cons. const., 28 juill. 1989, n° 89-260 DC – récemment encore Cass. crim., 22 janv. 2014, n° 12-83579 – TGI Paris, 26 sept. 2014, affaire *Pechiney* – Cons. const., 24 oct. 2014, n° 2014-423 QPC).

9 Cass. crim., 20 mai 2015, n° 13-83489.

10 CE, 16 janv. 2015, n° 386031 : la décision par laquelle le Conseil constitutionnel a déclaré contraires à la Constitution des dispositions législatives s'étend aux dispositions identiques dans leur substance et dans leur rédaction.

11 DDHC, art. 8.

12 V. la construction de la jurisprudence européenne : CEDH, 23 nov. 1976, n° 5100/71, *Engel et a. c/ Pays-Bas* – CEDH, 10 févr. 2009, n° 14939/03, *Zolothoukine* – CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, 18647/10, 18663/10 et 18698/10, *Grande Stevens* – CEDH, 30 avr. 2015, nos 3453/12, 42941/12 et 9028/13, *Kapetanios et autres c/ Grèce* – CJUE, 26 févr. 2013, n° C617/10, *Aklagaren c/ Hans*.

13 Dr. sociétés mai 2015, comm. n° 94, obs. S. Torck ; BJB déc. 2014, p. 605, n° 111z0, note F. Drummond ; CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, 18647/10, 18663/10 et 18698/10, *Grande Stevens* et a. c/ Italie : BJB avr. 2014, p. 209, n° 111h1, note J. Chacornac.

14 Rapp. du groupe de travail de l'AMF du 19 mai 2015, sur l'application du principe de *ne bis in idem* dans la répression des abus de marché.

15 Le rapport de l'AMF avait considéré que le non-cumul devrait s'appliquer aux professionnels qui se verraient reprocher la commission d'un abus de marché.

16 Pour le délit, C. mon. fin., art. L. 465-2, al. 2 et L. 465-2-1 – pour le manquement, C. mon. fin., art. L. 621-15 et Règl. gén. AMF, art. 632-1.

du non-cumul puisqu'une part importante des sanctions prononcées en matière boursière, successivement par l'Autorité puis par les tribunaux, a justement concerné ce type d'abus.

Le jugement conduit également à s'interroger sur l'application du principe *ne bis in idem* à la manipulation de cours. Si l'abus n'est ici pas défini de la même façon en matière pénale et administrative, ce qui importe le plus, à la lumière du jugement rendu dans l'affaire *Sacyr*, c'est que les deux réglementations sanctionnent en fait une seule et même conduite, c'est-à-dire des manœuvres visant à entraver le bon fonctionnement du marché. Si, à notre connaissance, aucun juge ne s'est encore prononcé sur la question du cumul concernant cette catégorie d'abus, le rapport de l'AMF a clairement estimé que le principe *ne bis in idem* était transposable à la manipulation de cours. Mais la question est ici moins sensible car le délit de manipulation de cours (délict d'« agiotage »), bien que le plus ancien (loi du 3 décembre 1926), a fait l'objet d'un nombre très limité de condamnations par les autorités judiciaires (quatre affaires à notre connaissance depuis 1942), ce qui limite le risque de cumul.

Sur ces deux questions, les travaux parlementaires en cours sont venus conforter le jugement rendu dans l'affaire *Sacyr* : la proposition présentée au Sénat prévoit d'inscrire dans la loi que tout fait susceptible de constituer un délit et un manquement ne pourra être poursuivi et sanctionné à la fois par le juge pénal et par l'AMF¹⁷. Cette interdiction s'appliquerait à toutes les catégories d'abus de marché, y compris la diffusion d'une information fausse ou trompeuse et la manipulation de cours ou d'indice¹⁸.

II. L'extension de la règle du non-cumul à d'autres manquements relatifs à l'information du marché

Le jugement du tribunal de grande instance de Paris est surtout remarquable en ce qu'il étend la règle du non-cumul à des manquements résultant de la violation d'une obligation d'information du marché spécifique ne constituant pas un abus de marché. Le groupe de travail de l'AMF et les travaux en cours au Sénat sont en effet restés totalement silencieux sur le sort de ces manquements. Le tribunal tranche cette question en considérant que la violation des règles relatives aux déclarations de franchissements de seuils et d'intentions ne peut faire l'objet de poursuites pénales et administratives, car les éléments constitutifs du délit et du manquement à ces obligations déclaratives sont en réalité identiques. Il est vrai que l'amende prévue par le législateur de 18 000 € pour le délit, sans rapport avec l'échelle des sanctions administratives encourues par le déclarant défaillant (jusqu'à cent millions

d'euros), était révélatrice du caractère superflu de l'infraction pénale, d'ailleurs très rarement sanctionnée (affaires *Docks de France*, 1992, et *Fonderies Franco-Belges*, 1993).

En outre, la 32^e chambre correctionnelle a, dans la présente affaire, jugé que la règle du non-cumul devait aussi s'appliquer aux faits poursuivis devant l'AMF sous le grief de la violation des dispositions de l'article 222-8 du règlement général de l'AMF (aujourd'hui l'article 223-7) qui obligent toute personne à informer le marché de l'évolution de ses intentions. Retenant une approche large du comportement infractionnel, le tribunal a appliqué la règle du non-cumul à une omission d'information qui n'entraînait pas dans le cadre de l'incrimination pénale au titre de l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier (fausse information) laquelle, contrairement au manquement¹⁹, ne punit pas le silence²⁰. Un tel raisonnement serait en réalité reproductible pour tous les manquements relatifs à l'information du marché (Règl. gén. AMF, art. 223-1 à 223-38)²¹, ce qui soulèverait alors une autre question. En effet, en l'état actuel du droit, rien n'exclut que l'AMF notifie ses griefs sur le seul fondement des articles 223-1 et suivants de son règlement général malgré la mise en mouvement de l'action publique sur le chef de fausse information. En l'absence de « garde-fou », les dispositions des articles L. 621-14, I, 1^{er} alinéa et L. 621-15 du Code monétaire et financier²², qui fondent le pouvoir de sanction de l'AMF vis-à-vis de tous les manquements de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché²³, seraient, elles aussi, susceptibles d'être concernées par les critiques formulées par le Conseil constitutionnel²⁴.

Enfin, de façon plus anecdotique, la question de l'application du *ne bis in idem* semble devoir se poser pour d'autres infractions boursières :

- ce devrait être le cas du délit relatif aux mentions que doit comporter le rapport annuel en matière de filiales et participations (C. com., art. L. 247-1) dans la mesure où cette information est généralement incorporée dans le rapport financier annuel dont l'inexactitude ou l'imprécision est susceptible d'être sanctionnée aussi par l'AMF ;
- il ne fait guère de doute que les principes dégagés par le Conseil constitutionnel devraient concerner le cumul du délit d'obstacle à la mission de l'AMF ou du délit de com-

19 Sanct. COB, 13 nov. 2001.

20 Le silence n'est sanctionné pénalement que s'il s'inscrit dans le cadre d'une communication incomplète c'est-à-dire comportant des « blancs » visant à fausser l'information publiée (C. Ducouloux-Favard, « Délits et manquements boursiers » : JCl. Banque et crédit, fasc. n° 1600).

21 Sanct. AMF, 13 févr. 2013, p. 5, pour des griefs portant sur la diffusion d'une information sur les intentions d'un investisseur concernant sa souscription à une émission.

22 Et, avant la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, sur le fondement du règlement n° 98-07 de la COB.

23 C'est par exemple le cas en matière de non-respect des règles en matière de déclaration de franchissements de seuils (sanct. AMF, 25 févr. 2010 précitée et sanct. AMF, 9 nov. 2006 : BJB mars 2007, p. 191, n° 29, note B. François ; RD bancaire et fin. janv. 2007, p. 46, obs. D. Bompoint).

24 Cons. constit., 18 mars 2015, n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC, consid. n° 28.

17 D'une manière générale, les cas de cumul de poursuites ne concernaient que les dossiers les plus graves et emblématiques (5 % des dossiers environ), conformément au souhait de la Chancellerie (une circulaire du 14 septembre 2004 invitait le Parquet à réserver la voie pénale aux faits les plus graves nécessitant des investigations complexes).

18 Art. 1^{er} de la proposition de loi.

munication d'informations inexactes²⁵ avec son « double », le manquement d'entrave²⁶, institué très récemment par la loi *SRAB*²⁷. Ces dispositions, par trop similaires, visent la poursuite de faits identiques. L'inconstitutionnalité de la loi est ici assez manifeste, bien qu'encore non reconnue. Il est vrai que le délit, un peu oublié, n'a semble-t-il jamais été appliqué depuis son incrimination par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs.

C'est donc une part assez importante du dispositif de lutte contre la délinquance sur les marchés financiers qui se trouve potentiellement fragilisée et que le législateur est condamné à réécrire. Sa marge de manœuvre est cependant réduite en raison des contraintes posées par le droit communautaire (directive européenne *MAD 2*²⁸ et règlement européen *MAR* du 16 avril 2014²⁹). Elle l'est aussi dans le cadre du système

d'« aiguillage » tel que préconisé par l'AMF³⁰ et les auteurs de la proposition de loi du Sénat, puisqu'il sera difficile de prévoir des seuils matériels pour toutes les infractions³¹ et que le principe d'indépendance du Parquet³² ne semble pas pouvoir garantir que ce dernier gardera toujours l'arme au pied.

Nicolas CUNTZ

Avocat à la cour

Brandford Griffith

Maître de conférences à Sciences Po Paris

Emile TROBOUL

Avocat à la cour

Brandford Griffith

25 C. mon. fin., art. L. 642-2.

26 C. mon. fin., art. L. 621-15, II, f).

27 Loi n° 2013-672 de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juill. 2013.

28 Dir. PE et Cons. UE, n° 2014/57/UE, 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

29 Règl. PE et Cons. UE, n° 596/2014, 16 avr. 2014 sur les abus de marché.

30 Rapp. AMF du 19 mai 2015 et lettre de la régulation financière de l'AMF, n° 18, sept. 2015. Les travaux parlementaires en cours (propositions de loi présentées au Sénat) reprennent l'idée de l'aiguillage fondé sur la gravité supposée des faits.

31 C'est par exemple le cas en matière de franchissements de seuils ou d'entrave à la mission de l'AMF. Le texte en discussion devant le Sénat ne fait pas référence à des seuils matériels comme critères de gravité du dossier, y compris pour les abus de marché.

32 BJB sept. 2015, p. 359, n° 112s1, entretien avec D. Martin.

Affaire *Gaussin* : il est dangereux de ne pas se conformer à la doctrine de l'AMF ^{112x5}

— L'ESSENTIEL —

Il est important de savoir décrypter les rouages de cette décision de sanction – exceptionnellement – prononcée à l'encontre d'un émetteur (de son dirigeant), mais aussi de l'investisseur avec lequel une *equity line* avait été conclue, car il apparaît que la vive émotion qu'elle a fait naître chez les praticiens n'est pas totalement justifiée, dans la mesure où le principal tort des contrevenants a été de ne pas tenir compte de la doctrine de l'AMF en matière de PACEO.

AMF sanct., 5 juin 2015, M. Christophe Gaussin et sociétés Gaussin et GEM Investments America LLC

— NOTE —

Voici une affaire qui – en réalité – se subdivise en deux volets bien distincts : celui qui concerne la société Gaussin et de son PDG homonyme (avec des caractéristiques – somme toute – relativement classiques pour une société récemment cotée sur Alternext) (I) et celui du fonds d'investissement américain (GEM) avec lequel cette société avait conclu une *equity line*¹ dont les modalités ont visiblement déplu à l'AMF (car elles ne respectaient absolument pas ses propres positions doctrinales) (II).

I. Péchés de jeunesse ?

De prime abord, il est vrai que l'accumulation des griefs fondant la poursuite à l'encontre de la société Gaussin fait penser à un véritable « feu d'artifice »², ce qui a pu faire dire à une agence spécialisée en communication financière³ « qu'elle ferait un remarquable *cas pratique* pour étudiants en droit boursier. On y trouve en effet le catalogue quasi-exhaustif des manquements susceptibles d'être commis par une société cotée (...) ».

À en croire la décision de la commission des sanctions, la société et son dirigeant se sont en effet rendus coupables de fausse information financière, manquement d'initié, manipulation de cours et manquement à l'obligation de déclaration d'opérations. En rugby, on appellerait cela un « grand chelem ».

Toutefois, à y regarder de plus près, cela pourrait davantage ressembler aux réprimandes adressées (un peu sévèrement) à une société nouvellement cotée (par placement privé) sur le marché Alternext (en juillet 2010) et qui met quelque temps à s'habituer aux nouvelles contraintes en matière d'information du marché (lesquelles avaient été étendues depuis *quelques mois seulement* à ce compartiment boursier).

Du reste, la société n'écope en fin de compte « que » de 100 000 € d'amende, ce qui atteste de la faible gravité des manquements qui lui sont reprochés, sachant qu'il ne faut pas oublier que le *quantum* des sanctions AMF a été multi-

plié par 60 entre 2008 et 2010⁴, si bien qu'on peut estimer que Gaussin n'aurait mérité qu'un « avertissement » chiffré à 1 500 € il y a cinq ans...

Après tout, contrairement à de nombreuses autres sociétés récemment cotées sur Alternext, sur lesquelles l'AMF « tombe » au bout de quelques années⁵, en leur reprochant d'avoir menti au public, Gaussin n'a pas fait faillite et c'est probablement ce qui explique la relative mansuétude de la commission des sanctions à son égard (il est vrai que – contrairement à ces autres sociétés plus lourdement sanctionnées qu'elle mais placées en liquidation, Gaussin était capable de former un recours devant la cour d'appel⁶).

Cela dit, cette appréciation ne serait probablement pas partagée par ses avocats, qui auraient sans doute préféré une mise hors de cause plus radicale, comme pour le grief relatif à l'indication d'une belle prise de commande, pour lequel la commission des sanctions a reconnu qu'il n'était pas précisé qu'il s'agissait d'un achat, si bien qu'elle a admis qu'il pouvait effectivement s'agir d'une location avec *option* d'achat.

Or, cette ambiguïté entre location et achat semble avoir été au cœur des reproches adressés par l'AMF à la société Gaussin, dont les ventes à l'extérieur étaient apparemment précédées d'une mise en location auprès de ses clients de véhicules d'essai (que sa filiale dédiée devait toutefois lui acheter au préalable ?) avec à la clef une *confusion facile* entre comptabilité sociale et consolidée (celle-ci neutralisant logiquement les opérations intra-groupe).

Les journalistes ayant assisté à l'audience (publique) ne s'y sont pas trompés, « La PME aurait, selon l'AMF, surévalué son carnet de commande, diffusant ainsi une fausse information au marché. La société y a inclus les revenus à venir issus

1 F. Martin Laprade et D. Borde, « L'equity line à la française » : RD bancaire et fin. juill.-août 2001, n° 4, p. 267.

2 F. Martin Laprade, « Affaire EEM : florilège ou ballon de baudruche ? », note sous AMF sanct. 25 juill. 2013 : BJB déc. 2013, p. 577, n° 110w1.

3 A. Bonhoure, <http://labrador-company.com/fr/lamf-inflige-a-un-patron-initie-une-sanction-de-1-million/>

4 F. Martin Laprade, « L'AMF actualise son document sur le montant de la sanction pécuniaire » : BJB oct. 2013, p. 467, n° 110q4 ; « Le montant de la sanction pécuniaire » : BJB juin 2011, p. 354, n° 178.

5 F. Martin Laprade, « Affaire 1855 : encore un « coupable » condamné d'avance... mais est-ce pour les bonnes raisons ? », note sous AMF sanct. 10 mars 2015 : BJB juin 2015, p. 263, n° 112n6 ; « Affaire *Loyaltouch* : difficile de rester impartial quand le mis en cause a pris la fuite », note sous AMF sanct., 16 juill. 2014 : BJB nov. 2014, p. 531, n° 111v5.

6 Ce qu'elle a d'ailleurs fait.

de location de véhicules portuaires »⁷, mais ils ont tort d'évoquer une diffusion de *fausse information*, car cette infraction (constitutive d'un abus de marché revêtant une qualification pénale) n'a pas été mentionnée par l'AMF.

En effet, celle-ci n'a pas fait référence à l'article 632-1 de son règlement général pour condamner Gaussin, préférant utiliser l'article 223-1 qui se contente de poser le principe selon lequel l'information donnée au public soit « exacte, précise et sincère » – ce qui autorise l'AMF à considérer qu'un manquement a été commis dès que cet objectif (utopique) n'est pas atteint à 100 % (ce qui est objectivement impossible, surtout en ce qui concerne le critère de « précision » car celle-ci peut toujours être améliorée... à l'infini !).

C'est très révélateur, car le manquement à l'article 632-1 suppose que la personne en cause ait *su ou aurait dû savoir* que l'information était fausse ou trompeuse, ce qui oblige l'AMF à caractériser sa « mauvaise foi », ce qui peut s'avérer particulièrement délicat lorsqu'il s'agit d'une personne morale ? On peut ajouter qu'il n'existe pas de disposition similaire à celle de l'article 221-1 qui permet d'imputer automatiquement un tel manquement au dirigeant de la personne morale concernée.

Au cas d'espèce, l'AMF aurait d'ailleurs eu du mal à expliquer comment Gaussin (la société et/ou son dirigeant éponyme) pouvait avoir *sciemment* diffusé une fausse information relative à la surévaluation de son carnet de commande (chiffré à 8 millions d'euros) dans le communiqué de presse du 27 juillet 2010, alors que la commission des sanctions reconnaît ensuite elle-même que les commissaires aux comptes et le *listing sponsor* n'ont attiré l'attention de Monsieur Gaussin là-dessus qu'au début du mois de septembre 2010.

Du coup, la sanction de la société Gaussin peut apparaître comme excessivement sévère, dans la mesure où l'AMF semble s'être attachée à certains détails, comme lorsqu'elle retient le grief d'avoir communiqué dès le mois de décembre 2010 sur une prise de commande qui ne s'est finalement concrétisée qu'en septembre 2011 :

- (i) non seulement, les termes du communiqué de presse litigieux laissaient également ouverte une interprétation plus favorable à la société, car il y était simplement annoncé « la livraison d'un *véhicule de démonstration* ATT (...) suite à la signature d'une lettre d'intention pour 100 véhicules » ;
- (ii) mais surtout, force est de constater que la prise de commande qui était ainsi évoquée (implicitement) n'était *pas imaginaire* et qu'elle a effectivement bénéficié à Gaussin (quelques mois plus tard).

Dans ces conditions, on peut se demander si l'« atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché » (condition posée par l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier pour fonder le pouvoir répressif du régulateur) justifiait vraiment que l'AMF puisse sanctionner

Gaussin (nous nous étions fait la même réflexion pour Soitec, lorsque celle-ci avait été critiquée pour avoir légèrement anticipé dans ses comptes sur une subvention... qu'elle avait d'ailleurs fini par obtenir⁸).

Finalement, que reste-t-il de véritablement grave à la charge de cette « jeune » société cotée ? Pas grand-chose, puisque la liste de ses nombreux communiqués de presse publiés en 2011 (28 juin, 20 juillet, 25 octobre et 22 décembre), dans lesquels elle mentionne les « tirages » effectués dans le cadre de son *equity line*, montre surtout qu'elle a veillé à en informer régulièrement le public.

Certes, ces communiqués de presse ne précisaient *pas tous* le prix auquel les actions nouvelles avaient été émises, mais il faut rappeler que le principe d'une décote de 10 % par rapport au cours de bourse avait été annoncé dès le départ (CP du 4 avril 2011) et qu'il n'est donc pas évident que cela ait beaucoup intéressé le public.

Du reste, l'AMF ne va pas jusqu'à qualifier cette précision d'information privilégiée, sachant qu'une société cotée sur Alternext n'est pas obligée de passer par un diffuseur professionnel qui s'occupe de transmettre ce type d'information à la presse, puisqu'elle peut se contenter de la mettre en ligne sur son propre site internet, comme les détails relatifs à la mise en œuvre d'un programme de rachat par exemple.

Si la société Gaussin n'était probablement pas la vraie « cible » du collège de l'AMF, c'est que ses prétendus manquements faisaient pâle figure à côté de ceux dont était soupçonné son PDG, non pas à raison de sa seule qualité de dirigeant signataire des communiqués de presse litigieux publiés par la société cotée, mais bien à titre personnel.

Qu'on en juge plutôt à la lecture du résumé qu'en faisaient les journalistes : « Christophe Gaussin (...) a vendu des titres à deux reprises (en 2010 et 2011) alors qu'il détenait une information privilégiée. Il a ainsi évité une perte de près de 350 000 € pour lui et ses SCI. (...). La commission des sanctions l'accuse aussi d'avoir manipulé les cours entre les 15 mars et 14 juin 2011 et de ne pas avoir déclaré au régulateur la cession de ses actions »⁹.

Pour autant, lorsqu'on se penche plus en détail sur ces prétendues infractions, on ne peut s'empêcher d'être gêné par certaines approximations, dont l'AMF aurait pu s'abstenir, car elles viennent porter atteinte à la crédibilité de sa décision de sanction, sachant que l'amende effectivement prononcée (500 000 €) représente à peine la moitié de ce qui était requis par le collège (un million d'euros).

Il en va tout d'abord ainsi des manquements au devoir d'abstention absolue auquel sont normalement tenus des initiés primaires tels que le PDG de la société cotée (ce qui s'avère extrêmement délicat pour gérer le portefeuille boursier qui

⁷ L. Boisseau, « Gaussin : le PDG risque une lourde amende de l'AMF » : Les Echos 26 mai 2015.

⁸ F. Martin Laprade, « Affaire SOITEC : deux poids, deux mesures ? », note sous Cass. com., 13 déc. 2011 : BJB avr. 2012, n° 91, p. 157.

⁹ L. Boisseau, « L'AMF distribue les sanctions dans l'affaire Gaussin » : Les Echos 9 juin 2015.

constitue souvent l'essentiel de leur patrimoine personnel, sur lequel ces personnes physiques comptent pour faire face à leurs obligations financières quotidiennes).

En effet, il résulte des indications (parcellaires) glanées au gré de la décision de la commission des sanctions, qu'au cours de la période litigieuse Monsieur Christophe Gaussin aurait également acheté (sur le marché) des titres de la société dont il était l'actionnaire majoritaire (à peu près la moitié de ce qu'il a vendu), au point qu'on peut raisonnablement s'interroger sur le point de savoir si c'est réellement la détention d'informations privilégiées qui est à l'origine de ses interventions.

Ne serait-ce pas plutôt les réactions – maladroites – d'un dirigeant confronté pour la première fois aux évolutions chaotiques du cours de sa société et qui cherche à en tirer profit (sans réaliser que cela lui est interdit du fait de sa position d'*insider* disposant en permanence – par définition – d'une meilleure connaissance de son entreprise que la plupart des autres investisseurs).

Il faut dire aussi que le marché du titre Gaussin a connu des mouvements en dents de scie au cours des vingt-quatre premiers mois qui ont suivi l'introduction en bourse et que la tentation était sans doute grande pour son dirigeant de ne pas rester totalement « passif » et d'y assister en simple spectateur :



Le second élément qui laisse penser que l'AMF aurait (peut-être) fait preuve d'une sévérité excessive à l'égard de Monsieur Christophe Gaussin, a trait à sa condamnation pour manquement aux obligations déclaratives qui auraient pesé sur les SCI à raison des achats et des ventes d'actions Gaussin réalisées par ces dernières.

Il faut souligner à cet égard qu'il s'agissait de sous-filiales de Gaussin et non pas de sociétés personnelles appartenant à son PDG, contrairement à ce qui est indiqué par erreur dans la décision de la commission des sanctions qui parle de « ses » SCI.

Or, ce point est essentiel, car il aurait permis d'écarter toute violation de l'article L. 621-18-2 du Code monétaire et financier par Monsieur Christophe Gaussin, dans la mesure où les

SCI ne sauraient être regardées comme des personnes ayant des « liens personnels étroits » avec lui.

En effet, pour que cela soit le cas, aux termes-mêmes de l'article R. 621-43-1, 4°, a) du Code monétaire et financier (que cite pourtant l'AMF), encore aurait-il fallu :

- (i) non seulement que Monsieur Christophe Gaussin en assure « la direction, l'administration ou la gestion » (ce qui n'était *pas le cas* puisqu'il n'était que le représentant permanent de leur gérant, la société Leaderlease),
- (ii) mais aussi – et surtout – que ces SCI soient considérées comme « agissant dans l'intérêt » de Monsieur Christophe Gaussin (ce qui n'est absolument pas démontré par l'AMF au cas d'espèce, ce qui commence à devenir une mauvaise habitude¹⁰).

À cet égard, il convient de souligner une nouvelle fois que l'AMF nous semble faire une utilisation abusive de l'article 221-1 de son règlement général¹¹, dont elle se sert pour engager la responsabilité des personnes physiques dirigeant les personnes morales auxquelles elle impute des manquements, y compris lorsque ces sociétés ne sont pas cotées (comme c'est ici le cas des SCI et de Leaderlease).

Enfin, le dernier aspect qui laisse planer le doute quant à l'objectivité de la commission des sanctions tient aux explications que l'AMF donne elle-même pour dénoncer la manipulation de cours dont elle accuse Monsieur Christophe Gaussin, lequel semble indéniablement dans l'incapacité de fournir une justification alternative à ses achats/vendus qui ne lui ont *rien* rapporté à titre personnel.

En effet, il est expressément relevé que « les opérations de M. Christophe Gaussin, qui ont eu lieu au cours des quatre premiers tirages de GEM sur l'*Equity Line*, ont augmenté le volume du marché du titre Gaussin sur les périodes de détermination du nombre de titres Gaussin que la société Gaussin pouvait demander à GEM de souscrire ».

Il en résulte que le PDG pourrait bien n'avoir agi – exclusivement – que dans l'intérêt social de l'émetteur, ce qui semble antinomique avec sa condamnation individuelle, du moins si l'on raisonne par analogie avec la jurisprudence en matière d'exploitation d'informations privilégiées (y compris celle que valide le régulateur dans sa propre doctrine¹²).

Du reste, ce n'est pas sur le terrain de « la *légitimité des raisons* de ces opérations » que l'AMF se place pour reprocher à Monsieur Christophe Gaussin un manquement à l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, mais sur le deuxième critère visé par ce texte, à savoir l'absence de « *conformité aux pratiques de marché admises* sur le marché réglementé concerné ».

10 F. Martin Laprade, « Affaire Belvédère (bis) : on est encore bien loin du "droit à l'oubli" », note sous AMF, sanct. 30 avr. 2014 : BJB juill. 2014, p. 343, n° 111p0.

11 F. Martin Laprade, « Droit Boursier : responsabilité(s) d'une personne morale et de son dirigeant », in *Mélanges de l'Association Droit et Affaires (AD&A)*, Revue Droit & Affaires (2015).

12 Communiqué COB, 16 mai 1989, enquête sur LVMH : Bull. COB, mai 1989, p. 6.

Bien sûr, cela ne veut pas dire que le comportement du dirigeant n'est pas – moralement – condamnable, mais cela relativise le caractère (quasi) pénal de cet « abus de marché » ... dont GEM pourrait néanmoins se plaindre devant un juge civil, du moins s'il n'était pas lui-même compromis pour avoir abusivement reporté son préjudice sur les investisseurs présents dans le marché.

II. « This is provocation » !

Plus encore que l'avalanche de griefs notifiés aux Gaussin (la société et son dirigeant), c'est peut-être la mise en cause de la responsabilité de GEM qui constitue la véritable originalité de cette décision, c'est en tout cas celle qui a tout particulièrement attiré l'attention des praticiens.

En effet, pour la première fois, c'est un souscripteur à une augmentation de capital réalisée par exercice de droits attachés à des valeurs mobilières y donnant accès¹³ qui se voyait reprocher d'avoir commis un manquement à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF relatif à l'exploitation d'une information privilégiée.

Or, si on lit un peu trop rapidement la décision, on pourrait croire que l'information privilégiée en cause est justement celle qui est relative au « tirage », c'est-à-dire à l'augmentation de capital elle-même, si bien que GEM aurait – paradoxalement – été condamnée parce qu'elle était initiée par sa propre *opération financière*¹⁴.

En réalité, on observera qu'au final ce n'est pas cette information-là qui a été qualifiée de privilégiée par l'AMF pour fonder sa décision de sanction à l'encontre de GEM – et pour cause, car GEM n'est pas intervenue sur le titre Gaussin *après* avoir réalisé un tel « tirage » en souscrivant à l'augmentation de capital qui lui était réservée, si bien qu'une telle qualification *ne servait à rien* pour la sanctionner.

Du reste, il n'est pas certain que chacun de ces « tirages » soit susceptible de constituer à lui seul une information privilégiée, surtout si l'existence de l'*equity line* a été portée à la connaissance du public dès la signature du contrat entre Gaussin et GEM – ce qui a bien été le cas en l'espèce, conformément à la position-recommandation n° 2012-18 de l'AMF relative aux PACEO.

Un peu comme en matière de programme de rachat d'actions (auquel il peut être facilement comparé), c'est la *mise en place* du PACEO qui doit impérativement donner lieu à la diffusion d'un communiqué de presse (Règl. gén. AMF, art. 221-4), tandis que la réalisation concrète des acquisitions qui en découleront au cours des mois suivants ne sera quant à elle mentionnée que sur le site de l'émetteur (Règl. gén. AMF, art. 241-4).

Il faut également souligner que Monsieur Christophe Gaussin n'a pas été poursuivi de son côté pour avoir acheté et/ou

vendu des titres pendant la période de détermination de la taille « potentielle » du tirage qu'il pouvait demander à GEM d'effectuer, ce qui semble confirmer que ce n'est pas non plus cette information-là qui a été considérée comme privilégiée.

En revanche, la grande spécificité de l'opération d'*equity line* proposée par GEM est que cet investisseur empruntait (gratuitement) les actions qu'il pouvait revendre immédiatement sur le marché, au cours de bourse, tout en sachant qu'il pourrait ultérieurement en souscrire un nombre équivalent – mais avec une *décote* accordée par Gaussin – pour rembourser son prêt.

Dans ces conditions, GEM (qui n'est pas un prestataire de services d'investissement (PSI) disposant d'un agrément pour faire de la « prise ferme » et qui serait disciplinairement tenu au respect des règles posées par l'AMF¹⁵) était pratiquement assuré d'empocher le montant de la décote, *sans prendre le moindre risque* puisqu'il cédait les titres empruntés *avant* d'avoir souscrit à l'augmentation de capital.

Or, cette situation correspond très précisément à ce que l'AMF ne veut pas voir de la part d'un intermédiaire financier en charge d'un PACEO, dont la rémunération (y compris sous la forme d'une décote) est la *contrepartie normale* du risque qui est pris par ce professionnel du placement des titres auprès du public, qui peut toujours se retrouver « collé » avec ceux-ci, notamment en cas d'effondrement du marché¹⁶.

Cette contrainte est explicitement mentionnée dans la position n° 2007-16 de l'AMF interdisant toute pré-vente ou prise de couverture « préalablement à la souscription effective des titres », que GEM a donc consciencieusement violée, ce qui pourrait expliquer la *sévérité* de la commission des sanctions à son égard, celle-ci l'ayant condamné au double (un million d'euros) de ce que demandait le collège (500 000 €).

Pourtant, c'est bien le collège qui aurait pu se vexer en tant qu'auteur de la doctrine relative aux *equity lines* que GEM a délibérément ignorée (et ce en toute connaissance de cause, car cela fait presque 15 ans qu'on en parle en France¹⁷), si bien que la raison de l'énervement – supplémentaire – de la commission des sanctions à l'encontre de GEM est peut-être à rechercher ailleurs, par exemple dans son absence à l'audience¹⁸ et dans son obstination à ne pas s'exprimer en français ?

Frank MARTIN LAPRADE

Avocat à la cour

Associé, JeantetAssociés

Professeur associé à l'université Paris Sud (Paris 11),
faculté Jean-Monnet

13 F. Martin Laprade et A. Maudouit, « Valeurs Mobilières Donnant Accès au Capital (VMDAC) », Actes prat. ing. soc., janv.-févr. 2014, p. 4, n° 133.

14 F. Martin Laprade, « Affaire Lafonta : Difficile de généraliser à partir d'un tel cas particulier », note sous Cass. com., 27 mai 2015 : BJS oct. 2015, p. 483, n° 114c5.

15 F. Martin Laprade, Acteurs des marchés financiers, *Lamy Droit du Financement*, 2015.

16 F. Martin Laprade, « Les engagements pris en vue de réaliser une augmentation de capital », Actes prat. ing. soc., juill.-août 2008, p. 5, n° 100.

17 Communiqué COB, 25 juill. 2001 ; Rapport du Groupe de travail présidé par M. Lepetit sur les nouvelles formes d'augmentation de capital : Bull. COB sept. 2002, n° 371, p. 101.

18 F. Martin Laprade, « Affaire des (fausses) rumeurs de faillite de la Société Générale : du danger à accuser autrui de mensonge (sur son propre Blog) », note sous AMF sanct., 7 nov. 2013 : BJB févr. 2014, p. 73, n° 111d5.

Relèvement d'une sanction AMF ? La décision est tombée ^{112x6}

L'ESSENTIEL

Saisie d'une demande en ce sens, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers doit examiner s'il existe des éléments nouveaux de droit ou de fait devant être pris en considération et apprécier s'ils sont de nature à remettre en cause la poursuite de l'exécution de la sanction qu'elle a prononcée et, le cas échéant, y mettre fin, en tout ou en partie, pour l'avenir.

AMF sanct., 19 juin 2015

NOTE

Première du genre, la décision rendue par la commission des sanctions de l'AMF le 19 juin 2015 examine et rejette une demande tendant à la révision ou au relèvement d'une décision de sanction, prononcée en l'espèce par la Commission des opérations de bourse en 2002 et ayant emporté interdiction définitive d'exercer l'activité de gestion pour compte de tiers¹. Elle constitue ainsi le dernier développement (au moins en date) d'une affaire au cheminement procédural singulier.

Car après le rejet par le Conseil d'État, en 2005, de la requête en annulation de la décision COB qui lui était présentée², le requérant s'était tourné vers la Cour européenne des droits de l'Homme (Cour EDH) qui, par un arrêt du 20 janvier 2011³ a constaté une triple violation par la France des droits garantis par l'article 6 § 1 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales (Conv. EDH). Fort de cette condamnation, l'intéressé avait sollicité auprès du président de l'AMF soit la révision de la décision de sanction prononcée à son encontre par la COB, soit le relèvement de l'interdiction d'exercice, qui continuait à produire ses effets.

En 2012, cette demande avait été rejetée, au motif que les textes applicables n'organisaient aucune procédure de réexamen ou de relèvement des sanctions prononcées par le régulateur. Force est de constater en effet que contrairement au Code de procédure pénale, qui prévoit explicitement ces deux types de procédures⁴, le Code monétaire et financier reste muet sur la question. Cette situation avait d'ailleurs conduit l'AMF à suggérer en 2013, précisément au vu de l'affaire en cause et sur la base des travaux d'un groupe de travail réuni autour de la présidente de la commission des sanctions de l'époque, des modifications législatives et réglementaires en vue de l'instauration d'une procédure de relèvement⁵.

Pour autant le Conseil d'État, saisi de la fin de non-recevoir opposée par le président de l'AMF, a jugé par un arrêt d'assemblée remarqué que ce dernier avait à la fois excédé sa compétence et commis une erreur de droit en rejetant la demande qui lui était présentée « au seul motif que les textes applicables n'organisaient ni procédure de réexamen, ni procédure de relèvement », et sans la transmettre à la commission des sanctions⁶. Suivant en cela les conclusions du Rapporteur public⁷, le Conseil d'État considérait que si le constat d'une violation de la convention EDH ne saurait impliquer, en l'absence de texte, que l'autorité administrative ayant initialement sanctionné réexamine sa décision, il lui impose en revanche, à tout le moins dans l'hypothèse où sa décision initiale n'aurait pas ensuite été réformée par la juridiction de recours, de considérer les demandes de relèvement qui lui seraient présentées.

Et c'est à la suite de cet arrêt que la commission des sanctions a effectivement été invitée par le président de l'AMF à « examiner si, dans le respect des principes dégagés par le Conseil d'État, la poursuite de l'exécution [de la sanction d'interdiction de gérer] méconnaît les exigences de la convention, avant, le cas échéant, d'envisager d'y mettre fin, en tout ou partie ». Allant au-delà d'une lecture étroite de la décision du Conseil d'État, la commission des sanctions annonce, par la décision commentée, l'instauration prétorienne d'un mécanisme généralisé de relèvement des sanctions qu'elle prononce (I). Pour autant, les motifs retenus pour rejeter la demande présentée en l'espèce semblent limiter la portée du mécanisme mis en œuvre (II).

I. L'instauration d'un mécanisme généralisé de relèvement

La commission des sanctions de l'AMF l'annonce sans ambiguïté ni réserve : lorsqu'elle est saisie d'une demande en ce sens, elle doit s'attacher à « examiner s'il existe des éléments nouveaux de droit ou de fait devant être pris en considération

¹ COB sanct., 12 févr. 2002.

² CE, 28 déc. 2005, n° 246550.

³ CEDH, 20 janv. 2011, n° 30183/06.

⁴ Articles 622 et suivants pour les procédures de révision et de réexamen ; articles 702-1 et suivants pour la procédure de relèvement des interdictions, déchéances, incapacités ou mesures de publication.

⁵ V. le Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel, 3 octobre 2013, présentation au BJB déc. 2013, p. 568, n° 110w8, par J.-G. de Tocqueville et J.-P. Pons-Henry.

⁶ CE, 30 juill. 2014, n° 358564 ; J.-J. Daigre, « Révision des décisions de sanction d'une autorité administrative ou publique indépendante » : BJB oct. 2014, p. 467, n° 111t2 ; S. Torck, « La procédure de relèvement devant l'AMF, par la petite porte » : Dr. sociétés nov. 2014 n° 169.

⁷ S. von Coester, « Le cas d'une sanction administrative inconventionnelle », concl. sur CE, ass., 30 juill. 2014, n° 358564 : AJDA 2014, 1580.

et apprécier s'ils sont de nature à remettre en cause la poursuite de l'exécution de la sanction qu'elle a prononcée et, le cas échéant, y mettre fin, en tout ou en partie, pour l'avenir ». Nul cantonnement à la circonstance d'une condamnation de la France par la Cour EDH⁸, et aucune trace d'une condition préalable tenant à l'absence de réformation de la décision initiale par la juridiction de recours.

L'examen annoncé poursuit un objectif précis : il ne s'agit pas d'abroger ou d'annuler une sanction qui aurait été prononcée, mais seulement d'en moduler le cas échéant, l'exécution pour l'avenir, dans l'hypothèse où la sanction en cause continuerait de produire ses effets. Le mécanisme instauré ne consiste donc pas à réviser ou à réexaminer la décision initiale, hypothèse au demeurant exclue par le Conseil d'État. Il s'agit bien plutôt d'un mécanisme d'examen de demandes de relèvement des sanctions dont l'exécution se poursuit dans le temps. En tant que tel, il vise à apprécier si, au jour de cette demande et eu égard aux éléments nouveaux éventuellement intervenus depuis le prononcé de la sanction, il y a toujours lieu d'en maintenir l'exécution.

Dans de nombreux domaines, un tel mécanisme a explicitement été prévu par le législateur. Outre en matière pénale, tel est le cas en matière disciplinaire, s'agissant par exemple du relèvement des incapacités prononcées à l'encontre des professionnels de santé, ou encore en matière de procédures collectives, avec la possibilité de solliciter le relèvement d'une interdiction de gérer prononcée dans ce cadre⁹. Ils reposent en substance sur l'idée selon laquelle l'équilibre nécessairement trouvé par la décision initiale entre les manquements constatés et la sanction prononcée a pu être postérieurement rompu par l'effet de l'écoulement du temps et en particulier de l'évolution, d'une part, des contours des intérêts protégés, qui peut par exemple avoir engendré un adoucissement de la répression de l'infraction initialement sanctionnée, ou, d'autre part, du comportement de l'intéressé.

Aussi leur mise en œuvre suppose-t-elle une appréciation renouvelée, au jour de la demande de relèvement, de la proportionnalité de la sanction initiale au regard tout à la fois du but poursuivi et de la situation personnelle du requérant¹⁰. Sur ce dernier point, qui renvoie à la capacité de la personne sanctionnée à s'amender, il s'agit pour elle de mettre en évidence, dans le cas particulier d'une interdiction d'exercice, les garanties démontrant sa capacité à exercer à nouveau¹¹, après

avoir, le cas échéant, tiré toutes les conséquences de la décision rendue à son encontre¹².

La commission des sanctions ne semble pas dire autre chose lorsqu'elle énonce les critères à l'aune desquels elle entend examiner les éléments nouveaux qui lui seraient présentés au soutien d'une demande de relèvement. Elle entend bien se prononcer « eu égard aux intérêts dont elle a la charge, aux motifs de la sanction et à la gravité de ses effets ainsi qu'à l'incidence desdits éléments nouveaux sur le maintien de la sanction prononcée ». Il s'agissait donc en l'espèce d'examiner si, au regard de l'objectif de protection de l'épargne et de la situation personnelle du requérant au jour de la demande, les manquements qui avaient initialement justifié qu'il lui soit fait interdiction d'exercer certaines activités, justifiaient toujours qu'il en soit maintenu à l'écart.

II. Un mécanisme à la portée apparemment limitée

Trois éléments étaient invoqués par le requérant au soutien de sa demande : les violations de la Convention EDH ayant entaché la procédure de sanction qu'il avait subie, la teneur de décisions judiciaires nationales ayant été rendues postérieurement à la décision de sanction initiale de la COB et éclairant d'un jour nouveau les faits qui l'avaient motivée, enfin son comportement depuis le prononcé de cette sanction.

Si ce dernier argument était parfaitement conforme à l'esprit d'une demande de relèvement, force est de constater que les deux premiers, de nature à remettre en cause le bien-fondé de la décision initiale, invitaient bien plutôt à la révision ou au réexamen de cette dernière¹³. Au demeurant, la requête présentée à la commission des sanctions ne distinguait pas entre ces deux options, puisqu'il lui était demandé soit de revoir sa décision, soit de relever le requérant de la sanction prononcée.

Pour autant et bien qu'il n'ait jamais été question pour la commission des sanctions de revenir sur la décision de sanction prononcée par la COB, puisque la seule demande du requérant qu'elle s'est dite prête à examiner était celle qui visait à mettre un terme, pour l'avenir, à son interdiction d'exercice, la décision commentée procède successivement à l'analyse des deux premiers moyens.

8 Il convient de souligner à cet égard que le Conseil d'État, qui avait jugé que le constat par la Cour EDH d'une violation de la convention constituait un élément nouveau devant nécessairement être pris en considération, n'avait pas pour autant formellement exclu que d'autres éléments nouveaux puissent être pris en considération.

9 V. notamment C. santé. publ., art. L. 4124-8 et C. com., art. L. 653-11.

10 V. notamment Cass. crim., 15 oct. 2003, n° 02-86505.

11 L'article L. 653-11 du Code de commerce fait explicitement de cette démonstration une condition nécessaire du relèvement de l'interdiction de gérer prévue par l'article L. 653-8 du même code. Au-delà, le Conseil d'État a par exemple jugé, s'agissant de demandes de relèvement de sanctions prononcées par l'ordre des chirurgiens-dentistes, qu'il appartient aux juridictions ordinaires « de prendre en considération le comportement général de l'intéressé postérieurement à sa radiation, et notamment sa capacité à exercer à nouveau compte tenu des efforts qu'il

a accomplis pour conserver et mettre à jour ses connaissances professionnelles ». V. CE, 4 juill. 2012, n° 344922.

12 À cet égard, la procédure de relèvement que l'AMF suggérait au législateur de définir en 2013 prévoyait qu'après un certain temps, et sous réserve que la personne sanctionnée ait exécuté la décision de sanction et n'ait pas commis de nouveau manquement dans l'intervalle, sa demande de relèvement puisse être examinée à l'aune notamment « des dispositions prises par le requérant pour mettre fin à la situation à l'origine du manquement sanctionné et pour remédier aux conséquences préjudiciables de ce manquement ». Voir le Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel, préc.

13 Rappelons qu'aux termes de l'article 622 du Code de procédure pénale, la révision d'une condamnation peut être demandée lorsque « vient à se produire un fait nouveau ou à se révéler un élément inconnu de la juridiction au jour du procès de nature à établir l'innocence du condamné ou à faire naître un doute sur sa culpabilité ».

S'agissant du moyen tiré de l'arrêt de condamnation prononcé par la Cour EDH, son examen était incontournable, puisque c'est précisément cet élément nouveau qui avait motivé la décision du Conseil d'État et conduit à la saisine de la commission des sanctions. À cet égard, rappelons que la haute juridiction avait précisément invité la commission des sanctions, sans revenir sur la décision de sanction initiale, à apprécier si la poursuite de l'exécution de la sanction méconnaissait les exigences de la Convention EDH, eu égard, notamment « à la nature et à la gravité des manquements constatés par la Cour »¹⁴.

Alors qu'il pouvait être raisonnablement anticipé que les manquements en cause conduiraient la commission des sanctions à faire droit à la demande de relèvement¹⁵, certains commentateurs faisant au demeurant valoir que « toute sanction intervenue en violation du droit à un procès équitable en ressort immédiatement corrompue »¹⁶, les espoirs du requérant ont été déçus. Faisant référence au critère propre à une demande de révision, la commission des sanctions a en effet considéré qu'il n'était pas démontré que les violations en cause auraient été « d'une gravité telle qu'un doute sérieux serait jeté » sur le résultat de la procédure de sanction initiale¹⁷, et simplement conclu que la poursuite de l'exécution de la sanction ne méconnaissait dès lors pas les exigences de la Convention EDH, sans pour autant examiner si cette poursuite était – ou non – toujours appropriée dans ces circonstances.

S'agissant des décisions judiciaires nationales invoquées par le requérant et qui auraient été de nature à remettre en cause la caractérisation des manquements qui lui avaient été reprochés ou à tout le moins leur gravité, la commission des sanctions observe que leur teneur était pour l'essentiel déjà connue de la juridiction de recours ayant en son temps confirmé la décision de la COB, si bien que ces décisions ne constituaient pas, compte tenu de leur substance, des éléments nouveaux.

Bien qu'elle les ait écartés, la commission des sanctions n'en a donc pas moins examiné les deux premiers moyens invoqués par le requérant, qui l'invitaient à revisiter la proportionnalité de la sanction prononcée aux manquements sanctionnés, au jour de son prononcé. Certes, dans l'hypothèse où cette disproportion aurait été démontrée, le relèvement aurait été inévitable. Reste que l'essence même d'une procédure de relèvement ne réside pas dans le contrôle rétrospectif de la décision de sanction, mais bien dans l'appréciation en opportunité du caractère approprié – ou non – de la poursuite de son exécution.

De ce point de vue, c'est précisément le troisième moyen, tiré de l'écoulement du temps et du comportement du requérant que l'on aurait pensé au cœur de l'analyse. Pourtant, en affirmant sans détour que ces éléments « n'ont pas (...) le caractère d'éléments nouveaux devant être pris en considération », la commission des sanctions écarte paradoxalement sans examen les arguments correspondant aux critères habituels de relèvement.

Après avoir fait preuve d'audace en affirmant sa détermination à accueillir les demandes de relèvement au-delà du cadre limité envisagé par le Conseil d'État, la commission des sanctions semble ainsi adopter une approche plus restrictive au stade de leur examen, si bien que l'on perçoit mal les contours du mécanisme qu'elle a entendu mettre en œuvre. Cette décision illustre en définitive les difficultés qui s'attachent à la définition par la voie prétorienne d'une procédure de relèvement efficiente, et confirme s'il en était besoin la nécessité d'un encadrement textuel.

Jean-Philippe PONS-HENRY
Avocat au barreau de Paris
Gide Loyrette Nouel

Marie ROBERT
Avocat au barreau de Paris
Gide Loyrette Nouel

14 Le mécanisme du relèvement faisait à cet égard figure de compromis permettant, en l'absence de procédure de révision ou de réexamen, de se pencher à nouveau sur la situation du requérant ayant subi une violation de ses droits fondamentaux, afin d'assurer le respect par la France de son obligation d'exécuter pleinement les arrêts de la Cour EDH, en application de l'article 46 de la Convention EDH.

15 J.-J. Daigre, « Révision des décisions de sanction d'une autorité administrative ou publique indépendante », préc.

16 S. Torck, « La procédure de relèvement devant l'AMF, par la petite porte », préc.

17 Ce critère est plus spécifiquement tiré d'une recommandation du Comité des ministres du Conseil de l'Europe du 19 janvier 2000 invitant les États parties à prévoir des possibilités de réexamen des affaires ayant donné lieu à une condamnation par la Cour EDH dans certaines circonstances, notamment lorsque la « violation constatée est causée par des erreurs ou défaillances de procédure d'une gravité telle qu'un doute sérieux est jeté sur le résultat de la procédure interne attaquée ».

La commission des sanctions de l'AMF prononce la première interdiction d'exercice à l'encontre d'un conseiller en investissements financiers 112y0

L'ESSENTIEL

Lors de sa séance en date du 9 juillet 2015, la première section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) a prononcé à titre de sanction à l'encontre d'une personne physique, gérante d'un cabinet de conseil en investissements financiers, une interdiction d'exercer l'activité de conseiller en investissements financiers (CIF) pour une durée de trois ans. Cette décision, innovante et inédite, confirme l'existence d'une obligation de loyauté des CIF à l'égard de leurs clients. Mais elle pose toutefois un certain nombre de questions, notamment au regard de la nature de la sanction prononcée.

AMF sanct., 9 juill. 2015, Cabinet de conseil Herios Finance et S. B.

NOTE

La société Hérios Finance, adhérente à l'ANACOFI-CIF, est enregistrée en qualité de CIF depuis le 13 juillet 2008. Détenu à parité par son gérant, Monsieur S. B., et son épouse, Hérios Finance exerçait à l'époque des faits trois activités : une activité d'agent immobilier représentant 90 % de son chiffre d'affaires, une activité « liée à des produits d'assurance » pour laquelle elle bénéficiait du statut d'intermédiaire d'assurance représentant environ 7 % du chiffre d'affaires, et enfin une activité de CIF qui ne représentait qu'environ 3 % du chiffre d'affaires.

Une enquête ouverte¹ au mois de janvier 2013 sur le respect par Hérios Finance de ses obligations professionnelles s'est achevée par l'établissement le 5 novembre 2013 d'un rapport élaboré par la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF ayant conclu à l'existence de plusieurs manquements imputables à la société et son gérant.

Il ressort de la décision qu'agissant en vertu d'une convention « d'apporteur d'affaires » en date du 29 août 2012 conclue avec une société basée aux Seychelles (en vertu de laquelle Hérios Finance percevait une rémunération proportionnelle aux encours « apportés »), Hérios Finance a proposé entre le 30 octobre 2012 et le 31 mai 2013 à près de 80 clients de confier à la société Seychelloise la gestion de leurs fonds², garantissant aux investisseurs par le biais de l'exposition de la

société Seychelloise sur les marchés des changes et des indices, une rémunération mensuelle de 3 % et l'absence de perte en capital. On ignore le sort de ces investissements, mais on peut raisonnablement penser que les promesses n'ont pas été tenues, ce qui aura motivé l'ouverture de l'enquête, voire les procédures pénales.

La décision mérite l'intérêt en ce qu'elle confirme – à nouveau – l'existence d'un devoir de loyauté qui s'impose aux CIF³ quelle que soit la nature de leurs activités. Mais c'est surtout la nature de la sanction prononcée qui frappe, la commission des sanctions ayant auparavant balayé l'argument procédural avancé par Monsieur S. B. en démontrant qu'Hérios Finance avait bien agi en qualité de CIF dans ses rapports avec ses clients et, partant, confirmé sa compétence de principe⁴.

Réaffirmation de l'existence du devoir de loyauté pesant sur les CIF

La commission des sanctions relève qu'Hérios Finance a manqué au devoir de loyauté mis à sa charge par l'article L. 541-8-1 du Code monétaire et financier. Ce manquement est attesté par divers constats, notamment (i) la contradiction intrinsèque au produit, promettant une rentabilité très importante (plus de 36 % par an) et l'absence de perte en capital, (ii) le fait que le produit était proposé par une société basée aux Seychelles et dénuée de tout agrément pour fournir un service d'investissement en France, (iii) le fait que l'identité du teneur de compte dans les conventions régularisées par les clients n'était pas identique à celle mentionnée dans les documents régularisés entre Hérios Finance et la société X,

1 Les raisons pour lesquelles le secrétariat général a décidé de l'ouverture d'une enquête ne sont pas précisées, mais il ressort de la décision qu'une procédure pénale serait en cours « pour les mêmes faits ». Cette procédure résulte-t-elle de l'enquête ? L'article L. 621-15-1 du Code monétaire et financier impose en effet au collège de l'AMF la transmission au procureur de la République financier du rapport d'enquête ou de contrôle, lorsque l'un des griefs notifiés à l'issue de l'enquête ou du contrôle est susceptible de constituer l'un des délits mentionnés aux articles L. 465-1, L. 465-2 et L. 465-2-1 du Code monétaire et financier. Or, on sait que, depuis la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 (n° 20104-453/454 QPC et 2015-462 QPC), le renvoi à l'article L. 465-1 au sein de l'article L. 621-15-1 est contraire à la constitution...

2 Au cas d'espèce, il n'est pas reproché à Hérios Finance d'avoir fourni un service de placement à la société Seychelloise, dans la mesure où les investisseurs n'ont pas souscrit au capital de cette société, mais se sont contentés de lui confier des fonds en gestion. V. B. de Saint-Mars – « De quelques précisions sur les contours du service de placement et l'obligation de loyauté attachée au conseil en investissement » : BJB oct. 2015, p. 438, n° 110v0.

3 V. J. Herbet, « Commercialisation de produits financiers – la commission des sanctions de l'AMF prononce une seconde sanction à l'encontre d'un CIF » : BJB févr. 2014, p. 87, n° 111b4.

4 La démonstration résulte d'un faisceau d'indices, notamment l'existence d'une lettre de mission entre Hérios Finance et ses clients, mais également des propres déclarations d'Hérios Finance, de sorte que l'on comprend mal quelle était l'argumentation sous-tendant l'exception d'incompétence. La compétence de la commission des sanctions pour prononcer des sanctions à l'encontre des CIF résulte expressément des dispositions de l'article L. 621-17 du Code monétaire et financier.

ou encore, (iv) le fait que les fonds des clients n'étaient pas conservés sur des comptes individuels et nominatif et (v) que les clients ne disposaient d'aucun relevé de compte établi par un établissement de crédit.

La commission des sanctions retient également le fait qu'Héris Finance ne peut s'exonérer de sa propre responsabilité, en invoquant des demandes d'information adressées à l'AMF, ou encore un avis général sur le produit rendu par l'ANACOFI-CIF⁵, alors que, dans le même temps, Héris Finance était confrontée au refus de la société X de lui communiquer certains éléments financiers et recevait du teneur de compte de la société X une attestation selon laquelle les fonds confiés par les clients appartenaient à la société X qui pouvait en disposer pour réaliser des transactions, en contradiction avec la présentation du produit par la société X qui prétendait que la sécurisation des fonds des clients était garantie par leur conservation sur un compte indépendant de son compte de *trading*.

La commission des sanctions en déduit assez logiquement qu'Héris Finance a manqué à ses obligations professionnelles en n'apportant pas la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent à ses activités, et en n'étant pas dotée d'outils permettant le suivi des investissements de ses clients. À titre accessoire, elle retient également à l'encontre d'Héris Finance un manquement tiré du fait que l'information transmise à ses clients ne présentait manifestement pas un caractère exact, clair et non trompeur, du simple fait qu'elle reprenait la promesse d'un rendement particulièrement élevé assorti d'une garantie en capital.

La sanction prononcée et les questions qu'elle pose

En considération des manquements relevés, la commission des sanctions prononce une sanction pécuniaire de 30 000 € à l'encontre de la société Héris Finance, mais surtout – et pour la première fois – une interdiction d'exercer l'activité de CIF pendant trois ans à l'encontre de Monsieur S. B., son gérant.

Une première remarque concerne la sanction prononcée à l'encontre d'Héris Finance : on peut en effet s'interroger sur l'utilité d'une telle sanction financière, alors que la société fait l'objet d'une liquidation judiciaire.

Une seconde remarque concerne l'interdiction d'exercer l'activité de CIF prononcée à l'encontre de Monsieur S. B.

En application des dispositions de l'article L. 621-17 du Code monétaire et financier, la commission des sanctions peut prononcer à l'encontre des CIF l'une des sanctions suivantes : l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis ainsi que la radiation du registre ORIAS. Elle peut égale-

ment prononcer à l'encontre des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des CIF (sur renvoi aux dispositions du III, b), de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier) un avertissement, un blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, ou encore l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités.

On notera que la commission des sanctions considère que, pour entrer en voie de condamnation à l'encontre de Monsieur S. B., elle n'a pas « besoin de se fonder » sur dispositions de l'article 325-12-3 du règlement général de l'AMF, selon lequel lorsque le CIF est une personne morale, les personnes physiques ayant le pouvoir de gérer ou d'administrer ladite personne morale s'assurent qu'elle se conforme aux lois, règlements et obligations professionnelles la concernant⁶. Cette affirmation laisse perplexe.

En l'espèce, c'est bien la société Héris Finance qui faisait l'objet d'un enregistrement à l'ORIAS en qualité de CIF⁷, et non pas son gérant, Monsieur S. B. C'est donc au premier chef la société Héris Finance qui aurait dû faire l'objet d'une décision d'interdiction d'exercice de l'activité de CIF, et il est permis de s'interroger sur la faculté qu'avait en réalité la commission des sanctions pour prononcer à l'encontre de Monsieur S. B. une telle décision, sans la fonder sur les dispositions de l'article 325-12-3 du règlement général de l'AMF. Monsieur S. B., associé-gérant d'Héris Finance, était-il en effet placé sous l'autorité ou agissait-il pour le compte d'Héris Finance ? Au plan du droit des sociétés, il est permis d'en douter⁸...

L'existence de procédures pénales a-t-elle justifié la sévérité particulière dont la commission des sanctions a fait preuve à l'encontre de Monsieur S. B. ? Mais pour sévère qu'elle soit, il n'est pas certain que cette sanction atteigne le but, sans doute moral, que la commission lui a attribué : sera-t-elle en effet de nature à lui interdire d'exercer l'activité d'agent immobilier, qui représentait 90 % du chiffre d'affaires d'Héris Finance ?

Jérôme HERBET

Avocat, partner, Winston & Strawn LLP

⁵ On ne sait pas très bien à quel titre l'ANACOFI-CIF aura émis cet avis général « sur le caractère régulier du produit proposé par la société X »...

⁶ Introduit dans le règlement général de l'AMF par l'arrêté du 12 avril 2013 (JO 18 avr. 2013, p. 6754), soit postérieurement aux faits de l'espèce.

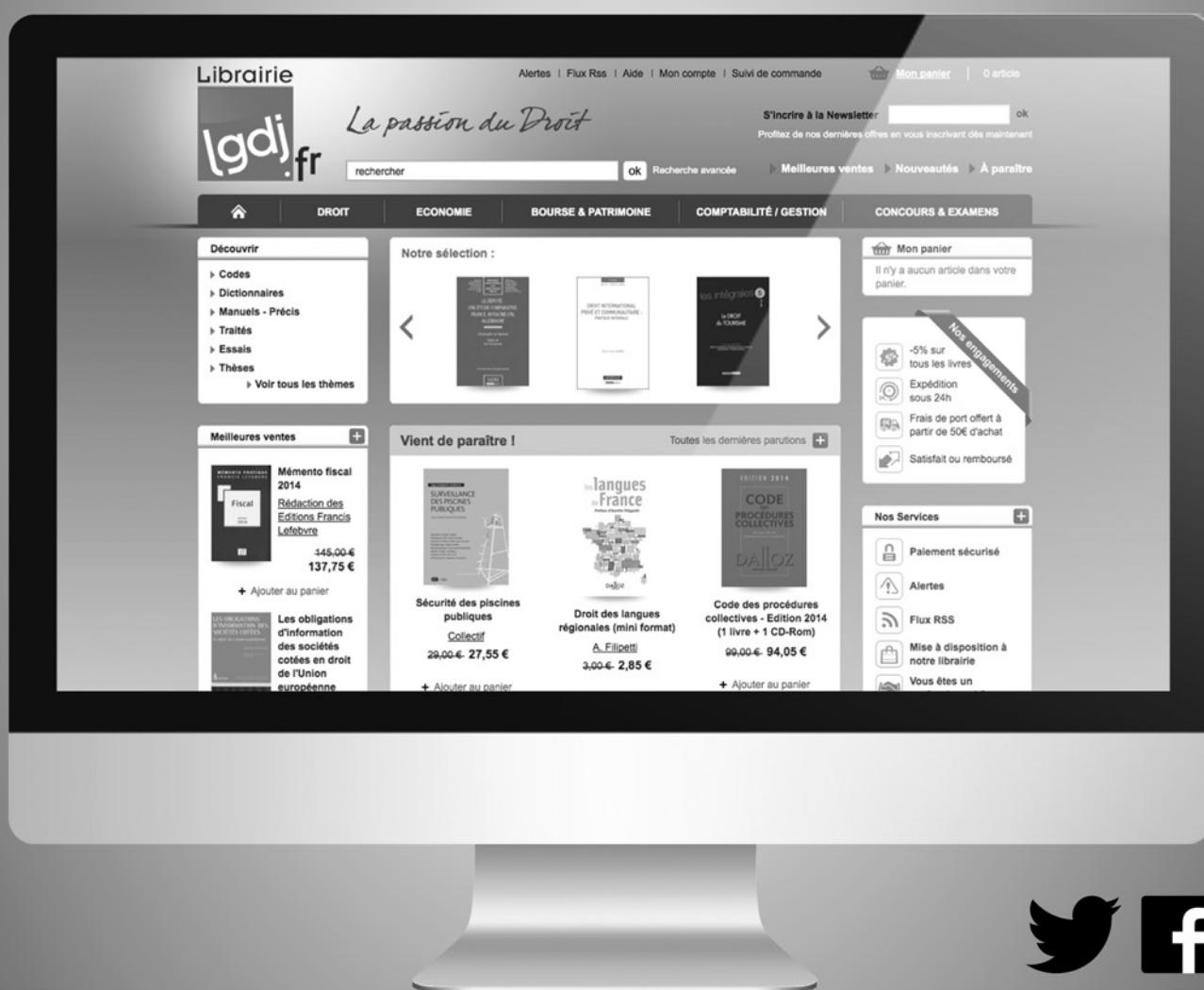
⁷ Sous le numéro d'immatriculation 08040904. Elle apparaît désormais comme étant radiée.

⁸ Dans les rapports avec les tiers, le gérant est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société, sous réserve des pouvoirs que la loi attribue expressément aux associés. La société est engagée même par les actes du gérant qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve. (C. com., art. L. 223-18).

COMMANDEZ TOUS VOS LIVRES DE DROIT SUR LA NOUVELLE BOUTIQUE LGDJ.FR

Librairie

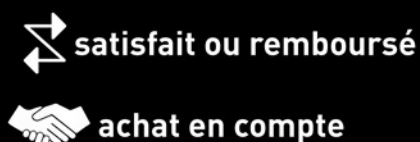
lgdj.fr



LIVRAISON **TNT** EXPRESS 24 H

THE PEOPLE NETWORK

à 0.01 € à partir de 50 € d'achat



satisfait ou remboursé



mise à disposition
à notre librairie
rue Soufflot à Paris



paiement sécurisé

OPA hostiles au Canada : présentation des réformes à venir ^{112w8}

Le Canada n'avait pas connu de changements majeurs en matière de réglementation des offres publiques d'achat depuis 2001. Il en va différemment depuis peu, du moins s'il faut en croire plusieurs réflexions sérieuses émanant des autorités en valeurs mobilières tant fédérales que québécoises. En moins de deux ans, ce ne sont pas moins de trois projets de modification au régime des OPA hostiles qui ont été proposés. Le dernier émanant des autorités canadiennes en valeurs mobilières en date du 31 mars 2015 dessine le régime futur des OPA hostiles qui devrait voir le jour prochainement. Désirant harmoniser les règles dans le domaine des OPA hostiles sur le territoire canadien, ce projet instaure de nouvelles obligations tout en amendant le processus de réalisation des OPA. En dépit de l'avancée que constitue cette proposition, les régimes de droits et le contenu des devoirs des administrateurs de la société cible sont laissés de côté et leurs applications dans le contexte d'une OPA hostile soulèvent de sérieux questionnements.

I. Introduction

1. Il y a peu, les autorités boursières canadiennes ont proposé une réforme du régime des offres publiques d'achat hostiles (ci-après « OPA ») et de modifier en conséquence l'avis n° 62-202 en vigueur depuis 1986¹. Ainsi, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après les « ACVM ») ont publié le 31 mars 2015, pour une période de consultation de 90 jours, le projet de règlement modifiant le règlement n° 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat et le projet de modification de l'instruction générale n° 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat². Les ACVM se proposent d'apporter des modifications à la réglementation applicable aux OPA pour l'ensemble des territoires pour lesquels les ACVM travaillent à l'harmonisation des règles³. Ces consultations ont pour objectif d'apporter au régime des OPA de substantiels changements, régime qui fait l'objet non seulement de débats aux niveaux fédéral et provincial, mais encore d'incertitudes juridiques. Plusieurs déci-

sions judiciaires récentes ont, en effet, mis en évidence le manque de cohérence actuel du régime canadien à l'égard des mesures de défenses et le flou entourant le poids à donner quant à l'approbation des actionnaires⁴. Dans son ensemble, le projet des ACVM doit être bien compris et remis dans son contexte : les modifications envisagées ne représentent pas moins que les plus importantes proposées au régime canadien des OPA depuis 2001.

2. **Plan.** – Cet article s'articule en trois temps et met l'accent notamment sur les réflexions entourant les régimes de droits. Dans un premier temps, nous présenterons dans ses grandes lignes le régime canadien des OPA hostiles et la philosophie qui l'anime, en soulignant l'actualité dont ce thème fait l'objet depuis quelque temps au Canada et au Québec (I). Dans un deuxième temps, les positions des ACVM des 13 mars 2013 et 31 mars 2015 seront mises en perspective et explicitées pour souligner l'évolution qui a eu lieu et les lignes de force des réformes souhaitées aujourd'hui dans le domaine des OPA hostiles (II). Dans un troisième temps, nous reviendrons sur la proposition ambitieuse faite par l'Autorité des marchés financiers du Québec (ci-après « AMF du Québec »), d'une part, de remplacer l'avis n° 62-202 par une nouvelle instruction et, d'autre part, de modifier le régime des OPA pour imposer de nouvelles exigences (III). Quelques mots clôtureront nos propos sur la position délicate dans laquelle demeurent les administrateurs

1 Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat.

2 ACVM, avis de consultation, « Projet de Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat, Projet de modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat et Projet de modifications corrélatives », 31 mars 2015, <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilières/juin-2015/2015mars31-62-104-consultations-fr.pdf>.

3 Les modifications proposées visent les textes s'appliquant aux offres publiques d'achat et de rachat dans tous les territoires du Canada, sauf l'Ontario. En Ontario, la partie XX de la loi sur les valeurs mobilières et la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la commission des valeurs mobilières de l'Ontario prévoient des obligations essentiellement harmonisées relativement aux offres publiques d'achat et de rachat. Mais, la commission des valeurs mobilières de cette province a demandé des modifications législatives à sa loi sur les valeurs mobilières pour permettre l'adoption du règlement n° 62-104, ce qui entraînerait alors une harmonisation complète du régime des OPA au Canada.

4 *Afexa Life Sciences Inc., Re*, 2011 ABASC 532 ; *Icahn Partners LP c. Lion Gate Entertainment Corp.*, 2010 BSCECCOM 344, conf. 2010 BCCA 231 ; *Canadian Hydro Developers, Inc.* (décision du 25 août 2009, motifs du 3 septembre 2009) ; *Neo Material Technologies Inc.*, (2009) 32 OSCB 6941 ; *Re Pulse Data Inc.*, 2007 ABASC 895.

de sociétés face à une OPA hostile eu égard au respect de leurs devoirs (IV).

II. Regard sur le régime canadien des OPA hostiles : le conseil d'administration n'a pas la main

3. Éléments essentiels des cadres juridiques québécois et canadien. – L'OPA hostile constitue un moyen traditionnel utilisé par les sociétés afin de s'appropriier le contrôle d'une autre société qui est cotée en bourse, et ce, sans l'accord du conseil d'administration de l'entreprise ciblée⁵. L'opération consiste pour le *raider*, c'est-à-dire, pour la société qui se présente comme cessionnaire, à racheter les titres cotés en bourse de la société cible. Par toutes voies de presse et de publicité, l'initiateur de l'opération se propose de racheter aux actionnaires de la société concernée tout ou une partie des titres qu'ils détiennent. Pour atteindre ses objectifs, la société initiatrice de l'OPA hostile va donc proposer directement aux actionnaires de la société ciblée d'acheter leurs actions généralement à un prix unitaire substantiellement supérieur à leur valeur boursière, misant sa réussite sur la volonté généralement répandue des actionnaires de maximiser leurs profits à court terme. Si la société acquéreuse réussit ainsi à s'approprier une majorité d'actions, elle se retrouve en contrôle de la société et dispose généralement de toute liberté pour, par exemple, déloger le conseil d'administration en place ou pour en modifier la composition. Cette façon de prendre le contrôle d'une société cible est régie par la législation provinciale relative aux valeurs mobilières, notamment au Québec, par les articles 110 et suivants de la *Loi sur les valeurs mobilières* (ci-après « LVM »). Les dispositions relatives aux OPA se trouvent également dans le règlement n° 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat qui est harmonisé avec la réglementation provinciale applicable ailleurs au Canada. Dans les circonstances d'une OPA hostile, l'interrogation se pose de savoir ce que peut faire le conseil d'administration.

4. Peu d'outils pour le conseil d'administration. – Comme l'écrivent les professeurs Davies et Hopt en matière d'OPA hostiles, « *[t]he crucial initial question is the allocation of decision rights on the offer; more particularly, the division of decision rights as between the target shareholders and target board on this matter* »⁶. Or, le Canada appartient aux pays prêchant une règle de passivité des conseils d'administration à la différence

par exemple des États-Unis⁷. Exprimée dans le rapport dit *Kimber*⁸, cette philosophie s'est retrouvée nettement matérialisée dans l'avis n° 62-02⁹ et son interprétation judiciaire¹⁰. « Ce sont les actionnaires qui déterminent en bout de ligne le succès de l'offre par leur décision de déposer ou non leurs titres en réponse à l'offre formulée »¹¹. Malgré les conséquences importantes auxquelles peut mener une OPA hostile pour la société visée, les législations québécoise et canadienne ne donnent qu'un rôle restreint aux conseils d'administration. En d'autres termes, la législation des OPA régit essentiellement les initiateurs et ne laisse aux conseils d'administration des sociétés cibles que la tâche de recommander l'acceptation ou le rejet des offres¹². Face à une offre hostile, les actionnaires ont alors toute liberté de suivre ou non la recommandation des administrateurs et peuvent déposer leurs titres auprès de l'acquéreur selon les modalités établies par l'offre. En droite ligne, le Guide à l'intention des sociétés de la Bourse de Toronto (la *Toronto Stock Exchange*, TSX) mentionne dans son article 634 c) que : « La TSX est d'avis que les porteurs de titres de l'émetteur inscrit devraient avoir la chance de décider si un régime adopté par le conseil d'administration de l'émetteur inscrit dans le cours normal des activités (c'est-à-dire en l'absence d'une offre publique d'achat imminente ou en cours) est dans leur intérêt ». Toutefois, quand les administrateurs refusent d'accepter l'offre, ils vont souvent tenter de contrer cette acquisition hostile au moyen de défenses anti-

7 Le droit états-unien prône une règle d'intervention raisonnable du conseil d'administration et des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires en tolérant l'usage de moyens de défense, même après la publication d'une offre publique durant la période au cours de laquelle les destinataires peuvent l'accepter. La position canadienne est cependant celle de la Grande-Bretagne qui donne préséance aux contre-offres et surenchères sur le marché (P. Davies et K. J. Hopt, *art. préc.*, p. 157, spéc. p. 166 et s.). Pour une comparaison des droits, v. G. Lekkas, *L'harmonisation du droit des offres publiques et la protection des investisseurs. Étude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, LGDJ, coll. Bibl. dr. privé, 2001, t. 330.

8 « Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario », Ontario, mars 1965, spéc. § 3.10.

9 Avis n° 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat, spéc. art. 1.1., § 1 et 5 : « Dans l'appréciation d'une offre publique, il est possible que les intérêts de la direction de la société visée soient différents de ceux des actionnaires (...). Les autorités canadiennes en valeurs mobilières considèrent que les enchères faites sans entrave donnent les meilleurs résultats dans les offres publiques d'achat et elles sont peu disposées à intervenir dans le déroulement d'offres contestées. Cependant, elles entendent prendre les mesures voulues lorsqu'elles ont connaissance de mesures de défense qui risquent d'empêcher les actionnaires de répondre à une offre, notamment concurrente ».

10 Voir les décisions citées dans AMF Québec, document de consultation, « Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense », 14 mars 2013, https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=1342, spéc. p. 6 et s.

11 S. Rousseau, « Le droit des valeurs mobilières », in E. MacKaay et S. Rousseau, *L'analyse économique du droit*, Dalloz-Les éditions Thémis, 2008, p. 544, spéc. p. 584, n° 2101.

12 Lorsqu'il refuse, le conseil d'administration donnera généralement avis de ce désaccord aux actionnaires *via* la circulaire des administrateurs qui est transmise à tous les actionnaires (Règl. n° 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat, art. 2.17, L.R.Q., c. V-1.1, R. 35).

5 Pour avoir plus de détails sur le régime juridique canadien, v. S. Rousseau et P. Desalliers, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, Les éditions Thémis, Montréal, 2007.

6 P. Davies et K. J. Hopt, « Control Transactions », in R. R. Kraakman et a. (dir.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, Oxford New York, 2004, p. 157, spéc. p. 163.

OPA visant à rendre l'offre d'acquisition de l'autre société moins attrayante pour l'offrant¹³. Si le contenu et la forme d'une de ces mesures défensives que sont les régimes de droits (désignés communément par « pilule empoisonnée » ou « dragées toxiques »)¹⁴ ne sont pas réglementés par les ACVM, il n'en reste pas moins que ces dernières examinent au cas par cas de tels régimes afin de déterminer s'il est nécessaire de les frapper d'une interdiction d'opération en vertu de l'intérêt public. Sur la base de l'avis n° 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat, les autorités des valeurs mobilières interviennent lorsque les régimes de droits mis en place ont perdu leur intérêt. La position traditionnelle à l'égard des régimes de droits n'est donc pas de savoir si un tel régime doit prendre fin, mais quand¹⁵. En d'autres termes, ces régimes ne peuvent être qu'une mesure temporaire et devront éventuellement être retirés. Ainsi, la réglementation canadienne permet aux ACVM de mettre fin, au nom de l'intérêt public, à des régimes de droits ou autres moyens de défense à une prise de contrôle¹⁶. Les tribunaux qui ont une autorité concurrente sur les mesures défensives lors d'une OPA¹⁷ avec les autorités en valeurs mobilières ont une lecture différente (davantage basée sur une réflexion autour de la validité juridique des régimes de droits) en requérant du conseil d'administration d'obtenir le consentement des actionnaires pour mettre en place les régimes de droits¹⁸. À défaut, et

sur la base du recours en abus de droit prévu en droit des sociétés¹⁹, les actionnaires pourront contester ces régimes en arguant qu'ils portent injustement atteinte à leur droit de disposer de leurs actions²⁰. Comme l'a relevé l'AMF du Québec, « (...) en raison de l'interprétation de l'avis n° 62-202, les administrateurs ne disposent pas des outils nécessaires pour donner suite à leur recommandation, sauf dans le cas de la vente aux enchères de la société visée »²¹. Face à une OPA hostile, le conseil et la direction n'ont donc souvent d'autre solution que d'envisager la vente de la société. Finalement, le régime légal actuel entourant les OPA se résume à l'encadrement de ses aspects procéduraux, n'offrant ainsi que peu de solutions aux conseils d'administration désirant contrer une OPA hostile.

5. Un débat d'actualité et aux ramifications politiques. – Le sujet est loin d'être théorique comme le démontrent les faits. Au Québec, plusieurs sociétés ont, en effet, fait la une des journaux ces dernières années pour avoir été visées par des OPA hostiles. Il en a été ainsi des entreprises Fibrek²², Rona²³ et Osisko²⁴. Les manœuvres dont ces entreprises ont été l'objet ont suscité une vive réaction politique émanant du ministre des Finances et de l'économie du Québec qui a pris la forme d'un groupe de travail chargé de faire des propositions législatives visant à protéger les entreprises québécoises contre les OPA hostiles²⁵. En

un moment où l'émetteur inscrit n'a pas connaissance qu'une offre publique d'achat précise a été faite ou est envisagée, en général la TSX ne s'opposera pas au régime, à la condition qu'il soit ratifié par les porteurs de titres de la société à une assemblée tenue dans les six mois suivant son adoption. (...) Si les porteurs de titres ne ratifient pas le régime dans les délais prévus, il doit être annulé immédiatement et les droits émis dans le cadre de celui-ci doivent être rachetés ou annulés sans délai. La TSX reporte son examen du régime ou sa décision d'y consentir si l'émetteur inscrit n'a pas l'intention de demander l'approbation des porteurs de titres à l'égard du régime ou s'il est improbable que cette approbation soit obtenue ».

19 V. LSAQ, art. 450 et LCSA, art. 241.

20 À titre d'exemple, v. *United Grain Growers Ltd. c. 3339351 Canada Ltd.*, (1997) 117 Man. R. (2d) 267 (Q.B.).

21 AMF Québec, *op. cit.*, spéc. p. 11.

22 *Lesaffaires.com*, « Fibrek : les investisseurs se départissent de leurs actions », 19 avr. 2012, <http://www.lesaffaires.com/secteurs-d-activite/ressources-naturelles/fibrek-lesinvestisseurs-se-departissent-de-leurs-actions/543524>; H. Joncas, *lesaffaires.com*, « Fibrek : Résolu désormais majoritaire », 4 mai 2012, <http://www.lesaffaires.com/secteurs-d-activite/ressources-naturelles/fibrek-resolu-desormais-majoritaire/544091>.

23 *Ici.radio-canada.ca*, « Achat de Rona : Lowe's abandonne », 17 sept. 2012, <http://ici.radio-canada.ca/nouvelles/Economie/2012/09/17/002-rona-lowe-retraitoffre.Shtml>.

24 *Affaires.lapresse.ca*, « Yamana Gold et Agnico Eagle offrent 3,9 milliards pour Osisko », 16 avr. 2014, <http://affaires.lapresse.ca/economie/energie-et-ressources/201404/16/01-4758162-yamana-gold-et-agnico-eagle-offrent-39-milliards-pour-osisko.php>; *Lesaffaires.com*, « Osisko trouve son sauveur : Yamana Gold », 2 avr. 2014, <http://www.lesaffaires.com/bourse/nouvelles-economiques/osisko-trouve-son-sauveur-yamana-gold/567734>; S. Larocque, *affaires.lapresse.ca*, « La Caisse appuie le chevalier blanc d'Osisko », 2 avr. 2014, <http://affaires.lapresse.ca/economie/energie-et-ressources/201404/02/01-4753720-la-caisse-appuie-le-chevalier-blanc-dosisko.php>; A. Dubuc, *affaires.lapresse.ca*, « Osisko : un autre siège social menacé », 24 mars 2014, <http://www.lapresse.ca/debats/chroniques/alain-dubuc/201403/24/01-4750646-osisko-un-autre-siege-social-menace.php>.

25 Sur les propositions faites, v. groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises, *op. cit.*, spéc. p. 33 et s.

13 Au Canada, v. C. C. Nicholls, *Mergers, Acquisitions and Other Changes of Corporate Control*, Irwin Law, Toronto, 2007, spéc. p. 159 et s.; et plus anciens : R. Crête, *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat*, Les éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991; M. St P. Baxter, « The Fiduciary Obligations of Directors of a Target Company in Revisiting an Unsolicited Takeover Bid », *Ottawa Law Review*, 1988, vol. 20, p. 15. Ces stratégies défensives sont nombreuses et diversifiées. « Ce qui les caractérise est leur finalité : une mesure anti-OPA est une disposition, statutaire ou non, ou une simple pratique, destinée à contrarier la réussite d'une offre publique d'acquisition du contrôle de la société visée en la rendant sinon impossible, du moins plus difficile, plus onéreuse, ou beaucoup moins intéressante économiquement » (D. Ohl, *Droit des sociétés cotées*, Litec, 2008, spéc. p. 234, n° 394).

14 Les effets néfastes de cette mesure sur le prix de l'action ne sont pas à négliger, que l'OPA hostile se matérialise ou pas (S. Rousseau et P. Desalliers, *op. cit.*, spéc. n° 71; et plus récemment J.-M. Suret, « Les effets des mesures de protection contre les prises de contrôle », in rapp. min. Finances et économie, 17 janv. 2014). Sur cette mesure défensive, v. S. Wishart, « Are Poison Pills Illegal », *Canadian Business Law Journal*, 1998, vol. 30, p. 105; J.-F. Bernier, « Shareholders' rights plans – The poison pill in the U.S. and Canada », *Revue de droit de l'Université Sherbrooke*, 1990, vol. 21, p. 123; J. G. MacIntosh, « The Poison Pill: A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders », *Canadian Business Law Journal*, 1989, vol. 15, p. 276; G. Coleman, « Poison Pills in Canada », *Canadian Business Law Journal*, 1989, vol. 15, p. 1.

15 *Canadian Jorex Limited and Mainville Oil & Gas Ltd.*, (1992) 15 O.S.C.B., 257; et la jurisprudence citée dans P. Martel, *La société par actions au Québec, les aspects juridiques*, Éditions Wilson & Lafleur Martel Ltée, Montréal, vol. 1, spéc. p. 33-52, § 33-209, note 194.

16 Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises, « Le maintien et le développement des sièges sociaux au Québec », févr. 2014, http://www.groupefinances.gouv.qc.ca/GTPEQ/Documents/Rapport_FR_GTPEQ.pdf, spéc. p. 25.

17 Il en va différemment pour les mesures contractuelles touchant les actifs de la société où seuls les tribunaux ont compétence.

18 En ce sens, l'article 636 a) du Guide à l'intention des sociétés de la Toronto Stock Exchange indique que : « Si un régime est adopté à

réalité, le sujet est ancien comme l'établit une étude de KPMG-SECOR réalisée dans le cadre des réflexions voulues par le ministre des Finances et de l'économie du Québec²⁶. Parmi les 671 transactions recensées par cette étude couvrant la période de janvier 2001 à juillet 2013, 2 % des offres d'achat ont été considérées comme étant non souhaitées ou hostiles. Ce pourcentage représente quatorze transactions, parmi lesquelles sept ont été initiées par des sociétés québécoises. Sur les sept tentatives d'acquisition non souhaitée de sociétés québécoises par des sociétés étrangères, aucune n'a été menée à terme par l'initiateur. Dans trois de ces cas cependant, l'OPA hostile a ultimement mené à la vente la société.

III. Position des ACVM : un long chemin en deux actes

6. Acte I – La proposition : Le 14 mars 2013, les ACVM ont publié pour consultation le projet de règlement n° 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et le projet d'instruction générale relative au règlement n° 62-105 sur les régimes de droits des porteurs. L'objet de la proposition des ACVM se limitait aux régimes de droits et reportait la remise en question de l'avis n° 62-02. Cette proposition souhaitait ne modifier que la réglementation des régimes de droits adoptés par le conseil des sociétés visées en réponse aux OPA hostiles ou en prévision de celles-ci. Le projet permettait de conserver les régimes de droits adoptés par le conseil d'administration, pourvu qu'ils soient approuvés par la majorité des porteurs soit en réponse directe à l'OPA (régimes de droits « tactiques »)²⁷, soit lors de la dernière assemblée annuelle de l'émetteur, dans certains délais²⁸. À l'inverse, les actionnaires auraient pu mettre fin en tout temps aux régimes de droits à la majorité des voix exprimées. À la suite de l'approbation initiale des actionnaires, les régimes de droits auraient dû être approuvés annuellement à la majorité des voix exprimées par les actionnaires pour demeurer valides²⁹. En outre, si un émetteur visé avait disposé d'un régime de droits approuvé par ses actionnaires, une assemblée des actionnaires de cet émetteur aurait dû être convoquée au cours de

laquelle les porteurs auraient pu voter l'annulation des régimes de droits. Dans le cas d'une assemblée convoquée, le conseil d'administration de la société visée aurait eu le pouvoir de choisir le moment de l'assemblée. Par ailleurs, le projet de modification aurait permis au conseil de maintenir tout régime de droits pendant une période indéterminée en cas d'OPA hostile dès lors qu'il était approuvé par les actionnaires de la société cible et qu'il était conforme au projet de règlement. Les ACVM n'auraient pu prononcer d'interdiction d'opérations dans l'intérêt public à l'égard de régimes adoptés conformément au projet de règlement que si la société visée avait agi en contravention des principes fondamentaux de celui-ci ou si un autre motif d'intérêt public qui n'est pas prévu par celui-ci s'était fait jour. En vertu du projet de règlement, les ACVM n'auraient plus appliqué à l'examen des régimes de droits le principe voulant que la pilule doive cesser de produire ses effets à un moment donné. Cependant, le projet de règlement n'empêchait pas l'initiateur d'une OPA hostile de faire une offre directement aux actionnaires de la société visée et de leur demander s'ils auraient été favorables à l'annulation du régime. « Ainsi, il permett[ait] encore à l'initiateur ou à l'actionnaire lésé de contester directement tout régime de droits sans avoir à se lancer dans une course aux procurations pour faire élire un conseil favorable à son annulation »³⁰. Comme l'ont relevé certains spécialistes relativement à cette proposition³¹, « (...) il n'est pas certain que ces modifications [auraient changé] réellement l'issue des offres hostiles par rapport au *statu quo*. Une société visée aux prises avec une offre hostile crédible [aurait dû] quand même passer par un processus de vente et [aurait fini] sans doute par être vendue en relativement peu de temps, soit à l'initiateur original, soit à un “chevalier blanc”, comme c'est le cas aujourd'hui. Les arbitragistes à court terme [auraient pu] encore influencer la vente en acquérant des actions et en votant pour l'annulation d'un régime de droits en prévision de la vente subséquente de la société ».

7. Acte II – Le compromis. Les ACVM ont revu leur copie suite à la prise de position de l'AMF du Québec en date du 14 mars 2013³². Ainsi, elles ont publié une annonce le 11 septembre 2014 selon laquelle les

26 SECOR-KPMG, « Les sièges sociaux au Québec – Leur évolution, leur contribution et leur expansion », présentation du rapport d'analyse réalisée pour le groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises, 7 nov. 2013, http://www.groupe.finances.gouv.qc.ca/GTPEQ/Documents/Rapport_Secor-KPMG.pdf.

27 Il en va ainsi même lorsqu'une société a déjà un régime de droits approuvé par ses actionnaires.

28 Le délai proposé aurait été de quatre-vingt-dix jours suivant la date d'adoption du régime de droits ou, s'il avait été adopté après le lancement d'une OPA, dans un délai de dix jours suivant la date de lancement. À l'heure actuelle, les sociétés inscrites à la TSX ou à la Bourse de croissance TSX (TSX-V) doivent faire approuver leur régime de droits par les actionnaires dans un délai de six mois suivant l'adoption.

29 Actuellement, la plupart des régimes de droits doivent être renouvelés tous les trois ans.

30 ACVM, avis de consultation, « Projet de règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et Projet d'Instruction générale relative au règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et Projets de modifications corrélatives », 14 mars 2013, <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-105/2013-03-14/2013mars14-62-105-avis-cons-fr.pdf>, spéc. p. 13.

31 A. Gorka et a., « De nouvelles propositions touchant les régimes de droits des actionnaires et les mesures de défense transforment le paysage des fusions et acquisitions au Canada », cabinet Osler, 15 mars 2013, <https://www.osler.com/fr/ressources/reglements/2013/de-nouvelles-propositions-touchant-les-regimes-de>.

32 V. *infra*. § 8 et s.

13 autorités en valeurs mobilières du Canada avaient convenu de ne pas donner suite à leur proposition et à celle de l'AMF du Québec faites antérieurement sur la réglementation des régimes de droits des actionnaires³³. Elles ont préféré modifier les règles des OPA afin de se concentrer sur la manière dont elles sont réalisées lorsqu'elles sont hostiles. Dans cette optique, les ACVM ont proposé le 31 mars 2015 d'amender le régime des OPA pour instaurer une approche réglementaire harmonisée de nature différente (communément appelées « modifications 50-10-120 »). Ce projet introduit de nouvelles obligations importantes et modifie considérablement le processus de réalisation des OPA. De façon générale, le projet a pour objectif d'améliorer la qualité et l'intégrité du régime des OPA et de rééquilibrer la dynamique actuelle entre l'initiateur, le conseil d'administration et les porteurs de la société cible : non seulement le projet permet aux porteurs des sociétés visées de prendre des décisions volontaires, éclairées et coordonnées concernant le dépôt de leurs titres, mais encore le projet accorde au conseil de la société visée plus de temps et de latitude pour répondre à une OPA. Sans entrer dans tous les détails de la proposition³⁴, le projet prévoit que toute OPA non dispensée doit :

- donner lieu au dépôt de plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée par l'offre, à l'exclusion des titres dont l'initiateur, ou toute personne agissant de concert avec lui, a la propriété véritable ou sur lesquels il exerce une emprise (obligation de dépôt minimal) ;
- être prolongée par l'initiateur de dix jours supplémentaires après que l'obligation de dépôt minimal a été respectée et que toutes les autres conditions de l'offre ont été remplies, ou ont fait l'objet d'une renonciation (prolongation obligatoire de dix jours) ;

– être maintenue pendant un délai minimal de dépôt de cent vingt jours, sauf si l'un des événements suivants survient : a) le conseil de l'émetteur visé indique, dans un communiqué, un délai de dépôt abrégé d'au moins trente-cinq jours qu'il juge acceptable, auquel cas toutes les OPA simultanées doivent être maintenues au moins pendant ce délai ; b) l'émetteur publie un communiqué indiquant qu'il a convenu de conclure ou décidé de réaliser une opération de remplacement, auquel cas toutes les OPA simultanées doivent être maintenues pendant un délai de dépôt d'au moins trente-cinq jours (délai obligatoire de cent vingt jours).

Malgré la valeur des régimes de droits³⁵ et les discussions et points de vue différents qu'ils ont occasionnés entre les ACVM et l'AMF en cas d'OPA hostile, le projet demeure silencieux sur la question de savoir de quelle manière de tels régimes doivent être traités dans l'attente de leur adoption et après celle-ci. Sur ce sujet, les ACVM ont rappelé expressément qu'elles ne comptaient pas pour l'instant changer leur politique en matière de mesures de défense.

33 Sur cette annonce, v. J. A. Moore et al., « Les offres hostiles appelées à ralentir la cadence – Les autorités en valeurs mobilières du Canada proposent un resserrement des règles sur les offres publiques d'achat : accorder plus de temps aux conseils pour réagir aux offres hostiles », cabinet Davies, 11 sept. 2014, <http://www.dwpv.com/fr/Resources/Publications/2014/Canadian-Securities-Regulators-Propose-Significant-Amendments-to-Take-Over-Bid-Rules?mode=pdf>.

34 Le projet comporte aussi des modifications plus techniques au régime des OPA découlant de l'obligation de dépôt minimal, de la prolongation obligatoire de dix jours et du délai obligatoire de cent vingt jours, qui ont une incidence sur les modifications de l'offre, sur les changements dans l'information relative à l'offre, sur la prise de livraison et sur le règlement et les droits de révocation. « Le changement le plus notable est l'obligation, pour les initiateurs, de prendre immédiatement livraison des titres déposés dans le cadre d'une offre, après que toutes les conditions de l'offre auront été remplies ou auront fait l'objet d'une renonciation, sauf dans le cas des offres partielles » (D. Bryce et al., « Il était temps – Les ACVM proposent des modifications au régime des offres publiques d'achat », cabinet Osler, 31 mars 2015, https://www.osler.com/fr/ressources/reglements/2015/il-etait-temps-%E2%80%93-les-acvm-proposent-des-modifications-%E2%80%93-les-acvm-proposent-des-modifications-au-regime-des-offres-publiques-dachat&utm_medium=email&utm_source=il-etait-temps-les-acvm-proposent-des-modifications-au-regime-des-offres-publiques-dachat&utm_content=french).

35 Une étude du cabinet Fasken Martineau menée sur l'ensemble des 143 OPA hostiles lancées en vue du contrôle d'une société canadienne cotée en bourse entre 2005 et 2014 révèle que les régimes de droits des actionnaires ont démontré leur valeur en permettant d'acheter du temps et en favorisant la concurrence. Lorsque la société visée a adopté un régime de droits, une OPA hostile a au moins deux fois plus de chance d'être confrontée à la concurrence (cabinet Fasken Martineau, « Étude sur les OPA hostiles canadiennes », 2015, <http://www.fasken.com/fr/opa-hostiles-canadiennes-2015/>).

Comparaison des règles en matière de régimes de droits entre les dernières propositions des ACVM et les propositions non retenues des ACVM et de l'AMF du Québec

	Règles existantes	Proposition des ACVM sur les mesures de défense (non retenue)	Proposition de l'AMF du Québec sur les mesures de défense (non retenue)	Projet de règlement
Réglementation des régimes de droits	Les autorités tiennent des audiences à la demande de l'initiateur de l'offre hostile afin d'établir quand il est temps de mettre fin au régime de droits	La société cible pouvait maintenir le régime de droits pendant au moins quatre-vingt jours ou pour une durée indéterminée avec l'approbation des actionnaires	La durée du régime de droits aurait été établie par le conseil de la société cible, conformément à son devoir fiduciaire	Aucune modification par rapport à la politique sur les mesures de défense existante

Source : Extrait du tableau comparatif des règles sur les OPA de J. A. Moore et a., *op. cit.*

IV. Position de l'AMF : une approche plus globale

8. Une philosophie proche de celle prévalant aux États-Unis. – Dans un document de consultation datant de 2013 et intitulé « Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense », l'AMF avait proposé des modifications radicales à la réglementation entourant le rôle des régulateurs provinciaux en valeurs mobilières, afin d'offrir un régime s'apparentant de près à la législation du Delaware³⁶. Comme l'avait énoncé l'AMF dans son document, son objectif était clair : « La proposition de l'Autorité vise principalement à rétablir l'équilibre réglementaire entre les initiateurs d'[OPA] et le conseil d'administration des sociétés visées et à actualiser l'encadrement réglementaire des OPA pour tenir compte du contexte juridique et économique ainsi que des pratiques du marché qui les entourent actuellement. [L'AMF du Québec proposait] donc de réexaminer l'approche actuellement adoptée à l'égard des mesures de défense dans l'avis n° 62-202 et d'apporter deux changements importants [au] régime des OPA »³⁷. En d'autres mots, « [l]a proposition de l'Autorité [établissait] une approche différente de celle qui est proposée dans le projet de règlement des ACVM, qui aurait [eu] de profondes conséquences en rétablissant l'équilibre entre le conseil d'administration des sociétés visées, les initiateurs d'OPA et les actionnaires »³⁸.

36 Plus de 60 % des grandes entreprises américaines ont leur siège social dans cet État.

37 AMF Québec, *op. cit.*, spéc. p. 1.

38 A. Gorka et a., *op. cit.*

9. Contenu de la proposition de l'AMF – Responsabiliser davantage les administrateurs.

– La proposition de l'AMF comportait deux axes principaux. Constatant l'existence d'un régime d'OPA trop favorable aux initiateurs et la limitation de la capacité du conseil à mettre en place des mesures favorisant le long terme, le premier axe visait à redéfinir l'intervention des ACVM dans les mesures de défense (et pas uniquement dans les régimes de droits). Pour ce faire, un nouvel avis aurait remplacé l'avis n° 62-202 et indiqué clairement que les mesures de défense n'auraient pas été préjudiciables à l'intérêt public et que les autorités en valeurs mobilières auraient refusé d'émettre des ordonnances d'interdiction d'opérations sur valeurs à leur égard sauf s'il était apparu que le conseil de la société visée n'aurait pas adéquatement géré les conflits d'intérêts ou que la mesure de défense adoptée aurait démontré une violation manifeste des droits des porteurs ou porté atteinte au bon fonctionnement des marchés³⁹. Pleinement approuvé par le groupe de travail du ministère des Finances et de l'économie du Québec⁴⁰, le premier axe de la proposition de l'AMF du Québec consistait donc à changer la prémisse selon laquelle le maintien de mesures défensives est nécessairement contraire à l'intérêt public et, en conséquence, à redéfinir une intervention sur la base de l'intérêt public. La proposition permettait à un conseil de déterminer ce qui était dans le meilleur intérêt de la société visée dans l'exercice de ses devoirs fiduciaires, et ce, sans intervention des autorités réglementaires⁴¹. En raison de l'examen judiciaire

39 AMF Québec, *op. cit.*, spéc. p. 16 et s.

40 « Le groupe de travail appuie la proposition de l'Autorité qui vise à permettre aux CA des sociétés qui font l'objet d'une OPA hostile d'exercer pleinement leurs devoirs fiduciaires » (groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises, *op. cit.*, spéc. p. 37).

41 Pour évaluer si la démarche du conseil était raisonnable, l'AMF proposait de tenir compte des faits suivants : la création d'un comité spécial

des mesures de défense et de la déférence qu'il aurait entraînée, les autorités en valeurs mobilières auraient dû être appelées à intervenir moins souvent à l'égard de mesures de défense adoptées par le conseil d'administration d'une société visée en réponse à une OPA hostile. Sur le fondement des recours de droit commun, les tribunaux auraient eu la responsabilité de déterminer si les décisions du conseil d'administration étaient conformes à ses obligations fiduciaires en utilisant les enseignements de la décision de la Cour suprême *BCE*⁴² et la règle du *business judgment rule* (règle de l'appréciation commerciale)⁴³. Au final, les autorités en valeurs mobilières ne seraient intervenues que dans les cas où les décisions ou les mesures prises par les conseils auraient représenté une violation manifeste des droits des porteurs, ou une atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux. Le second axe de la proposition de l'AMF avait pour but d'éliminer certaines incertitudes actuelles liées au processus d'offre et auxquels font face les actionnaires⁴⁴. Cet axe entendait modifier le régime des OPA pour exiger, comme condition irrévocable de toute offre visant l'ensemble des titres d'une catégorie et de toute offre partielle, que plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée détenus par d'autres personnes que l'initiateur et ses alliés soient déposés et que le dépôt de ces titres ne soit pas révoqué à la date d'expiration de l'offre. En parallèle, l'AMF du Québec

exigeait que l'offre soit prolongée de dix jours à la suite de l'annonce que la condition de dépôt minimal est remplie.

V. Conclusion : de sérieuses incertitudes demeurent

10. À travers la dernière réforme proposée par les ACVM, le Canada se rapproche incontestablement de la position de son voisin du sud en donnant une marge de manœuvre plus importante au conseil d'administration. En effet, si elles sont adoptées, les modifications législatives envisagées prolongent la durée de l'offre et accordent plus de temps aux sociétés cibles (et à leur conseil d'administration) pour évaluer l'offre, pour chercher des solutions de rechange susceptibles d'accroître la valeur pour les actionnaires, ou pour rassembler des arguments au soutien du rejet de l'OPA. En parallèle, les nouvelles règles envisagées facilitent la prise de décision collective des actionnaires appelés à approuver ou non l'offre⁴⁵.

11. À l'heure actuelle, les conseils d'administration des sociétés canadiennes disposent de plusieurs mécanismes (dont les régimes de droits) pour contrer une OPA hostile. Néanmoins et en dépit du projet de réforme actuel des ACVM, la mise en œuvre de ces mécanismes présente toujours un risque pour les administrateurs : celui d'engager leur responsabilité. Or, ce risque est d'autant plus présent que la portée de leurs devoirs demeure encore incertaine et oscille entre deux modèles poursuivant des objectifs substantiellement différents : un modèle traditionnel de primauté des actionnaires et un modèle de type « partie prenante » où les administrateurs doivent tenir compte de l'intérêt à long terme de l'entreprise (modèle récemment mis en lumière dans la décision *BCE*). La cohabitation de ces deux courants de pensée au sein des droits québécois et canadien a pour effet de rendre difficile la définition d'une norme de conduite cohérente pour les administrateurs et maintient ces derniers dans une situation peu claire lorsqu'il y a contrôle des mesures défensives exercé par les tribunaux judiciaires ou une des autorités provinciales en valeurs mobilières. Parions que le prochain chantier sera de développer une meilleure approche concernant la réglementation des mesures de défense.

composé d'administrateurs indépendants, la nomination de conseillers financiers et juridiques indépendants pour aider le comité spécial, la conclusion du comité spécial et du conseil d'administration selon laquelle il ressort de l'examen de l'offre et des conseils des conseillers juridiques et financiers qu'il est au mieux des intérêts de la société de mettre en œuvre une mesure de défense, l'exhaustivité de l'information fournie aux porteurs dans la circulaire des administrateurs et dans tout autre type de communication utilisé par les administrateurs sur la démarche suivie pour formuler leur recommandation et les motifs à l'appui de la mesure de défense.

42 *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, 2008 C.S.C. 69 (et notamment le § 112 : « Dans la mesure où il conclut que la décision des administrateurs se situe dans l'éventail des solutions raisonnables qu'ils auraient pu choisir en s'appesantissant des intérêts opposés, le tribunal ne poursuivra pas son examen pour déterminer si cette décision est la solution parfaite »). Pour des commentaires de cette décision, v. J. D. Fraiberg, « *Fiduciary Ours and Maximizing Shareholder Value following BCE* » : *Canadian Business Law Journal*, 2005, vol. 48, n° 2, p. 213-231 ; J. G. MacIntosh, « *BCE and the Peoples Corporate Law : Learning to Live on Quicksand* » : *ibid.*, p. 255-272 ; T. C. Troy, « *Comment on BCE Inc.* » : *ibid.*, p. 282-284.

43 Création *praefer legeam*, la *business judgment rule* est un standard de révision judiciaire issu de la *common law* et appliqué pour protéger l'indépendance du conseil d'administration dans la gestion des affaires d'une société. Parmi une littérature américaine riche et documentée, v. S. M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, New York, 2002, spéc. p. 241 et s. ; D. J. Block, N. E. Barton et S. A. Radin, *The Business Judgment Rule : Fiduciary Duties of Corporate Directors*, Aspen Publisher, 1998, 5^e éd. ; M. A. Eisenberg, « *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law* » : *Fordham Law Review*, 1993, vol. 62, n° 3, p. 437 ; J. Hinsey IV, « *Business Judgment and the American Law Institute's Corporate Governance Project : the Rule, the Doctrine, and the Reality* » : *The George Washington Law Review*, 1984, vol. 52, p. 609. Pour une analyse de la règle de l'appréciation commerciale au Canada, voir : R. Crête et S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, Les éditions Thémis, 2011, spéc. p. 474 et s., § 1036 et s.

44 AMF Québec, *op. cit.*, spéc. p. 18 et s.

45 En ce sens, v. J. A. Moore et al., « Nouveau régime pour les OPA non sollicitées : les modifications 50-10-120 – Les ACVM publient des propositions de modifications au régime des OPA », cabinet Davies, 31 mars 2015, http://www.dwpv.com/-/media/Files/PDF_FR/2015/2015-03-31_50-10-120-New-Code-for-Hostile-Bids-Frashx.

Quentin DURAND

Collaborateur, Dechert LLP

Matthieu GROLLEMUND

Associé, Dechert LLP

Clauses d'extension et options de surallocation dans les augmentations de capital de sociétés cotées ^{112x1}

En dépit d'une relative ancienneté et d'une utilisation fréquente, les clauses d'extension et options de surallocation sont encore bien souvent confondues. Si les deux permettent d'accroître la taille d'une augmentation de capital, une bonne anticipation dans la rédaction des résolutions soumises aux actionnaires et de la documentation permettra aux émetteurs de bénéficier d'une grande souplesse dans leur augmentation de capital par un cumul judicieux de ces deux mécanismes.

Apparues en France dans les années 1990, les pratiques de marché relatives à la modification de la taille des opérations d'augmentation de capital de sociétés cotées sont particulièrement appréciées des émetteurs puisqu'elles leur permettent de bénéficier d'une flexibilité dans le calibrage de leurs émissions afin de mieux traiter les aléas de marché et de profiter, le cas échéant, d'une forte demande des investisseurs.

L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 a introduit dans le Code de commerce des mécanismes permettant d'ajuster à la baisse ou à la hausse le volume des titres effectivement émis à l'occasion d'une augmentation de capital décidée par l'assemblée générale des actionnaires.

En ce qui concerne les ajustements à la hausse, la création de l'article L. 225-135-1 du Code de commerce est ainsi venue consacrer la pratique de la « surallocation » ou *greenshoe*¹ que la Commission des opérations de bourse (COB) avait eu l'occasion de valider par le passé². Toutefois, la pratique dite de l'« extension », également reconnue par la COB puis par l'AMF, semble pour sa part restée à l'état de *soft law*.

Si ces deux mécanismes coexistent pourtant, c'est qu'ils ont des origines et finalités distinctes (I). Cependant, les termes utilisés par les praticiens semblent souvent indiquer une confusion entre les deux notions, qui rend nécessaire une clarification terminologique (II). La distinction est d'autant plus importante que ces mécanismes donnent lieu à des utilisations et pratiques différentes et qu'une bonne anticipation per-

mettra notamment de les cumuler et d'offrir ainsi un maximum de flexibilité aux émetteurs (III).

I. Origine et description des mécanismes

A. Les clauses d'extension

1. Origines

Dès 1992, la COB a eu l'occasion d'évoquer le principe des « extensions d'émission » dans le cadre d'émissions comportant un début de placement public, avant l'expiration du délai de priorité accordé aux actionnaires.

Elle définissait alors cette extension comme suit : « Le nombre de titres offerts dans le public est déterminé sur la base de prévisions du taux de souscription des actionnaires et de leur priorité ; quand le taux effectif *in fine* est supérieur au taux prévu et que le public a effectivement souscrit tous les titres offerts, le volume global de l'émission est ajusté pour servir les actionnaires »³.

La pratique des clauses d'extension a ensuite été affirmée par la COB en 2001 dans le cadre d'opérations d'introductions en bourse⁴, puis en 2002 pour tous types d'opérations sur titres de sociétés cotées sur un marché réglementé⁵. La Commission avait alors fixé les limites applicables aux clauses d'extension. Ainsi, pour une augmentation de capital le nombre de titres proposés pouvait être augmenté de 15 % au plus, tandis que pour une cession secondaire, la clause d'extension pouvait porter sur 25 % de titres au plus.

1 Du nom de l'entreprise américaine *Green Shoe Manufacturing* (devenue depuis *Sride Rite Corporation*) qui avait été la première à l'utiliser lors de son *initial public offering* en 1960.

2 Bull. COB n° 259, juin 1992, p. 30.

3 Bull. COB n° 259, juin 1992, préc., p. 30.

4 Bull. COB n° 357, mai 2001, p. 110.

5 Bull. COB n° 370, juill.-août 2002, p. 30.

Aux termes de ces publications, le principe de l'extension valait alors uniquement lorsque l'opération de placement s'effectuait sous forme d'appel public à l'épargne sur le marché réglementé.

Le principe, encore applicable aujourd'hui, est de considérer que, dans une opération réalisée par voie d'offre au public, la construction d'un livre d'ordre par le syndicat bancaire préalablement à la fixation du prix permet d'avoir une idée de l'appétence du marché pour l'émission envisagée. Dès lors, en cas de demande importante du marché, il est utile pour les émetteurs de bénéficier d'une certaine flexibilité pour ajuster à la hausse le volume des titres offerts et ainsi le montant des fonds levés.

2. Évolution et absence de confirmation législative

Depuis 2002, la pratique semble avoir quelque peu évolué. Ainsi, si le principe de l'extension et les limites de 15 et 25 % restent en vigueur à ce jour, le mécanisme a pu être utilisé dans d'autres opérations, telles que les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit du public⁶ ainsi que sur le marché Alternext⁷.

On relèvera également que, dans la pratique, les clauses d'extension sont en tout état de cause exercées avant la fin de la période de souscription après concertation entre le syndicat bancaire et l'émetteur. C'est donc en amont de toute clôture de l'émission initiale que ce mécanisme a vocation à jouer de sorte qu'une seule et unique émission de titres intervient, ce qui la distingue fondamentalement de l'option de surallocation (v. *infra*)⁸.

Ces clauses ne sont donc pas appréhendées en tant que telles par le Code de commerce⁹ dont les articles L. 225-135-1 et R. 225-118 n'envisagent que les émissions complémentaires après la clôture de l'émis-

sion initiale¹⁰. Elles trouvent donc leur fondement dans les positions de la COB précitées¹¹.

B. Les options de surallocation

1. Origines

Les options de surallocation, d'origine américaine, ont été introduites en France sous la forme de clauses dites de *greenshoe* notamment dans le cadre d'émissions effectuées par les sociétés Elf et Total respectivement en juin et octobre 1991. La COB avait alors eu l'occasion de valider ce mécanisme, « assez proche, dans son principe, des extensions d'émission tolérées depuis quelques années »¹².

Aux termes du rapport annuel de la COB pour l'année 1998, ces clauses se présentaient le plus souvent « sous la forme d'une option d'achat consentie par un vendeur au profit d'un syndicat de placement pour un nombre supplémentaire de titres représentant 10 à 15 % du placement et pour une durée maximum de 30 jours à compter de la date d'allocation ».

Grâce à cette option¹³, le syndicat bancaire peut emprunter des titres supplémentaires auprès des actionnaires existants afin d'allouer immédiatement une fraction du montant de l'offre initiale pour satisfaire une demande importante du public, sans supporter de risque de liquidité ou financier. Ainsi, si le cours monte à l'issue de l'opération, le syndicat n'a qu'à exercer son option d'achat pour restituer les titres empruntés. En revanche, si le cours baisse, le syndicat n'exerce pas son option et achète directement les titres sur le marché générant ainsi un effet stabilisateur¹⁴ en raison de la liquidité et du soutien du cours offert¹⁵.

10 Les règles retenues par le législateur aux articles L. 225-135-1 et R. 225-118 du Code de commerce accentuent l'impression de l'exclusion du champ des clauses d'extension puisque la période de trente jours au cours de laquelle l'émission complémentaire doit être réalisée est principalement justifiée par le fait que le syndicat bancaire doit pouvoir déterminer le nombre de titres dont il a besoin pour rembourser les titres empruntés à l'issue des opérations de stabilisation.

11 Appuyées, il est vrai par l'article 212-17 du règlement général de l'AMF qui envisage une variabilité du nombre définitif de titres émis entre la publication du prospectus et le règlement-livraison.

12 Bull. COB n° 259, juin 1992, p. 30. La COB avait alors indiqué que « s'agissant d'opérations sans droit préférentiel de souscription ni délai de priorité, effectuées à un prix très proche du cours de bourse, l'existence de ces clauses de *greenshoe* n'est pas préjudiciable aux actionnaires anciens qui, de plus, sont convenablement informés de l'effet de dilution de cette rallonge dès lors que l'incidence de l'émission est calculée sur le montant maximum ».

13 La qualification juridique de ces options variait en fonction de la provenance des titres (promesses de vente sur actions existantes lorsqu'elle était conclue avec les actionnaires, bons de souscriptions d'action dont l'émission était réservée au syndicat de placement en cas de conclusion avec l'émetteur).

14 V. notamment B. Zabala, « La stabilisation d'instruments financiers » : BJB juill. 2007, p. 446, n° 105.

15 Ce mécanisme est aujourd'hui mis en œuvre dans le cadre des opérations de stabilisation prévues par le règlement européen n° 2273/2003 du 23 décembre 2003 qui précise en son article 2, 14) que « par « option de couverture des surallocations » (*greenshoe option*), on entend une option accordée par l'offreur aux entreprises d'investissement ou aux établissements de crédit impliqués dans l'offre dans le but de couvrir les surallocations, en vertu de laquelle ces entreprises ou ces établissements

6 Bien que l'AMF n'ait pas formellement pris position pour amender la règle fixée par la COB sur ce point (v. par ex., AMF visa n° 14-600, 17 nov. 2014, Onxeo – AMF visa n° 15-055, 18 févr. 2015, Implanet – AMF visa n° 15-0184, 11 mai 2015, Avanquest).

7 AMF visa n° 15-114, 27 mars 2015, Sensorion – AMF visa n° 15-033, 23 janv. 2015, Tronics Microsystems.

8 F. Martin Laprade, « *Greenshoe* sur convertibles et stabilisation virtuelle » : Revue Droit & Affaires 2011, p. 117.

9 V. en ce sens ANSA, CJ 7 mars 2012, position n° 12-023, « Augmentation de capital avec maintien du DPS, mise en œuvre d'une clause d'extension ou de surallocation (rallonge) » : le comité relevait que « la nécessité d'une disposition légale s'est fait sentir uniquement en faveur du deuxième type de clause [surallocation] en raison de la réalisation d'une seconde émission, pour permettre d'éviter la mise en œuvre à cette occasion des règles de droit commun (période minimale de souscription en cas de maintien du DPS, prix d'émission calculé sur le cours de bourse en cas de suppression du DPS) ». *A contrario*, H. Letréguilly, « Les réformes apportées par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 au déroulement et aux modes d'augmentation de capital » : RD bancaire et fin. 2004, n° 6, p. 441, selon lequel, l'article L. 225-135-1 vise l'option de surallocation, mais s'étend en ce qui concerne les émissions avec droit aux clauses d'extension.

2. Confirmation législative

Le législateur a confirmé le principe de cette « rallonge » à l'occasion du projet de modification de la loi du 24 juillet 1966 et l'introduction, par l'ordonnance du 24 juin 2004, d'un article L. 225-135-1 dans le Code de commerce qui prévoit expressément la faculté d'accroître le volume d'une augmentation de capital¹⁶.

Cette réforme a ainsi permis de valider le principe des clauses de *greenshoe* tout en évitant aux émetteurs de devoir passer par l'octroi de bons de souscription d'actions ou de promesses de vente, à travers une émission complémentaire prévue par l'assemblée générale des actionnaires *ex ante*.

La faculté de faire varier à la hausse le volume de l'augmentation de capital prévue par le Code de commerce n'est toutefois pas sans limites. Les articles L. 225-135-1 et R. 225-118 prévoient ainsi le respect de trois conditions cumulatives : (i) le prix de l'émission complémentaire doit être identique à celui retenu pour l'émission initiale, (ii) le nombre de titres ne peut être augmenté que dans les 30 jours de la clôture de la souscription initiale et (iii) le nombre de titres complémentaires ne peut excéder 15 % de l'émission initiale¹⁷.

Par ailleurs, les actionnaires doivent être correctement informés de la dilution potentielle qui pourrait résulter de l'usage de cette option de surallocation, par une description des modalités retenues par le syndicat bancaire et l'émetteur dans le prospectus aux termes de l'article 315-34 du règlement général de l'AMF¹⁸.

peuvent acquérir jusqu'à un certain montant de valeurs concernées au prix de l'offre durant une certaine période suivant l'offre des valeurs concernées ».

16 C. com., art. L. 225-135-1 : « En cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription, l'assemblée peut prévoir que le nombre de titres pourra être augmenté pendant un délai fixé par décret en Conseil d'État, dans la limite d'une fraction de l'émission initiale déterminée par ce même décret et au même prix que celui retenu pour l'émission initiale ».

17 On relèvera également que les sociétés qui décident de prévoir une option de surallocation de 15 % ne peuvent réduire l'augmentation de capital initiale (hors option) en dessous de 86,25 % du montant prévu au terme de la dernière phrase de l'article L. 225-135-1 (v. P.-Y. Chabert, « Les augmentations de capital après l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales » : BJS août 2004, p. 1023, n° 8).

18 L'article 315-34 restreint la possibilité de mise en œuvre de l'option par le syndicat bancaire en précisant que « la mise en œuvre d'une telle clause par le prestataire de services d'investissement à des fins autres que la couverture d'une demande d'actions supérieure à la demande initialement prévue n'est pas conforme au principe de loyauté mentionné à l'article 314-3 ». Si ces règles figurent dans une sous-section du règlement général de l'AMF relative aux introductions des titres de sociétés sur un marché réglementé d'instruments financiers, elles nous paraissent également applicables à tous types d'augmentations de capital justifiant la publication d'un prospectus, au titre de l'obligation générale de production d'une information complète ».

3. Portée

Si la consécration de cette flexibilité souhaitée par la COB a été unanimement saluée¹⁹, le champ d'application de l'article L. 225-135-1 du Code de commerce semble plus large qu'une simple reprise du mécanisme de *greenshoe*, ce qui est sans doute à l'origine de certaines confusions.

On relèvera tout d'abord que la souplesse prévue à l'article L. 225-135-1 s'applique indifféremment à l'ensemble des sociétés anonymes, qu'elles soient cotées ou non.

Ensuite, l'article L. 225-135-1 s'applique indifféremment aux opérations réalisées avec suppression du droit préférentiel de souscription qu'à celles avec maintien de ce droit. Si l'application aux opérations réalisées avec suppression du droit préférentiel de souscription n'a guère soulevé de débats²⁰, l'usage d'une option de surallocation en cas d'émission avec maintien du droit préférentiel de souscription n'est pas sans susciter de questions²¹.

En particulier, le mécanisme prévu par l'article L. 225-135-1 semble incohérent avec l'objectif théorique de l'option tel que défini par la COB, à savoir de permettre des opérations de stabilisation par un syndicat bancaire, ces opérations n'ayant, par nature, pas vocation à s'appliquer aux augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription. Cette finalité n'est d'ailleurs pas reprise dans la lettre du texte qui prévoit de manière beaucoup plus large le fait « que le nombre de titres pourra être augmenté » sans préciser la destination des titres complémentaires. Ainsi, l'article L. 225-135-1 peut servir de fondement à une émission complémentaire au profit d'un syndicat bancaire mais également d'actionnaires ou du public, s'éloignant ainsi de la notion initiale de *greenshoe*.

II. Tentative de clarification terminologique

Les émissions complémentaires visées à l'article L. 225-135-1 du Code de commerce englobent donc les clauses de *greenshoe* (sans pour autant se confondre avec elles) mais ne visent pas les clauses d'extension.

19 V. not. H. Le Nabasque, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions : les augmentations de capital réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires » : Rev. sociétés 2004, p. 491 et B. Lebars, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions : le volume des augmentations de capital » : Rev. sociétés 2004, p. 531.

20 Sur l'application de la faculté offerte par l'article L. 225-135-1 aux augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription réservées au profit de personnes dénommées ou à une catégorie de personnes, v. notamment la position du comité juridique de l'ANSA du 3 octobre 2006, n° 06-651.

21 V. not. P.-Y. Chabert, art. préc., et C. Baj, « Les délégations de pouvoir » : RD bancaire et fin. sept. 2004, p. 348, n° 5.

Ceci illustre la difficulté des praticiens : en présence d'une émission fondée sur l'article L. 225-135-1, comment qualifier l'émission complémentaire mise en œuvre qui n'est pas une clause d'extension mais pas nécessairement non plus une option de surallocation ? Faudrait-il alors inventer une nouvelle terminologie pour définir les émissions ne rentrant dans aucune des deux définitions présentées ci-dessus ?

Cela ne ferait qu'ajouter aux difficultés actuelles. Il nous paraît donc préférable de s'appuyer sur les deux notions existantes tout en clarifiant ce qu'il faut entendre par la terminologie « clause d'extension » et par « option de surallocation », afin d'aboutir à une distinction cohérente avec les dispositions du Code de commerce.

A. Inanité d'une distinction fondée sur la finalité de l'émission complémentaire

Pour les raisons évoquées ci-avant, il ne nous semble pas pertinent d'opérer une distinction basée sur la finalité de chacun des mécanismes qui consisterait à envisager (i) la notion d'« option de surallocation » comme se confondant avec celle de « clause de *greenshoe* » pour ne viser que les émissions complémentaires réalisées au profit d'un syndicat bancaire dans une optique de stabilisation des titres et (ii) la notion de « clause d'extension » comme visant tous les autres cas d'augmentation de la taille d'une émission de titres.

Ce critère présente en effet un inconvénient difficilement surmontable résidant dans le fait que, pour une même terminologie, deux régimes distincts trouveraient à s'appliquer.

Ainsi, si une émission complémentaire venait à être mise en œuvre postérieurement à la fin de la période de souscription²², celle-ci serait cohérente avec l'article L. 225-135-1 du Code de commerce et verrait le régime prévu par cet article et par l'article R. 225-118 s'appliquer, tandis qu'une émission complémentaire mise en œuvre à l'issue de la construction du livre d'ordres mais antérieurement à la fin de la période de souscription²³ ne pourrait entrer dans le champ d'application de ces articles et serait donc fondée sur la pratique de marché impliquant la mise en œuvre d'un régime distinct. Pour autant, en retenant un critère de distinction basé sur la finalité des mécanismes, du fait d'un même objectif – celle de servir en titres complémentaires le public ou les actionnaires et non un syndicat bancaire dans le cadre d'une stabilisa-

tion – ces deux clauses seraient dénommées « clauses d'extension ».

Cela ne nous semble pas satisfaisant dans la mesure où l'utilité même d'une distinction est d'aboutir à une terminologie conduisant à l'application d'un régime précis.

B. Vertus d'une distinction fondée sur le moment de l'émission complémentaire

Plus que la finalité poursuivie, c'est donc une distinction basée sur le moment de la mise en œuvre de l'émission complémentaire qui nous semble offrir le plus de clarté et de cohérence avec les dispositions légales.

L'option de surallocation doit ainsi être comprise comme l'accroissement du volume d'une augmentation de capital par une émission complémentaire intervenant *postérieurement* à la clôture de l'émission initiale. Elle serait alors fondée sur l'article L. 225-135-1 du Code de commerce.

La clause d'extension doit, quant à elle, être comprise comme l'accroissement du volume d'une augmentation de capital dans le cadre d'une émission complémentaire intervenant *antérieurement* à la fin de la période de souscription. Elle serait donc fondée sur une pratique de place selon les critères dégagés par la COB.

Ce faisant, on élargit quelque peu la définition de l'option de surallocation initialement envisagée par la COB dans les années 1990 et *stricto sensu* par le règlement européen n° 2273/2003 mais on arrive, nous semble-t-il, à concilier la philosophie retenue dans le cadre de l'ordonnance du 24 juin 2004 avec les différents mécanismes d'accroissement de la taille des augmentations de capital. En outre, ceci correspond à la pratique admise depuis par l'AMF qui a déjà eu à connaître d'émissions avec maintien de droit préférentiel de souscription combinant clause d'extension et option de surallocation²⁴.

Puisque ce raisonnement conduit à écarter la finalité de l'opération comme critère de distinction, il nous semble alors nécessaire d'introduire une sous-catégorie relative à la *greenshoe* qui constituerait, non plus un synonyme de l'option de surallocation, mais une modalité particulière de ce type d'émission complémentaire ayant pour particularité de ne viser qu'à allouer des titres à un syndicat bancaire dans une perspective de stabilisation²⁵.

22 Tel serait par exemple nécessairement le cas en présence d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, expressément visée par l'article L. 225-135-1 du Code de commerce, pour laquelle la sursouscription ne peut être connue qu'à l'issue de la période de souscription initiale.

23 Tel serait le cas par exemple en présence d'une augmentation avec suppression du droit préférentiel de souscription par voie d'offre au public.

24 V. not. AMF visa n° 15-0184, 11 mai 2015, Avanquest.

25 Cette définition « française » de l'option de surallocation serait ainsi compatible avec le règlement européen n° 2273/2003 du 23 décembre 2003.

III. Aspects pratiques

Cette clarification permet d'éviter toute incertitude juridique quant aux régimes applicables à l'un ou l'autre des mécanismes, ce qui présente un intérêt certain pour leur mise en œuvre pratique.

A. Autorisations sociales

Une distinction importante doit tout d'abord être faite en ce qui concerne les autorisations nécessaires à la mise en œuvre de l'émission complémentaire.

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-135-1 du Code de commerce, la mise en œuvre d'une option de surallocation suppose une *autorisation expresse* de l'assemblée générale des actionnaires, qui, en cas de délégation au conseil d'administration, devra faire l'objet d'une résolution distincte. L'exercice de l'option relève ensuite de la décision de l'organe de direction compétent qui statue à l'issue de la période de souscription.

Il nous semble sur ce point que le texte laisse une faculté à l'émetteur de procéder ou non au règlement-livraison des titres résultant de l'émission initiale avant l'émission des titres complémentaires. L'article R. 225-118 précise en effet que l'option doit être exercée dans les « trente jours de la clôture de la souscription ». Aucune obligation ne nous paraît donc peser sur l'organe de direction de l'émetteur de prendre les décisions nécessaires à la constatation d'une première augmentation de capital, puis de lancer une seconde augmentation de capital distincte aux mêmes conditions. La souplesse introduite par le texte devrait permettre, contrairement à la pratique antérieure, de considérer que l'émission résultant de l'option de surallocation est l'accessoire d'une émission principale²⁶ de sorte qu'il pourrait n'y avoir qu'un seul règlement-livraison et une seule décision de constatation. À l'inverse, en ce qui concerne la mise en œuvre d'une clause d'extension, celle-ci échappant aux dispositions de l'article L. 225-135-1 du Code de commerce, aucune autorisation spécifique de l'assemblée générale des actionnaires n'est requise. La mise en œuvre de l'extension résulte ainsi uniquement d'une concertation entre le syndicat bancaire et l'émetteur en cas de demande importante des investisseurs dans le cadre de la construction du livre d'ordres en cas d'augmentation de capital avec suppression de droit préférentiel de souscription, ou des actionnaires à titre réductible en cas d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.

²⁶ H. Letréguilly, art. préc.

B. Cumul et taille de l'accroissement du volume de titres émis

L'accroissement du volume d'une augmentation de capital n'est possible, comme évoqué précédemment, que dans la limite d'un plafond de 15 % (ou 25 %) pour la clause d'extension et de 15 % pour l'option de surallocation²⁷.

Toutefois, dès 2002, la COB avait précisé que le cumul des deux mécanismes était possible²⁸. La question qui se pose est donc celle du calcul du montant total du volume supplémentaire autorisé puisque l'article L. 225-135-1 prévoit un accroissement par le biais de l'option de surallocation « dans la limite d'une fraction de l'émission initiale ».

En cas de cumul, faut-il considérer que l'usage éventuel d'une clause d'extension préalablement à la fin de la période de souscription est inclus dans « l'émission initiale » ? Il semble que oui puisque la pratique de la clause d'extension a justement pour but de procéder à l'accroissement dans le cadre d'une émission unique²⁹. Cette solution, qui offre une flexibilité particulièrement importante aux émetteurs, a d'ailleurs été validée par l'AMF³⁰.

En tout état de cause, un tel cumul, qu'il soit dans une acception large ou plus restreinte, ne sera possible que dans la mesure où le plafond maximum d'augmentation de capital fixé par l'assemblée générale des actionnaires est respecté. En ce qui concerne les options de surallocation, ce nécessaire respect ne fait aucun doute puisque l'article L. 225-135-1 du Code de commerce impose lui-même une décision d'assemblée.

En revanche la question aurait pu se poser pour ce qui est des clauses d'extension qui ne sont qu'une flexibilité supplémentaire accordée par la pratique aux émetteurs sans pour autant que l'assemblée n'ait eu à se prononcer explicitement. Toutefois, cette flexibilité ne saurait jouer au détriment de la protection des

²⁷ On relèvera que le règlement européen n° 2273/2003 précise en son article 11 qu'une « position résultant d'un recours à la facilité de surallocation par une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit qui n'est pas couverte par une option de couverture correspondante (*greenshoe option*) ne peut dépasser 5 % de l'offre initiale ». Ceci pourrait conduire à penser qu'en cas spécifique de *greenshoe*, la surallocation totale serait limitée à 20 % de l'offre initiale, sous peine de ne plus bénéficier de la présomption irréfutable de légitimité et non aux 15 % prévus par l'article L. 225-135-1 du Code de commerce. V. en ce sens, R. Elineau, JCI. Introduction en bourse de titres de capital, fasc. n° 1620, § 170.

²⁸ Bull. COB n° 370, juill.-août 2002, préc. V. à titre d'exemple, AMF visa n° 07-102, 26 mars 2007, Metabolic Explorer – AMF visa n° 11-130, 26 avr. 2011, groupe Concoursmania.com – AMF visa n° 15-0184, 11 mai 2015, Avanquest.

²⁹ À titre d'exemple, dans le cadre d'une augmentation de capital de 100 actions, l'usage maximal de la clause d'extension ferait s'élever l'émission initiale à 115 actions. Dans une acception large, l'exercice ultérieur d'une option de surallocation conduirait donc à l'émission de 132,25 actions en cas de cumul et non de 130 actions.

³⁰ AMF visa n° 11-130, 26 avr. 2011, groupe Concoursmania.com – AMF visa n° 15-114, 27 mars 2015, Sensorion – AMF visa n° 15-033, 23 janv. 2015, Tronics Microsystems.

actionnaires. Si ceux-ci ont pu accepter de voter une délégation au conseil d'administration pour la mise en place d'une augmentation de capital avec une dilution maximale connue, ils ne sauraient faire l'objet d'une dilution supplémentaire du simple fait d'une pratique de place.

C'est donc une double limite qu'il faut respecter dans le cas de l'accroissement du volume d'une augmentation de capital : celle relative au(x) mécanisme(s) mis en œuvre et celle du plafond de titres à émettre décidé par l'assemblée générale des actionnaires.

C. Allocation et bénéficiaires

Les règles d'allocation des titres issus de l'usage de la clause d'extension et de l'option de surallocation varient également en fonction du type d'émission.

En cas d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, l'allocation des titres résultant de l'émission complémentaire ne soulève pas de difficultés et sera déterminée par les banques en accord avec l'émetteur. Les titres pourront ainsi être attribués au syndicat bancaire en présence d'une *greenshoe*, ou à certains actionnaires ou investisseurs déterminés en cas de clause d'extension ou d'autres formes d'option de surallocation.

Les allocations, en cas d'accroissement du volume des augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, ont, pour leur part, fait l'objet d'une position de l'AMF n° 2011-12 du 29 juillet 2011 par laquelle elle estime que « dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du DPS, le recours à la clause d'extension qui permet d'augmenter jusqu'à 15 % la taille de l'émission initialement prévue en vue de satisfaire la demande excédentaire du marché, ne peut être utilisée que pour souscrire les demandes de souscription à titre réductible effectuées par les actionnaires et/ou les cessionnaires de DPS ».

Cette position abondamment commentée³¹ participe à la confusion des notions puisqu'elle s'appuie sur la référence à l'article L. 225-135-1 du Code de commerce alors même qu'elle vise l'usage de « clauses d'extension ».

Cette position illustre toutefois une volonté de l'AMF de protéger les actionnaires contre un risque de dilution trop important. En cas d'émission avec maintien de droit préférentiel de souscription, il peut ainsi sem-

bler logique de vouloir servir par priorité des actionnaires ayant formulé une demande à titre réductible plutôt que le public. Pour autant, la position apparaît extrêmement rigide puisqu'elle conduit à écarter le public alors même que les souscriptions à titre irréductible et réductible seraient supérieures au montant de l'émission initiale, mais insuffisantes pour atteindre l'intégralité de l'émission complémentaire.

En tout état de cause, en matière d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, il semble qu'il faille distinguer entre clause d'extension et option de surallocation.

L'usage d'une clause d'extension intervenant, par nature, avant la clôture de la période de souscription, seuls des actionnaires ou des cessionnaires de droits préférentiels de souscription pourront formuler des demandes excédentaires à titre réductible³². En pareil cas, le Code de commerce fixe en son article L. 225-133 le principe selon lequel les actions restant disponibles après exercice des droits de souscription à titre irréductible sont réparties entre les souscripteurs à titre réductible proportionnellement aux droits de souscription dont ils disposent et dans la limite de leurs demandes. Si ces dispositions s'appliquent en principe aux demandes en deçà de 100 % de souscription, aucun motif ne semble justifier qu'il en aille autrement pour la répartition des titres servis à titre réductible dans le cadre d'une clause d'extension. La banque et l'émetteur n'auront donc aucune décision à prendre en la matière, l'allocation des titres se faisant automatiquement au prorata et dans la limite des demandes.

En revanche, l'exercice d'une option de surallocation sous-tend la clôture de la première émission. De sorte qu'il a pu déjà être constaté que certaines demandes à titre réductible ne pouvaient être servies. L'application des dispositions de l'article L. 225-133 ne s'impose donc plus de sorte que l'organe de direction pourrait déterminer librement les modalités d'allocation des titres issus de l'émission complémentaire³³.

D. Information du marché

On relèvera enfin que les deux mécanismes nécessitent une information du marché précise et complète afin que les actionnaires et les investisseurs soient informés de la dilution totale résultant de l'augmentation de capital envisagée. Toutefois, il est usuel que les émetteurs ne communiquent que sur l'utilisation qui a été faite de la faculté d'extension ou de surallocation dans son ensemble mais pas systématiquement sur le détail exact des souscriptions individuelles des bénéficiaires.

31 V. notamment P.-H. Conac, « Position n° 2011-12 relative à l'usage de la clause d'extension dans les augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription » : Rev. sociétés 2011, p. 592 ; A. Reygobellet, « Le casse-tête de l'augmentation d'augmentation de capital » : RTDF 2011/4, p. 208 ; F. Martin Laprade, « Commentaire raisonné de la position AMF n° 2011-12 relative à l'usage de la clause d'extension dans les augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription » : Option finance 14 janv. 2013, n° 1204, p. 15 ; v. égal. « Augmentation de capital avec maintien du DPS, mise en œuvre d'une clause d'extension ou de surallocation (rallonge) » : CJ ANSA n° 12-023, 7 mars 2012.

32 Pour autant que cette faculté soit prévue expressément par l'assemblée générale des actionnaires (C. com., art. L. 225-133).

33 C'est sans doute dans ce cadre que doit s'apprécier la position de l'AMF précitée de servir par priorité des actionnaires ayant formulé une demande à titre réductible plutôt que le public.

Antoine GAUDEMET

Agrégé des facultés de droit

Professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

L'encadrement des infrastructures de marché

112w7

En quelques années, l'encadrement des infrastructures de marché est devenu la préoccupation centrale du droit des marchés financiers. Il doit parvenir à réaliser un difficile équilibre entre l'efficacité et la robustesse des infrastructures de marché, dont l'usage se généralise. Cette évolution est le signe d'une mutation sans précédent du système financier.

Depuis plusieurs années déjà, on se représente l'activité financière en « système ».

Notamment parce que cette activité s'accomplit de plus en plus sur des « infrastructures ».

Des infrastructures que l'on définit généralement par leur fonction, laquelle peut être :

- de paiement : ce sont les « systèmes de paiement », qui permettent d'échanger des sommes d'argent entre leurs participants, comme le système « Target 2 » dans la zone euro ;

- de règlement de titres : ce sont les « systèmes de règlement-livraison », qui permettent d'échanger des titres entre leurs participants, comme le système « ESES » pour les titres négociés sur Euronext ;

- de compensation : ce sont les « chambres de compensation », qui permettent d'interposer une contrepartie centrale dans l'exécution des contrats financiers, comme « LCH.Clearnet SA » pour les contrats dérivés négociés sur Euronext ;

- d'enregistrement : ce sont les « dépositaires centraux », qui permettent de garantir que le nombre de titres en circulation est égal au nombre de titres émis, comme « Euroclear » en France, et, désormais, les « référentiels centraux », qui permettent d'enregistrer les transactions financières intervenues à des fins de supervision.

Ces infrastructures se composent essentiellement d'un système informatique et d'un corps de règles et de procédures applicables à leurs participants.

Elles ont en commun d'offrir à leurs participants un système centralisé qui leur permet de procéder – entre eux ou avec une contrepartie centrale – au paiement de sommes d'argent, au règlement de titres, à la compensation de contrats financiers ou à l'enregistrement de transactions financières.

Cette centralisation est recherchée pour ses avantages :

- elle réduit les coûts, en permettant d'organiser une « compensation multilatérale » des engagements des participants ;

- elle réduit les risques, en permettant à la contrepartie centrale de sélectionner les participants et d'exiger d'eux la constitution de garanties adaptées ;

- elle accroît la transparence, en permettant à la contrepartie centrale d'avoir connaissance des engagements des participants et de transmettre cette connaissance aux autorités de régulation à des fins de supervision.

En un mot, les infrastructures sont un instrument essentiel de stabilité financière.

C'est d'ailleurs ce qui a conduit à étendre leur emprise aux contrats dérivés négociés de gré à gré, en imposant la compensation de ces contrats par une contrepartie centrale et leur enregistrement par un référentiel central.

Mais cette centralisation est aussi une source de plus en plus évidente de risque :

- elle accroît les interdépendances entre les participants et à l'égard des infrastructures ;

- elle concentre les risques sur les infrastructures, qui deviennent des foyers et des canaux de risque de système.

Cela, d'autant plus que les infrastructures se caractérisent par une diversité d'organisation et de conception d'une juridiction à une autre :

- elles peuvent avoir la forme de société commerciale, d'établissement bancaire ou de regroupement d'établissements bancaires ;

- elles peuvent appartenir au secteur privé ou au secteur public ;

- elles peuvent être soumises ou non à un agrément et régulées de manière différente ;

- même lorsqu'elles exercent la même fonction, cette fonction peut être conçue de manière différente : les systèmes de paiement peuvent opérer en règlement brut en temps réel ou en règlement net différé ; les systèmes de règlement-livraison peuvent échanger les titres franco de paiement ou contre paiement, de manière révocable ou irrévocable ; les chambres de

NDA : La forme orale de l'intervention a été conservée.

NDLR : Cet article est issu du cycle de conférences portant sur « Les réformes de la régulation financière dans l'UE », organisé par le Centre d'études juridiques européennes et comparées (CEJEC) de l'université de Paris Ouest Nanterre La Défense, tout au long de l'année 2015.

compensation peuvent accepter ou non certaines catégories d'actifs en garantie, permettre ou non la réutilisation de ces actifs ; les dépositaires centraux peuvent détenir les titres sous forme physique ou dématérialisée, opérer dans un système de détention directe ou indirecte.

Cette diversité ajoute au risque.

Pour y remédier, il faut identifier des principes communs applicables aux infrastructures dans toutes les juridictions.

Des principes communs qui assurent à la fois l'efficacité et la robustesse des infrastructures :

- l'efficacité des infrastructures, c'est-à-dire leur aptitude à produire les avantages que l'on en attend : réduction des coûts, réduction des risques et accroissement de la transparence ;
- la robustesse des infrastructures, c'est-à-dire leur aptitude à résister à des situations exceptionnelles de marché, à des situations de « stress ».

C'est à quoi s'emploient, depuis plusieurs années déjà, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

Ces comités ont publié des principes et des recommandations, successivement sur les systèmes de paiement, les systèmes de règlement de titres et les contreparties centrales.

Des principes et des recommandations qui ont globalement démontré leur efficacité lors de la crise financière de 2008 puisque, à cette occasion :

- aucune infrastructure n'a été défaillante ;
- au contraire, toutes les infrastructures sont parvenues à absorber les perturbations, liées en particulier à la faillite de Lehman Brothers, et ont contribué par leur « résilience » à restaurer la confiance dans le système financier ;
- tandis que le marché des dérivés négociés de gré à gré, pour lequel il n'existait pas d'infrastructures, s'est révélé le plus vulnérable.

Néanmoins, il fallait se garder d'un excès de confiance :

- la crise a révélé certains problèmes particuliers liés, notamment, à la gestion du risque de liquidité, à la rareté des garanties de qualité et à la procyclicité inhérente au fonctionnement de certaines infrastructures ;
- le soutien du secteur public aux établissements financiers a pu contribuer également à la résilience des infrastructures ;
- l'utilisation des infrastructures a été étendue depuis aux dérivés négociés de gré à gré, dans le cadre de la mise en œuvre du *Dodd-Frank Act* et du règlement *EMIR*.

C'est pourquoi le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements interna-

tionaux et le Comité technique de l'OICV ont décidé de revoir et d'actualiser l'ensemble des principes et recommandations applicables aux infrastructures.

Ils ont publié, en 2012, des « Principes pour les infrastructures de marchés financiers ».

La plupart de ces principes concernent tous les types d'infrastructures :

- toutes les infrastructures doivent avoir une base juridique valide, une gouvernance adaptée et un cadre solide de gestion des risques ;
- ce cadre de gestion est renforcé s'agissant du risque de crédit, du risque de liquidité et du risque d'activité ;
- les infrastructures doivent être en mesure de gérer leur exposition au risque de crédit sur leurs participants ou les affiliés de ceux-ci : ce qui leur impose de disposer des ressources nécessaires pour faire face au défaut de deux participants ou de leurs affiliés, de n'accepter que certains actifs en garantie, avec des décotes et des limites de concentration, et de disposer d'un système d'appel de marges régulier ;
- semblablement, toutes les infrastructures doivent être en mesure de gérer leur exposition au risque de liquidité : ce qui leur impose, cette fois, de disposer des ressources nécessaires dans les devises concernées pour honorer leurs obligations de paiement intrajournalières, journalières et au-delà, en cas de défaut de deux participants ou de leurs affiliés ;
- enfin, toutes les infrastructures doivent être en mesure de gérer leur exposition au risque d'activité, c'est-à-dire disposer de suffisamment d'actifs nets liquides disponibles pour couvrir leurs pertes d'activité et assurer la continuité de leurs services.

D'autres principes concernent certains types d'infrastructures :

- les systèmes de paiement et de règlement de titres doivent assurer un paiement ou un règlement définitif au plus tard en date de valeur ;
- les dépositaires centraux doivent assurer l'intégrité des émissions de titres ;
- les chambres de compensation doivent assurer la ségrégation et la portabilité des positions ouvertes par leurs participants et des garanties qui leur sont attachées.

Ces principes, aussi nécessaires soient-ils, ont cependant des limites.

Trois limites.

D'abord, ils fixent uniquement des objectifs à atteindre, et non les moyens d'atteindre ces objectifs.

Ce qui autorise des différences de mise en œuvre entre les juridictions et crée des possibilités d'arbitrage réglementaire.

En particulier :

- si une juridiction ne soumet pas certaines catégories de dérivés négociés de gré à gré à une obligation de compensation par contrepartie centrale, les opérateurs pourront être incités à conclure ces dérivés dans cette juridiction plutôt que dans une autre plus stricte ;

- de même, si une juridiction accepte certaines catégories d'actifs en garantie et permet la réutilisation de ces actifs, les opérateurs pourront être incités à compenser leurs contrats financiers dans cette juridiction plutôt que dans une autre plus stricte.

Le risque s'est concrétisé, au sujet des contrats d'option sur actions, dans la mise en œuvre du *Dodd-Frank Act* et du règlement *EMIR*.

Ensuite, ces principes doivent s'inscrire dans un cadre de régulation efficace.

Pour cette raison, ils sont suivis d'un certain nombre de « responsabilités », qui incombent aux autorités nationales et internationales de régulation.

Les autorités de régulation doivent assurer une régulation, un contrôle et une surveillance efficaces des infrastructures qui se situent dans leur juridiction et disposer des pouvoirs et des ressources nécessaires à cet effet.

L'une de ces responsabilités est particulièrement importante et, en même temps, particulièrement délicate : c'est celle qui enjoint aux autorités de régulation de coopérer et de se coordonner, afin d'éviter que les infrastructures soient soumises à des cumuls, voire à des conflits, de règles différentes qui diminuent leur efficacité.

Cette responsabilité invite les autorités de régulation à reconnaître l'équivalence des législations étrangères, en s'accordant mutuellement confiance : c'est la « *substituted compliance* ».

Mais cette invitation à la « *substituted compliance* » est plus ou moins bien reçue selon les juridictions.

En particulier, le règlement *EMIR* permet de reconnaître l'équivalence des « *Derivatives Clearing Organizations* » enregistrées aux États-Unis dans l'Union européenne, tandis que le *Dodd-Frank Act* exige des contreparties centrales agréées dans l'UE qu'elles s'enregistrent également aux États-Unis en qualité de « *Derivatives Clearing Organizations* ».

Enfin, les principes du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et du Comité technique de l'OICV visent uniquement à assurer le fonctionnement régulier des infrastructures en temps normal et en période de « stress » sur les marchés.

Dans certaines situations de marché exceptionnelles, il se peut également qu'une infrastructure ne soit plus en mesure de poursuivre son exploitation ou devienne insolvable : le risque que sa défaillance se commu-

nique aux autres infrastructures et à leurs participants, partant au système financier tout entier, est alors particulièrement élevé.

Pour l'éviter, il est nécessaire de compléter les principes applicables aux infrastructures par un cadre de résolution qui permette le redressement de l'infrastructure défaillante, de manière à assurer la continuité de ses services essentiels, ou, à défaut, la cessation ordonnée des activités de l'infrastructure défaillante, en transférant ses services essentiels à une autre infrastructure ; le tout, en sollicitant les finances publiques le moins possible.

Ce cadre de résolution a été défini par le Conseil de stabilité financière et complété par un rapport du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et du Comité technique de l'OICV.

Il repose sur l'adoption par les infrastructures de « plans de résolution », de manière à anticiper l'éventualité de leur défaillance, et sur l'attribution aux autorités de régulation de pouvoirs exceptionnels de résolution.

Il a été mis en œuvre, dans l'Union européenne, par une directive et même, sans attendre l'adoption cette directive, par plusieurs États membres, dont la France. Là aussi, cependant, la coordination et la coopération des autorités de régulation sont des questions délicates, surtout pour ce qui concerne l'exercice de leurs pouvoirs de résolution à l'égard des infrastructures de dimension mondiale : systèmes de paiement de gros montant, dépositaires centraux de titres et chambres de compensation pour certaines catégories de contrats financiers.

On a suggéré, à ce propos, la création d'une autorité mondiale de résolution.

Ce qui m'amène enfin à formuler quelques observations conclusives.

Nous assistons, à l'heure actuelle, à un mouvement d'institutionnalisation du système financier, porté par l'informatique, inédit dans l'histoire :

- le système financier a fauté, parce qu'il était en partie invisible et donc incomplètement régulé ;

- il s'agit qu'il soit visible désormais – idéalement que toutes les transactions soient exécutées sur des infrastructures – pour qu'il puisse être complètement régulé.

Sur le plan philosophique, on passe d'une représentation du marché financier dans une autre :

- originairement, le marché financier était conçu uniquement comme le lieu du contrat, de la rencontre d'intérêts antagonistes, indépendamment de toute idée de finalité : c'était le marché selon Hayek, qui produit un ordre « spontané », indépendant de toute considération morale ;

– désormais, le marché financier se voit réassigner une finalité : il doit contribuer au financement de l'économie « réelle » et ne pas la détériorer ; l'objectif d'efficacité des marchés financiers est mis en balance avec l'objectif de stabilité des marchés financiers.

Sur le plan juridique, on passe d'une logique de droit privé dans une logique de droit public.

Le système financier s'institutionnalise.

Il ne tolère plus les échanges de l'ombre, les *dark pools*.

Les transactions financières doivent impérativement être exécutées sur des infrastructures :

– des infrastructures qui doivent impérativement être agréées par les autorités de régulation et qui sont elles-

mêmes investies de prérogatives déléguées de puissance publique pour sélectionner leurs participants et édicter une partie des règles et procédures qu'elles leur appliquent ;

– des infrastructures qui deviennent « essentielles », au sens du droit de la concurrence, et qui doivent, en conséquence, garantir un accès non discriminatoire et une continuité d'exploitation à leurs usagers, comme un service public.

Cette impérativité repose sur un objectif, qui accède désormais au rang de l'ordre public : la stabilité financière.

Arnaud REYGRABELLET

Professeur à l'université Paris Ouest Nanterre La Défense

Les OTF : une réponse pertinente aux failles de MIF I ? ^{112x0}

Afin de juguler certaines faiblesses de la réglementation antérieure, la directive et le règlement du 15 mai 2014, dits MIF 2, ont créé de toutes pièces une nouvelle plateforme de négociation multilatérale : l'OTF pour *Organised trading facility*, ou en français Système organisé de négociation. Cette construction originale participant de la volonté de capter la liquidité qui échappait jusqu'alors aux infrastructures de marché régulées a été toutefois dotée d'un statut ambivalent et, à certains égards, déconcertant. Aussi, paraît-il légitime de se demander si les OTF sont en mesure de répondre aux finalités ambitieuses qui leur ont été assignées.

1. Tout le monde sait, désormais, les insuffisances de la première mouture de la directive « marchés d'instruments financiers »¹.

Un des postulats ayant présidé à la construction de la réforme résidait dans l'idée que la règle de concentration des ordres en un lieu unique – dans les pays où, comme la France, elle était appliquée – positionnait le marché réglementé en monopoleur, lui permettant ainsi de fixer unilatéralement le prix de ses prestations. Parce que le marché réglementé était supposé réaliser des profits supra-concurrentiels, il importait de briser ce monopole en autorisant une libre compétition entre les plateformes de négociation électronique, que celles-ci aient, ou non, la qualité de marché réglementé². Par suite, la mise en concurrence de différents systèmes de négociation devait entraîner mécaniquement une baisse du coût des transactions au bénéfice à la fois des investisseurs et des émetteurs.

2. Certes, les concepteurs de la réforme avaient conscience que la substitution de structures multiples à un « lieu unique » de transactions pouvait laisser craindre une fragmentation de la liquidité et une moindre transparence. Mais, selon eux, cette incidence négative pouvait être aisément jugulée. Il suffisait, avait-on pensé, de mettre en place de strictes exigences d'information, incombant à l'entreprise de marché ou au prestataire qui gère le système multilatéral : information à destination du public sur les

conditions de marché, principalement de formation du prix, avant et après négociation. Quant aux PSI intervenant en qualité d'internalisateurs systématiques, la règle dite de meilleure exécution devait compléter l'arsenal normatif visant à garantir la transparence nécessaire à l'équilibre et l'équité du marché³.

3. Or, très rapidement, à peine le nouveau dispositif était-il mis en place on s'est rendu compte que ce schéma idéal avait quelques insuffisances. Il est intéressant de rappeler que, pour la France, le rapport *Fleuriot* consacré à « la révision de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) » date de février 2010⁴ et que le Groupe de travail de place présidé par Jean-Pierre Pinatton et Olivier Poupert-Lafarge consacré à la révision de la directive *MIF* a été publié en juin 2010⁵.

On hésite, pour décrire ces insuffisances, entre deux métaphores : celle géologique, qui évoquerait des failles ou celle plus domestique qui évoquerait les fuites du système, sans doute mieux appropriée puisqu'une des préoccupations est la liquidité...

4. Sollicitant habilement les dérogations expressément admises à l'obligation de transparence pré-négociation (négociation de blocs d'actions d'une taille significative ou possibilité de faire référence à un prix importé, notamment) des bassins de liquidité opaque sont apparus. *Dark pools*, d'abord mis en place par les *Multilateral trading facilities* (MTF) et les marchés réglementés, puis développés par différents *crossing networks*⁶.

NDLR : Cet article est issu du cycle de conférences portant sur « Les réformes de la régulation financière dans l'UE », organisé par le Centre d'études juridiques européennes et comparées (CEJEC) de l'université de Paris Ouest Nanterre La Défense, tout au long de l'année 2015.

1 Parmi beaucoup d'autres démonstrations, v. T. Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière » : RD bancaire et fin. nov. 2010, étude 35 ; O. Dubut, « Réforme des marchés financiers : le temps presse » : Rev. Banque janv. 2012, p. 76 ; B. Bréhier et F. Mékoui, « La révision de la directive : raisons et orientations » : BJB mars 2012, p. 116, n° 52.

2 A. Reygrabellet, « Transparence et marchés financiers. La situation des systèmes multilatéraux de négociation », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise. Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, dir. V. Magnier, LGDJ, 2010, p. 62.

3 P. Arestan, « L'obligation de meilleure exécution, principale innovation » : Rev. Banque juill. 2006, n° 682, p. 26.

4 P. Fleuriot, Rapport au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers, févr. 2010.

5 J.-P. Pinatton et O. Poupert-Lafarge, *Rapport sur la révision de directive MIF*, 11 juin 2010.

6 Sur ce phénomène, v. notamment B. Bréhier et P. Guérin, « Un peu de lumière sur les Dark Pools » : BJB nov. 2009, p. 456 ; J. Blimbaum, « Les dark pools : entre fantasme et réalité, d'une émergence incontrôlée à un encadrement pragmatique » : RD bancaire et fin. mai 2011, étude 23.

5. Pour quelles conséquences ?

Certes, l'objectif de promouvoir une réelle concurrence entre opérateurs a effectivement été atteint. Les MTF alternatifs ont conquis près de 25 % du marché⁷. La réforme a donc été, de ce point de vue, un succès.

6. Mais le bilan s'avère, à d'autres égards, bien moins positif. Non seulement la mise en concurrence n'aurait apporté aucun gain appréciable en termes de baisse du coût des transactions, mais, plus grave, elle a induit une certaine opacité dans les mécanismes de formation du prix et, plus globalement, le processus de négociations des titres.

S'agissant du coût de la prestation de négociation, il faut sans doute nuancer. En réalité, il semble bien que des baisses de prix aient eu lieu, mais que seuls certains opérateurs sont en mesure d'obtenir des prix plus intéressants. C'est du reste ce qui explique que les opérateurs alternatifs aient réussi à capter une part de marché significative : ils acceptent d'offrir des prix très compétitifs aux utilisateurs les plus généreux en liquidité. Il n'en reste pas moins vrai que la fragmentation de la liquidité, consécutive à la multiplication des marchés, oblige les investisseurs à prendre en compte l'ensemble des écarts de prix observés entre les différents systèmes d'échanges électroniques ; il s'ensuit que les coûts globaux de recherche et d'exécution au meilleur prix ont augmenté⁸.

Quant aux émetteurs, certains d'entre eux ont très rapidement fait observer que la multiplication des plateformes de négociation complique le suivi des mouvements de leurs titres au point de les mettre en difficulté pour respecter leurs obligations d'information à l'égard de l'AMF⁹.

7. La crise venue, il était impératif de remanier le dispositif dans sa globalité pour en renforcer la stabilité, alors même qu'il n'était pas certain que tout risque d'une crise systémique fût écarté.

Dans cette perspective, le législateur communautaire pouvait jouer sur l'un et/ou l'autre des deux piliers sur lesquels reposait la construction : le principe de concurrence, mis en avant en 2004 ; le principe de transparence, principe directeur du droit des marchés financiers.

8. Il était certes possible de renforcer encore les obligations de transparence, singulièrement de la transparence pré-négociation. Ou plutôt, il était possible d'étendre le champ de la transparence pré-négocia-

tion : à tous les lieux d'exécution d'une part ; aux autres instruments financiers que les actions cotées d'autre part. Ce qui a été fait¹⁰.

En revanche, fort opportunément, les dérogations classiques à ces obligations de transparence pré-négociation ont été maintenues et même raffinées puisqu'il s'agit désormais de discriminer entre le régime des actions, pour lesquelles on retrouve les trois exemptions préexistantes (négociation de bloc d'une taille significative, système d'appariement des ordres à prix importés, système enregistrant des transactions négociées¹¹ et le régime singulièrement plus complexe applicable aux obligations et dérivés¹². Le considérant 13 du règlement énonce ainsi « qu'un régime de dérogations aux obligations de transparence pré-négociation est nécessaire pour contribuer au bon fonctionnement des marchés ».

9. Quant au postulat d'une nécessaire compétition entre les divers lieux d'exécution, il était à l'évidence peu envisageable de le remettre frontalement en cause. C'eût été revenir à l'antique obligation de concentration des ordres, que n'ont jamais appliquée certains pays. La Grande-Bretagne notamment. Pour ces pays, depuis toujours, le moteur du marché traditionnellement gouverné par les prix est la concurrence autant que la transparence. Pas de remise en cause, mais une meilleure organisation des conditions de cette concurrence, pour faire en sorte que les différents acteurs, sinon jouent à armes égales, du moins puissent évoluer sur des bases non faussées.

10. C'est dans ce contexte partiellement renouvelé que la directive et le règlement du 15 mai 2014 ont créé de toutes pièces une nouvelle plate-forme de négociation multilatérale : l'OTF pour *Organised trading facility*, ou en français Système organisé de négociation¹³.

La création des OTF participe de l'un et l'autre des axes forts de la réforme, qui viennent d'être schématiquement exposés. L'OTF se présente comme un nouveau compétiteur venant offrir aux investisseurs des solutions alternatives au regard des autres lieux d'exécution existants, que sont les marchés réglementés, les MTF et les internalisateurs systématiques. Mais un compétiteur doté d'un statut rigoureux et soumis à une série de contraintes exigeantes, structurales et fonctionnelles, afin de ne pas fausser le jeu de la concurrence. En particulier, les OTF sont l'un des instruments sur lesquels les auteurs de la réforme s'appuient pour parfaire la transparence. Dit autre-

7 Entretiens de l'AMF, *Quel bilan deux ans après la directive MIF ?*, 16 déc. 2009.

8 F. Anselmi, « Des coûts de transaction chahutés par la MIF – La mise en place de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers a fragmenté les marchés, pas toujours avec les effets espérés » : L'Agefi 27 août 2009.

9 M. Rosemain, « Martin Bouygues étrille la réglementation boursière et appelle à plus de transparence » : Les Echos 17 déc. 2009, p. 28.

10 Pour une approche critique, v. M. Roussille, B. Bréhier, P. Pailler, A.-C. Rouaud et H. Boucheta, « "MIF II" : ce que pourrait coûter une transparence à tout prix. Réflexions sur les enjeux de l'obligation de transparence » : BJB nov. 2012, p. 496, n° 202.

11 Règl. n° 600/2014, art. 4,1

12 Règl. n° 600/2014, art. 9

13 N. Spitz, « MIF II : la recomposition des lieux d'exécution » : RD bancaire et fin. nov. 2014, dossier 60, n° 7.

ment, les OTF sont soumis aux obligations de transparence pré et post-négociation, telles qu'elles ont été redessinées par les textes ; et ce, avec le même niveau d'exigence que celui imposé aux marchés réglementés ou aux MTF.

11. Dès lors, plus de risque de fuite de la liquidité en dehors des plateformes régulées ? Plus d'atteinte au principe de concurrence non faussée ? Il serait bien téméraire de se prononcer à ce stade et tant qu'on n'aura pas vu fonctionner le nouveau dispositif. Surtout pour un universitaire qui n'est que très indirectement confronté à la réalité des pratiques.

On peut toutefois tenter d'examiner si la construction répond aux ambitions affichées par ses promoteurs. Plus précisément, il s'agit de mesurer la pertinence du statut conféré aux OTF au regard du but poursuivi. Ce statut repose sur l'articulation de deux volets complémentaires. A été mise en place d'un côté, une régulation structurelle (I) ; et, d'un autre côté, une régulation fonctionnelle (II).

I. Régulation structurelle

12. Envisagée sous l'angle purement structurel, la définition des OTF est ainsi libellée dans l'article 4, § 1, 23 de la directive : un système organisé de négociation désigne « un système multilatéral, autre qu'un marché réglementé ou un MTF, au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers [...] peuvent interagir d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats ».

À lire le considérant 8 du règlement, on apprend que la nouvelle catégorie a été « définie de manière large, afin de pouvoir englober toutes les formes organisées, existantes ou à venir, d'exécution et de négociation ne correspondant pas aux fonctionnalités ou aux spécifications réglementaires des plateformes existantes »¹⁴. L'approche est donc à la fois très ambitieuse, mais aussi très limitée car la vocation des OTF est conçue, dès le départ, comme résiduelle.

13. Techniquement, le corpus normatif auquel les OTF sont assujettis repose sur deux séries d'exigences : un agrégat de règles encadrant minutieusement la structure originale de cette plateforme (A) ; la qualification de service d'investissement donnée à l'exploitation d'un OTF (B).

A. Une plateforme originale

14. Bien que l'article 4, § 1, 23 ne l'indique pas clairement, la définition qu'il donne doit être lue non seulement en contemplation de celles qui identifient les plateformes multilatérales classiques que sont les mar-

chés réglementés et les MTF ; mais aussi au regard de celles qui caractérisent l'internalisation systématique.

15. Deux originalités apparaissent alors du côté de l'OTF : à la différence des internalisateurs systématiques, il s'agit d'une plateforme multilatérale, mais faiblement multilatérale. À la différence des plateformes classiques, le législateur accepte et même impose que le fonctionnement de l'OTF puisse, sous certaines conditions, procéder d'une décision discrétionnaire de l'opérateur.

1. Une plateforme faiblement multilatérale

16. L'OTF n'est pas internalisateur systématique car il est conçu comme une plateforme multilatérale. Pour conforter cette dimension, la directive dispose que les « États membres exigent [...] des OTF qu'ils aient au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix » (art. 18, § 7).

Il est logique que ce seuil ait été imposé car, en deçà, on basculerait dans un marché qui ressemblerait fort à des transactions sur une base bilatérale qui sont l'apanage des internalisateurs systématiques. Néanmoins, le seuil retenu apparaît dérisoirement bas. On en comprend la raison puisque l'ambition est de faire endosser le statut d'OTF aux *crossing networks* et donc de réguler leur activité. Ce qui est plus troublant est que le même seuil est exigé par le même texte à l'endroit des MTF.

17. Voilà un premier élément qui invite à douter, peut-être, de la spécificité, donc de l'utilité des OTF. En revanche, cette spécificité semble évidente lorsque l'on considère que les OTF peuvent et même doivent fonctionner sur un mode partiellement discrétionnaire.

2. Une plateforme fonctionnant avec une certaine discrétion

18. Une des originalités remarquables des OTF tient ainsi au fait qu'il n'est pas exigé que les règles de la plateforme soient non discrétionnaires¹⁵. Mieux même, il est prescrit que « les États membres exigent que l'exécution des ordres sur un OTF s'effectue dans un cadre discrétionnaire »¹⁶. On se rappelle qu'à l'inverse les MTF et plus encore les marchés réglementés¹⁷ sont tenus d'assurer la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs « selon des règles non discrétionnaires ».

19. Il faut toutefois préciser la portée de la discrétion dont dispose l'opérateur de l'OTF.

¹⁵ Dir. n° 2014/65/UE, art. 4, § 1, 23

¹⁶ Dir. n° 2014/65/UE, art. 20, § 6

¹⁷ Dir. n° 2014/65/UE, art. 4, § 1, 21 et 22

¹⁴ Règl. PE et Cons. UE n° 600/2014, consid. 8.

De fait, si l'opérateur d'un OTF se voit reconnaître une discrétion dans l'exécution des ordres, la latitude dont l'opérateur dispose doit être doublement nuancée.

20. D'abord, l'article 20, § 6 de la directive encadre assez strictement les possibilités d'exécution discrétionnaire des ordres. En effet, ce pouvoir discrétionnaire ne peut être exercé que dans deux hypothèses : soit lorsque l'opérateur décide de placer ou de retirer un ordre sur l'OTF ; soit lorsqu'il décide de ne pas apparier un ordre spécifique d'un client avec d'autres ordres disponibles dans les systèmes à un moment donné. Encore faut-il que cette démarche soit conforme à des instructions précises reçues d'un client et qu'elle respecte l'obligation de meilleure exécution. Il en va de même dans le cas d'un système qui confronte les ordres de clients : l'opérateur peut décider « si, quand et combien d'ordres il souhaite confronter au sein du système ».

21. Ensuite, s'il existe un certain pouvoir discrétionnaire pour ce qui relève de l'exécution des ordres, l'accès au système doit se faire selon des « règles transparentes et non discriminatoires, sur la base de critères objectifs »¹⁸. Pas de discrétion donc s'agissant de l'accès au système.

22. Au résultat, il apparaît là encore que la spécificité des OTF est moins grande qu'on pouvait le penser initialement. En effet, s'agissant des conditions d'accès à la plateforme, le législateur leur a, ni plus ni moins étendu une contrainte qui valait, et vaut toujours, pour les MTF.

Autre parenté, voulue bien sûr, avec les MTF : le recours à la qualification de service d'investissement, certes un service atypique, et les incidences subséquentes qui s'y attachent.

B. Un service d'investissement atypique

23. Selon une démarche classique en matière financière, dès lors qu'il s'agit de mettre en place un encadrement strict autour d'une activité, la gestion des OTF est érigée en service d'investissement. À côté de l'exploitation d'un MTF, l'exploitation d'un OTF vient prendre place parmi la liste des activités ressortissant à la qualification de services d'investissement¹⁹. En conséquence, l'opérateur de l'OTF devra solliciter un agrément spécifique, sauf s'il exploite par ailleurs un marché réglementé²⁰. Mais cet agrément sera délivré du bout des lèvres et sous réserve que l'autonomie de l'OTF soit scrupuleusement respectée

1. Agrément à contrecœur

24. Un des paradoxes les plus frappants de la construction est que le législateur tout à la fois incite les anciens *crossing networks* à endosser le statut d'OTF, mais consent comme à regret à leur délivrer un agrément. On a déjà indiqué que la définition de l'OTF a été conçue pour réserver cette qualification à des hypothèses résiduelles. Cette défiance, un peu étonnante, se manifeste plus nettement encore dans le texte qui explicite la demande d'agrément. L'article 20, § 7, de la directive n° 2014/65/UE indique que, à cette occasion, l'autorité compétente peut exiger, de l'opérateur de marché sollicitant l'agrément, « une explication détaillée indiquant pourquoi le système ne correspond pas à un marché réglementé, un MTF ou un internalisateur systématique et ne peut fonctionner selon l'un de ces modèles ».

Il est pour le moins paradoxal d'avoir créé une qualification nouvelle avec la volonté de s'en servir le moins possible, voire, dans l'idéal, jamais. D'autant plus paradoxal que l'ambition est de donner un statut aux *crossing networks* et d'en faire des compétiteurs loyaux, ne disposant pas d'un avantage concurrentiel du fait qu'ils échapperaient à toute réglementation.

25. Il y a là sans doute une hiérarchie qui s'esquisse entre les lieux de transaction²¹, mais dont la cohérence n'est pas totale.

On croit comprendre du considérant 6 du règlement n° 600/2014 que se trouvent élevées au sommet de la pyramide les plateformes organisées (« il importe de veiller à ce que les négociations d'instruments financiers se fassent, autant que possible, sur des plateformes organisées et que celles-ci soient convenablement réglementées ») ; ce qui devrait placer au bas de l'échelle les internalisateurs systématiques.

Or, l'article 20, § 7, de la directive n° 2014/65/UE invite à raisonner autrement et à mettre sur la dernière marche les OTF.

2. Autonomie impérative de l'OTF

26. Nouvelle preuve de la méfiance extrême à l'égard des OTF : le législateur a souhaité assurer l'autonomie totale d'un OTF en tant que plateforme multilatérale soumise à un statut spécifique. L'intention n'encourt évidemment pas la critique sur le principe ; mais la mise en œuvre du principe s'avère par trop radicale.

27. Deux séries de règles sont ici à examiner.

D'une part, la directive n° 2014/65/UE s'attache à faire en sorte qu'il n'y ait aucune interaction possible des ordres sur un OTF et des ordres ou des prix sur un internalisateur systématique. D'autre part, il est prescrit qu'aucune interaction ne soit permise entre

¹⁸ Dir. n° 2014/65/UE, art. 18, § 3.

¹⁹ Dir. n° 2014/65/UE, Annexe I, section A, 9°.

²⁰ Dir. n° 2014/65/UE, consid. 121.

²¹ En ce sens, A.-C. Muller, préc.

les ordres exécutés sur différents OTF. À cette fin, l'article 20, § 4 dispose qu'un OTF ne peut être lié ni à un internalisateur systématique ni à un autre OTF. Ces exigences sont légitimes. Il s'agit d'éviter que les opérateurs transgressent les règles posées ; ce qui aurait été assez simple s'il avait été possible de s'appuyer sur le statut des internalisateurs systématiques pour contourner le statut gouvernant les OTF ; ou, symétriquement.

28. Ceci étant, le souci de veiller à l'autonomie de l'OTF a été au-delà. Le même article 20, § 4, interdit radicalement que la même entité juridique exploite un OTF et un internalisateur systématique. La crainte est celle de voir apparaître de possibles conflits d'intérêts qui pourraient porter préjudice aux investisseurs. Mais comme un spécialiste de la matière l'a justement remarqué²², cette interdiction sans nuance est contestable. De fait, il existe de nombreuses situations dans lesquelles aucun conflit d'intérêts ne sera à redouter alors pourtant que la même personne morale serait gestionnaire des deux systèmes. Tel est le cas lorsque les clients de l'OTF et les clients de l'internalisateur systématique sont différents (par exemple clients professionnels, d'une part, et clients non professionnels, d'autre part) ou encore si les instruments négociés sur chacun des lieux de négociation sont différents (par exemple obligations pour l'OTF et actions pour l'internalisateur systématique). On peut donc rejoindre la conclusion de cet auteur lorsqu'il considère qu'il aurait été plus pertinent d'assortir l'interdiction de dérogations. En particulier, il devrait en aller ainsi lorsque les clients d'une même entité juridique ou les instruments financiers qui y sont traités diffèrent substantiellement.

29. La conséquence de la règle mal calibrée est claire : les établissements concernés seront contraints de créer des filiales dédiées même dans des situations dans lesquelles il n'y a aucun conflit d'intérêts. Ce qui pourrait constituer un obstacle non secondaire dans la décision de mettre en place un OTF... Mais peut-être est-ce là le secret dessein des rédacteurs de la directive ?

Si donc, d'un point de vue structurel, l'architecture des OTF n'est pas entièrement convaincante, qu'en est-il de la dimension fonctionnelle ?

II. Régulation fonctionnelle

30. Relativement à l'activité des plateformes, la réglementation mise en place combine deux idées centrales. D'abord, le champ de compétence des OTF a été assez strictement circonscrit (A). Ensuite, le législateur a fait en sorte que le fonctionnement de l'OTF ne fasse apparaître aucun conflit d'intérêts entre l'opé-

rateur et ses clients ; en foi de quoi, une stricte neutralité est exigée de cet opérateur (B).

A. Champ de compétence limité

31. L'idée de départ, qui était celle de la Commission lorsque fut présenté le premier projet de directive, était très claire : il s'agissait de réguler les systèmes d'appariement interne aux banques, mais aussi, dans le même temps, d'organiser les échanges de produits dérivés OTC. À l'origine donc, les OTF devaient être en mesure de traiter, dans un cadre régulé, les actions et instruments assimilés²³.

Au cours des multiples discussions auxquelles le projet a donné lieu, le champ de compétence des OTF a été progressivement restreint pour n'englober « plus que » les obligations, les produits dérivés, les quotas d'émission et les produits structurés²⁴. Certes, il serait très exagéré de prétendre que le domaine dévolu aux OTF est par trop étroit pour permettre de dégager une rentabilité suffisante car, même ainsi cantonné, ce domaine demeure particulièrement vaste au regard tant des instruments qui peuvent y être traités que de la nature des opérations qui peuvent s'y nouer.

Ceci étant, nonobstant le large spectre d'activités potentiellement ouvert aux OTF, il n'est pas interdit d'être peu convaincu par l'exclusion des actions et instruments assimilés.

32. Un tel rétrécissement du champ de compétence a été justifié, lors des travaux parlementaires, au regard des spécificités, pourtant très relatives, des OTF. Ont été particulièrement mises en avant : la discrétion dont dispose l'opérateur ; la possibilité (restreinte) qui lui est reconnue d'utiliser son compte propre ; les dérogations potentielles à la transparence pré-négociation. Certains parlementaires et surtout le Conseil ont ainsi pensé que ces caractéristiques n'offraient pas des conditions de protection des investisseurs et de transparence comparables à celles des marchés réglementés et des MTF²⁵.

33. Or, à la réflexion, aucun des arguments invoqués ne paraît vraiment convaincant.

Il n'y a en effet aucune différence de régime entre les OTF et les MTF s'agissant des obligations de transparence pré-négociation. Mieux même, en ce domaine, le critère de différenciation des règles à suivre n'est pas lié au type de plateforme concernée car les règles posées,

22 H. Boucheta, « MIF II : les nouvelles bases de la réglementation financière » : BJB nov. 2014, p. 545 et s., n° 111v3, spéc. n° 32.

23 P. Pailler, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) » : RD bancaire et fin. mars 2012, étude 4, spéc. n° 23.

24 Alors que, le Conseil avait décidé d'ouvrir ces lieux de négociation à tous les produits financiers, y compris les actions, c'est le Parlement européen qui a jugé bon d'exclure ces dernières.

25 Parlement européen, Rapport sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (refonte), 5 oct. 2012, PE 485.882v02-00.

en particulier à l'article 8 du règlement n° 600/2014, sont édictées à l'attention des « opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation ». En ce compris, donc, les opérateurs d'OTF. En réalité, les règles gouvernant la transparence pré-négociation invitent à distinguer en fonction, non pas tant du lieu d'exécution, mais du type d'instruments financiers, puisqu'elles articulent deux régimes distincts pour les actions, d'un côté, « les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés » d'un autre côté. En d'autres termes, les règles sont globalement identiques que la plateforme ait la nature de marché réglementé, de MTF ou d'OTF. Ce sont les internalisateurs systématiques qui font l'objet de dispositions partiellement spécifiques²⁶.

34. Quant aux dérogations à l'obligation de transparence pré-négociation, singulièrement pour illiquidité du marché, elles valent aussi pour tous les lieux de négociation, y compris d'ailleurs pour les internalisateurs systématiques²⁷.

Ajoutons au surplus, même si cet aspect est un peu latéral mais participe à l'évidence de la sécurité des investisseurs que la directive n° 2014/57/UE et le règlement n° 596/2014/UE du 16 avril 2014, sur les abus de marché, entend saisir également les abus de marché relatifs aux instruments financiers négociés sur un système multilatéral de négociation (MTF) ou sur un système organisé de négociation (OTF).

35. En conséquence, la question essentielle de la fragmentation de la liquidité sur le marché des actions n'a pu être réglée par la création des OTF. Elle est appréhendée par d'autres règles, en particulier par la mise en place d'une forme atténuée de l'obligation de concentration des négociations²⁸, qui s'applique à l'égard des actions admises aux négociations sur un marché réglementé ou négociées sur une plateforme de négociation. Le règlement n° 600/2014 énonce, à l'article 23, § 1 que les entreprises d'investissement doivent « veiller à ce que les négociations sur de telles actions « se déroulent sur un marché réglementé, dans le cadre d'un MTF d'un internalisateur systématique ou sur la plateforme de négociation d'un pays tiers jugée équivalente ».

Point de mention donc des OTF puisque leur compétence est exclue pour les actions et instruments assimilés. Mais on comprend d'autant moins l'exclusion des OTF, s'agissant de cette obligation de localisation des négociations, si on considère leur nature avérée

de plateformes multilatérales, et surtout lorsqu'on constate que les internalisateurs systématiques, eux, sont directement impliqués dans la mise en œuvre de l'obligation de négociation incombant aux entreprises d'investissement.

36. En revanche, pour les dérivés²⁹, les OTF font partie des lieux sur lesquels l'exécution des transactions est possible au titre de l'obligation de négociation. Cette obligation de négociation s'applique aux contreparties financières et à certaines contreparties non financières, qui concluent des transactions portant sur certains instruments dérivés³⁰. Il est enjoint à ces contreparties de conclure ces transactions uniquement sur des marchés réglementés, des MTF, des OTF ou des plateformes de négociation de pays tiers assimilées. L'exclusion vise donc ici les internalisateurs systématiques ; règle en quelque sorte symétrique de celle énoncée pour l'obligation de négociation, écartant la possibilité de faire appel à un OTF.

Dans les deux situations, on a quelque difficulté à saisir la logique des exclusions. Pour s'en tenir à celle des OTF, la perplexité est d'autant plus grande qu'ils sont assujettis à un réquisit de neutralité dont la teneur est étroitement alignée sur les obligations incombant aux SMN, sous réserve certes de quelques assouplissements importants.

B. Le principe de neutralité

37. Point d'ancrage du principe de neutralité, la disposition énonçant que les opérateurs des OTF ne peuvent utiliser leurs « propres capitaux » pour exécuter les ordres de leurs clients³¹. On retrouve là une exigence fondamentale, qui gouverne aussi le fonctionnement des marchés réglementés et des MTF. Elle ne saurait donc être contestée.

38. En revanche a été finalement autorisée sur un OTF, non sans discussion, la « négociation par apparierement avec interposition du compte propre »³², façon de faire qui est strictement prohibée pour un MTF³³. Non sans discussion car certains praticiens jugeaient qu'il y a là, en réalité, du *trading* pour compte propre déguisé³⁴.

De quoi s'agit-il ? On vise là une transaction dans le cadre de laquelle l'opérateur, devenu « facilitateur », agit en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur participant à la transaction de telle sorte que, pour cet opérateur, il n'y ait aucune exposition au risque de marché pendant toute la durée de l'exécution.

26 Règl. n° 600/2014, art. 14, § 1, pour les actions et instruments financiers assimilés ; art. 18, pour les autres instruments financiers.

27 Règl. n° 600/2014, art. 14, 1, al. 2.

28 En ce sens, A.-C. Muller, « Marchés d'instruments financiers » : RD bancaire et fin. sept. 2014, comm. 187. V. aussi, T. Granier, « Le retour en grâce du modèle que constitue le "marché réglementé" ? » : BJB déc. 2012, p. 550, n° 235.

29 Règl. n° 600/2014, art. 28, § 1.

30 Il incombe à l'ESMA de déterminer la catégorie de dérivés concernés (Règl. n° 600/2014, art. 32).

31 Dir. n° 2014/65/UE, art. 20, § 1.

32 Dir. 2014/65/UE, art. 20, § 2, al. 1^{er}.

33 Dir. n° 2014/65/UE, art. 19, § 5.

34 S. Poullennec, « Les négociations sur MIF 2 entrent dans leur dernière ligne droite » : L'Agefi 18 juin 2013.

tion de la transaction. Il importe aussi que la transaction soit conclue à un prix grâce auquel le facilitateur n'enregistre ni perte ni gain, abstraction faite d'une commission, d'honoraires ou de dédommagements divulgués au préalable³⁵.

L'opérateur n'est pas exposé au risque de marché. Néanmoins, il engage ses capitaux pour faciliter l'exécution d'opérations initiées par ses clients. Dès lors si cette possibilité n'entre pas frontalement en opposition avec le principe de l'interdiction de la négociation pour compte propre, elle vient en affaiblir la force en exposant l'opérateur à un risque commercial.

39. C'est pourquoi plusieurs exigences supplémentaires ont été énoncées.

Cette façon de faire n'est autorisée qu'à la double condition que les clients concernés aient donné leur consentement et que les instruments concernés entrent dans le champ de la régulation applicable aux OTF, c'est-à-dire qu'il s'agisse d'obligations, de produits financiers structurés, des quotas d'émissions ou de certains dérivés. S'agissant des dérivés en effet, ne peuvent faire l'objet d'une telle négociation par appariement les dérivés soumis à l'obligation de compensation incluse dans EMIR³⁶. La négociation par appariement avec interposition du compte propre est donc admise sur des obligations, des produits financiers structurés, des quotas d'émissions ou certains instruments dérivés, qui n'ont pas à être compensés.

40. Néanmoins, deux dérogations limitées sont apportées au principe général de neutralité pour remédier à des situations d'illiquidités.

La première concerne la plateforme elle-même. Afin d'apporter de la liquidité à l'OTF, le législateur admet

que l'opérateur de marché exploitant un OTF puisse avoir recours à une autre entreprise d'investissement pour effectuer une tenue de marché sur cet OTF³⁷. Mais il est requis que le teneur de marché intervienne de manière indépendante ; ce qui suppose qu'elle n'ait pas des « liens étroits » l'opérateur de marché exploitant l'OTF, c'est-à-dire qu'il n'existe pas une relation de contrôle entre les deux entités³⁸.

Une seconde dérogation a émergé sous la pression de certains États membres qui craignaient pour la liquidité du marché de leur dette souveraine. Aussi, la directive autorise-t-elle les opérateurs d'OTF à utiliser leur compte propre, sans restriction particulière, pour les instruments de dette souveraine pour lesquels il n'existe pas de marché liquide (dir. n° 2014/65/UE, art. 20, § 3).

À travers cette étude, on a tenté de déterminer si la création des OTF pouvait apparaître comme une réponse pertinente aux failles existant dans la réglementation issue de la directive *MIF* première version. Dès lors que la négociation des actions et instruments assimilés n'a pas été ouverte aux OTF et que, donc, la nouvelle obligation de concentration des ordres n'implique pas les OTF, dès lors aussi que les dérogations aux obligations de transparence pré-négociation ont été opportunément maintenues, il semble que la création des OTF n'était ni nécessaire, ni *a fortiori* suffisante pour régler les difficultés signalées.

En revanche, l'ajustement de la réglementation applicable aux internalisateurs systématiques apparaît, à cet égard, substantiellement plus efficace. Mais c'est là un autre débat.

35 Dir. n° 2014/65/UE, art. 4, § 1, 38.

36 Dir. n° 2014/65/UE, art. 20, § 2, al. 2.

37 Dir. n° 2014/65/UE, art. 20, § 5.

38 Dir. 2014/65/UE, art. 4, § 1, 35.

LA GAMME JOLY

Tarifs 2015 France et CEE – aérien et autres pays nous consulter

DROIT DES SOCIÉTÉS



JOLY Sociétés

6 vol. thématiques
88 études + formulaire
rédigé en collaboration
avec le cabinet
JEANTET & ASSOCIÉS

1750 € HT

4 mises à jour :
1056 € HT/an



Code des Sociétés

1 vol.
Mise à jour à chaque
modification législative

69 € HT

mises à jour :
61 € HT/an



Base JOLY Sociétés

88 études + formulaire
rédigé en collaboration
avec le cabinet
JEANTET & ASSOCIÉS
+ tous les Bulletins
Sociétés depuis 1986
Mise à jour en permanence
via Internet

1056 € HT /an

528 € HT/an
pour les abonnés
du JOLY Sociétés
(1 accès simultané)



Bulletin JOLY Sociétés

Jurisprudence commentée
• Doctrine • Pratiques •
Dossiers

11 numéros
295 € HT/an



Joly Sociétés sur iPad

49 € HT (abonné papier)
295 € HT/an
(non abonné papier)



BULLETIN JOLY SOCIÉTÉS EN LIGNE

Tous les Bulletins depuis
1986 en ligne sur
www.editions-joly.com
et sur www.lextenso.fr

Mise à jour à chaque
parution d'un
nouveau Bulletin
341 € HT /an
222 € HT/an
pour les abonnés
du Bulletin Sociétés

CONTRATS INTERNATIONAUX



**Juri-dictionnaire
Contrats
internationaux**
4 vol. d'études
4 vol. de contrats

1650 € HT

2 mises à jour :
479 € HT/an

JOLY NEWS

Le fil d'actualité du droit des sociétés et du droit financier en temps réel, rédigé en exclusivité pour le site JOLY www.editions-joly.com.

**NOUVEAU
ACCÈS GRATUIT**

DROIT FINANCIER



JOLY Bourse

6 vol. thématiques
48 études

1450 € HT

3 mises à jour :
1085 € HT/an



Base JOLY Bourse

48 études
+ tous les Bulletins Bourse
depuis 1993
Mise à jour en permanence
via Internet

1024 € HT /an

512 € HT/an pour les
abonnés du JOLY Bourse
(1 accès simultané)



Bulletin JOLY Bourse

Jurisprudence commentée
• Doctrine • Pratiques •
Dossiers

11 numéros
389 € HT/an



Joly Bourse sur iPad

49 € HT (abonné papier)
389 € HT/an
(non abonné papier)



Bulletin JOLY Bourse en ligne

Tous les Bulletins depuis
1993 en ligne sur
www.editions-joly.com
et sur www.lextenso.fr

Mise à jour à chaque
parution d'un
nouveau Bulletin
445 € HT /an
251 € HT/an
pour les abonnés
du Bulletin Bourse

DROIT DES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ



Bulletin JOLY Entreprises en difficulté

Jurisprudence commentée
• Doctrine • Pratiques •
Dossiers

6 numéros
387 € HT/an



Joly Entreprises en difficulté sur iPad

49 € HT (abonné papier)
387 € HT/an (non abonné papier)



Bulletin JOLY Entreprises en difficulté en ligne

Tous les Bulletins depuis
2011 en ligne
sur www.lextenso.fr

Mise à jour à chaque
parution d'un nouveau
Bulletin
389 € HT /an
199 € HT/an
pour les abonnés
du Bulletin Entreprises
en difficulté

Relation clients 01 40 93 40 40

Suivez Joly Bourse et
Joly Sociétés sur



lextenso éditions
www.editions-joly.com



“ **11^e édition** du précis de référence
de Thierry Bonneau ”

Disponible sur

Librairie
lgdj.fr