



HAL
open science

Les sociétés par actions cotées après les ordonnances de 2009 et la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010

Jérôme Bonnard

► **To cite this version:**

Jérôme Bonnard. Les sociétés par actions cotées après les ordonnances de 2009 et la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010. 2011. halshs-00652596

HAL Id: halshs-00652596

<https://shs.hal.science/halshs-00652596>

Preprint submitted on 15 Dec 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les sociétés par actions cotées après les ordonnances de 2009 et la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010

Jérôme Bonnard

Professeur à l'Université de Paris VIII

Docteur d'Etat, Agrégé de l'enseignement supérieur en droit privé

Directeur du Master de Droit des Affaires et Fiscalité

Membre du laboratoire de Droit médical (EA 1581)

Deux types de sociétés par actions coexistent.

D'un côté, les sociétés par actions fermées qui font appel à l'épargne privée de proches, d'investisseurs et d'établissements financiers (société anonyme et société en commandites par actions ordinaires, société par actions simplifiées ; en abrégé : SA, SCA, SAS). Ces sociétés sont soumises à un régime que l'on peut appeler de droit commun (Jérôme Bonnard. *Droit des sociétés*, Hachette Supérieur, Collection Les Fondamentaux, 8^{ème} édition, 2011/2012, chapitre 6, p. 96 et s.).

De l'autre, les sociétés par actions ouvertes qui font appel à l'épargne publique. Ces sociétés sont à la fois les plus importantes et les moins nombreuses des sociétés par actions (en 2010/2011 : environ 650 SA cotées en bourse contre 113 492 SA ordinaires et 138 953 SAS). Elles sont régies par deux corps de règles : d'une part, le droit commun des sociétés par actions et des dispositions particulières qui le complètent ou y dérogent ; d'autre part, des règles multiples qui composent le droit boursier, aussi appelé droit financier ou droit des marchés financiers.

La Haute Finance démiurge. Ces règles, du droit des marchés financier, d'une grande technicité et d'une faible teneur juridique, illustrent les dérives du droit français contemporain. Notre droit des sociétés cotées en bourse est devenu un labyrinthe normatif dont les interprètes peinent à trouver l'issue. Il se caractérise par une succession de textes complexes et hétéroclites, sans lignes directrices clairement identifiables.

Certains de ces textes sont pris en application d'un amas de directives européennes précédemment adoptées dans une relative indifférence et délicates à mettre en œuvre.

D'autres prennent la forme d'ordonnances prises par le Gouvernement afin d'éviter les débats parlementaires sur des textes d'une grande technicité (plus de quatre ordonnances en cette matière en 2009 !).

D'autres encore, constituent des lois « fourre-tout », qui comportent des scories et des inepties juridiques. Certaines de leurs dispositions sont adoptées, sous la pression du lobbying des principaux acteurs financiers de la Place de Paris, par le biais d'amendements surprises dont les auteurs ne maîtrisent guère la portée juridique. Un nouvel exemple vient d'en être donné avec la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, votée à la « va-vite ». L'avant projet de loi comportait 24 articles. Au final, 92 articles ont été votés. Un véritable vaudeville législatif à coup d'amendements entre personnes de bonne compagnie !

Le pire est que ces textes sont relayés par l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui ambitionne de régir les moindres détails d'application dans son règlement général d'environ 1 700 pages, qu'elle modifie une dizaine de fois par an (www.amf-france.org).

Un droit sans famille. Certaines des normes du droit des marchés financiers sont intégrées, de manière semble-t-il aléatoire, tantôt dans le Code monétaire et financier, tantôt dans le Code de commerce aux côtés des règles régissant les sociétés commerciales. Il va sans dire que cette filiation partielle du droit boursier au droit des sociétés est anachronique. Le droit des sociétés se cristallise sur le contrat de société, qui définit les relations entre les associés, éventuellement tempérées par la prise en compte de l'intérêt social. En revanche, le droit boursier privilégie la négociation des valeurs mobilières sur les marchés, qui implique la sécurité des épargnants et la transparence du marché.

Plan. En nous limitant à la négociation sur les marchés des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions nous présenterons, d'une part, le

nouveau ***régime de l'offre au public de titres financiers*** (1), d'autre part, la ***réglementation des opérations de ces sociétés sur le marché boursier*** qui vient d'être modifiée pour la énième fois (2).

1 Régime de l'offre au public de titres financiers

A Notion d'offre au public de titres financiers (OPTF)

Dans sa version antérieure au 1^{er} avril 2009, l'article 1841 du Code civil interdisait aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi « de faire publiquement appel public à l'épargne ». L'ordonnance du 22 janvier 2009 portant réforme de l'appel public à l'épargne a remplacé dans cet article, ainsi que dans de nombreux autres articles du Code de commerce et du Code monétaire et financier, le concept d'appel public à l'épargne (APE), par celui d'« offre au public de titres financiers » (OPTF). Cette nouvelle terminologie serait destinée à rendre plus attractive la « Place de Paris » à l'égard des investisseurs européens, l'OPTF étant un concept commun aux États membres de l'UE, alors que celui d'APE était propre au droit français.

Désormais, selon l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier, « *l'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes :*

1. Une communication (dans le sens d'offre) adressée sous quelque forme que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ».

2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers ».

On retiendra que l'OPTF intègre, d'une part, l'émission ou la cession de titres financiers au moyen de publicité ou de démarchage par diverses sociétés, d'autre part, l'admission de titres financiers aux négociations sur un marché

réglementé. Autrement dit, les sociétés faisant une offre au public ne se confondent pas nécessairement avec celles dont les titres sont cotés en bourse. Toujours est-il que notre droit n'autorise que deux formes de sociétés par actions à recourir à cette forme particulière de financement : les SA et SCA. Quant aux SAS, alors qu'elles peuvent procéder à une OPTF sous certaines conditions, il leur est interdit de faire admettre leurs actions aux négociations sur un marché réglementé (C. com., art. L. 227-2). *A contrario*, les SAS devraient pouvoir admettre aux négociations sur un marché réglementé d'autres titres financiers comme des obligations et des contrats financiers, voire des actions sur des marchés non réglementés, qu'il s'agisse d'un Système Multilatéral de Négociation organisé (ex. : Alternext), ou non organisé (ex. : le Marché libre).

À cet égard, nous rappellerons qu'il n'existe qu'un seul marché réglementé, ***Eurolist***. Ce marché regroupe environ 700 sociétés cotées, représentant à peu près la moitié de la valeur ajoutée de l'économie française (la moitié de leur capital est détenu par des étrangers). Elles sont classées en trois compartiments selon leur capitalisation boursière : « A » au-delà de 1 milliard d'euros, « B » entre 1 milliard et 150 millions ; « C » en deçà de 150 millions. Leurs titres sont répartis en plusieurs indices de cotation (CAC 40 [pour Cotation assistée en continu] ; CAC Next 20 ; CAC mid 100 ; CAC Small 90 ; SBF 80 [pour Société des Bourses Françaises] ; SBF 120 ; SBF 250). Eurolist est géré par la société ***Euronext Paris SA***, ancienne Bourse de Paris aussi appelée « Place de Paris », qui est l'entité française d'Euronext V, société holding née de la fusion des principales bourses européennes. En 2007, Euronext V a fusionné avec Nyse Group Inc (Bourse de New York), dans le cadre d'une société holding : ***Nyse Euronext***, premier groupe mondial de places boursières avec près de 4 000 sociétés cotées.

Quant à ***Alternext***, il s'agit d'un marché, non réglementé, mais régulé par Euronext, conçu pour offrir aux PME et aux Entreprises de Tailles Intermédiaires (ETI), un accès simplifié au marché financier (en 2011, près de sociétés étaient cotées à Alternext ; deux années de comptes certifiés étant exigées pour y entrer, ainsi qu'un seuil de placement de 2,5 millions d'euros).

B Réglementation des sociétés dont les titres sont cotés

L'ordonnance du 22 janvier 2009 a supprimé le statut des sociétés faisant appel public à l'épargne qui allait de pair avec la notion d'APE, ainsi que plusieurs dispositions applicables aux sociétés par actions faisant appel public à l'épargne. Il en est ainsi du montant minimum du capital de 225 000 €. Désormais, le capital minimum de l'ensemble des sociétés par actions est de 37 000 €. Tout au plus, lorsque leurs titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, l'opérateur du marché doit fixer les critères de capital (par exemple, par référence aux fonds propres).

Par ailleurs, plusieurs dispositions sont désormais applicables aux seules sociétés par actions dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé (auparavant, elles s'appliquaient aux sociétés faisant appel public à l'épargne dont les instruments financiers étaient admis sur un marché réglementé, ainsi qu'à celles qui procédaient à l'émission ou à la cession d'instruments financiers dans le public).

Ainsi, par exemple, leurs **opérations d'augmentation de capital connaissent des particularités**, avec la possibilité pour l'AGE de supprimer le droit préférentiel de souscription sans indication du nom du bénéficiaire, sous certaines conditions (C. com., art. L. 225-136). Elles peuvent **racheter leurs actions** dans la limite de 10 % du capital, avec l'autorisation de l'assemblée générale ordinaire, en abrégé AGO (C. com., art. L. 225-209). Ce mécanisme permet de faciliter le retrait d'un associé (rachat-remboursement) ou de rétrocéder gratuitement les actions aux salariés et mandataires sociaux (rachat-cession également permis dans les sociétés non cotées : C. com., art. L. 225-216).

Elles doivent établir un **prospectus** visé par l'AMF et destiné au public, qui décrit les modalités d'émission des titres (C. mon. et financ, art. L. 412-1).

Ces sociétés doivent également rendre compte, dans le rapport annuel de gestion, présenté à l'AGO, de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés aux dirigeants sociaux, y compris sous forme de **stock-options** qui permettent d'acquérir des titres de la société à des conditions favorables (C. com., art. L. 225-102-1). Plus généralement, les **rémunérations**

des dirigeants et les avantages financiers qui leur sont consentis en cas de démission ou de révocation (*parachutes dorés*) sont soumis au régime des conventions réglementées, approuvées par l'AGO (C. com., art. L. 225-42-1). La loi TEPA du 21 août 2007 les rebaptisé « *rémunérations différées* » et les a soumis à quelques contraintes bien mesurées : des conditions de performance afin qu'ils ne soient pas versés lorsque l'entreprise est en difficulté ; des procédures de contrôle renforcées ; l'approbation par l'AGO d'une résolution séparée des autres conventions réglementées (C. com., art. L. 225-22-1).

Les sociétés cotées doivent encore établir un rapport annuel sur leurs bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise (*corporate governance*), et les procédures de contrôle interne qu'elles ont mises en place (C. com., art. L. 225-37, al. 6). Parmi celles-ci, la désignation au sein du conseil d'administration d'administrateurs indépendants n'entretenant aucune relation avec la société.

2 Réglementation des opérations sur le marché boursier

Historiquement caractérisés par l'autorégulation, les marchés financiers sont aujourd'hui marqués par une forte imprégnation réglementaire. Aussi les sociétés dont les titres financiers sont admis, en tout ou partie, aux négociations sur un marché réglementé sont-elles soumises à de multiples règles, qui composent le droit des marchés financiers.

A Actualité législative et réglementaire

SOURCES EUROPÉENNES

En mai 1999, la Commission européenne a lancé un Plan d'action pour les services financiers, afin de créer un marché unique dans le secteur des services financiers au sein de l'Union européenne (en abrégé UE). Depuis, le droit français des sociétés dont les actions sont « *admises à la négociation sur un marché réglementé* » (C. com., art. R. 232-9) supporte un **flux incessant de**

textes composites au rythme des travaux de transposition des directives issues de ce Plan.

– Il en est ainsi de la **directive MIF**, du 21 avril 2004, relative aux marchés d'instruments financiers, qui a été transposée en droit français en avril 2007. Son objectif est de promouvoir la concurrence entre les différents lieux et systèmes d'exécution des ordres, rebaptisés *plates-formes de négociation*. Cette mise en concurrence doit élargir la possibilité d'effectuer des transactions en dehors du marché réglementé Euronext, dont il a été mis fin au monopole (C. mon., art. L. 424-1). Désormais, les ordres peuvent être traités par des *systèmes multilatéraux de négociations* (SMN). Ces marchés alternatifs n'ont pas la qualité de marché réglementé et ne font l'objet d'aucune reconnaissance par les pouvoirs publics. Ils sont gérés par les prestataires de services d'investissement (PSI), qui englobent les entreprises d'investissement et les établissements de crédit agréés.

Aujourd'hui, 24 plates-formes de négociation occupent 30 % du marché des principales valeurs mobilières. Certaines d'entre elles, appelées « *dark pools* », sont complètement dématérialisées permettant à tout un chacun d'acheter et de vendre des blocs de titres dans la plus grande discrétion en dehors de la surveillance des régulateurs (salles d'ordinateurs, automates programmés pour donner les ordres...). En effet, la directive MIF n'a même pas organisé la centralisation des informations à l'échelon européen, contrairement aux États-Unis qui ont su maîtriser les conséquences du passage des marchés à l'ère électronique en créant une chambre d'enregistrement pour centraliser les ordres. Aussi est-il prévu de réviser la Directive MIF, sans doute dans le courant de l'année 2011, après avoir recueilli les avis des États membres.

– On citera encore la **directive Transparence**, du 15 décembre 2004, relative à l'information financière périodique des sociétés cotées, dont les dispositions ont été transposées en France de 2005 à 2007. Cette directive impose en particulier aux sociétés cotées de publier un rapport financier annuel déposé auprès de l'AMF, un rapport financier semestriel, et une information trimestrielle.

.– On mentionnera enfin la **directive sur les Droits des actionnaires** dans les sociétés cotées, du 11 juillet 2007. Un décret du 23 juin 2010 a d'ores et déjà intégré certaines de ses dispositions dans notre droit. La loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire a prévu l'adoption des autres dispositions par voie d'ordonnance, *avant le 23 avril 2011*.

Cette directive a pour objet de garantir une égalité de traitement des actionnaires des sociétés cotées où qu'ils se trouvent dans l'UE (les non-résidents détiennent environ 40 % du capital des sociétés françaises cotées). Parmi les mesures préconisées, on retiendra le respect d'un délai de 21 jours entre l'envoi de la convocation à l'AG et la tenue de celle-ci, voire de 14 jours en cas de vote par Internet, ainsi que la suppression des obstacles à la participation à l'AG par Internet. On mentionnera aussi le remplacement des interdictions de participation d'actionnaires à l'AG, lorsque les États soumettent cette participation à la preuve de la qualité d'actionnaire, par un système d'enregistrement de cette qualité à une date donnée, antérieure à l'AG (le droit français adopte déjà ce système de la date d'enregistrement dans la mesure où peuvent voter ceux qui sont inscrits en compte au troisième jour précédent l'AG : R. 225-85). La directive retient encore la possibilité pour un actionnaire de désigner toute personne pour voter en son nom (notre droit limite cette fonction au conjoint, à un autre actionnaire, au président de l'AG ou à un intermédiaire inscrit : L. 225-106). On terminera avec la publication des résultats des votes sur le site Internet de la société dans les quinze jours suivant l'AG (le décret du 23 juin 2010 a mis en œuvre cette disposition pour la France : R. 210-20).

SOURCES NATIONALES

En 2009, la frénésie législative s'est poursuivie avec plusieurs ordonnances prises en application de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 afin de rapprocher les concepts français des standards européens et de rendre la Place de Paris plus concurrentielle au sein de la zone euro.

Quant à l'année 2010, elle a été marquée par la **loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010**, qui a modifié pour la énième fois le régime

applicable aux offres publiques, et renforcé les missions et pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers.

Reprenons ces divers textes dans l'ordre chronologique.

– Une **ordonnance du 8 janvier 2009** relative aux instruments financiers a créé une nouvelle catégorie de biens incorporels qui intègre les valeurs mobilières des sociétés par actions (cotées ou non) : les titres financiers, représentés par une inscription en compte (C. mon. et financ, art. L. 211-3) et négociables (C. mon. et financ., art. L. 211-14).

Elle place les notions les unes à l'intérieure des autres :

Primo, les instruments financiers réunissent les titres financiers et les contrats financiers, aussi appelés instruments financiers à terme (Com. mon. et financ., art. L. 211-I-I).

Secundo, les titres financiers réunissent les titres de capital émis par les sociétés par actions ; les titres de créance et les parts ou actions d'organismes de placement collectif (Com. mon. et financ., art. L. 211-I-II).

Tertio, les titres de capital comprennent les actions ordinaires et les actions de préférence (C. mon. et financ., art. L. 212-1 A) ; les titres de créance réunissent notamment les obligations simples et les obligations complexes émises par les sociétés (C. mon. et financ., art. L. 213-1 A).

– L'**ordonnance du 22 janvier 2009** portant réforme de l'appel public à l'épargne s'attache à faire disparaître certaines spécificités de la réglementation française susceptibles d'entamer la confiance des investisseurs (ses principales dispositions sont examinées ci-après).

– Une **ordonnance du 30 janvier 2009** simplifie les déclarations des entreprises en matière de rachat de leurs propres actions. Elle fixe également de nouveaux taux de franchissements de seuils (voir ci-après).

– Une **ordonnance du 27 février 2009** « *réformant les voies de recours contre les visites domiciliaires et les saisies effectuées par l'Autorité des marchés*

financiers », renforce les droits de défense des personnes mises en cause (voir ci-après).

– La **loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010** dont l'objet initial était de mettre en œuvre au niveau national des décisions du G 20 en renforçant la régulation et l'encadrement du système financier. Par le jeu du lobbying de la finance, cette loi est devenue une loi « fourre-tout ».

Dans le cadre du droit des offres publiques, elle modifie la définition de l'action de concert (voir ci-après); elle supprime la procédure de garantie des cours (raison pour laquelle nous n'en dirons mot); elle crée une offre publique obligatoire pour les marchés non réglementés en cas de franchissement de seuils de 50% (voir ci-après) ; et elle abaisse, pour les marchés réglementés, de 33,33 % à 30 % le seuil d'acquisition de titres à partir duquel une personne doit lancer une offre publique (voir ci-après).

Par ailleurs, cette loi renforce les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers (AMF). C'est ainsi que l'AMF a désormais le droit d'adopter des mesures d'urgence pour restreindre les négociations sur les marchés financiers en cas de crise (voir ci-après). Il contrôle dorénavant les agences de notation (voir ci-après). Quant aux sanctions prononcées par l'AMF, les procédures sont aménagées, et leur plafond augmenté (voir ci-après).

B Négociation en bourse

ADMISSION AU MARCHÉ

L'admission des titres financiers d'une société sur un marché réglementé lui procure une certaine notoriété et lui permet d'accéder à une source de financement, dont elle va profiter en levant des fonds à l'occasion de l'émission de nouveaux titres.

Elle facilite encore la négociation des titres déjà émis, puisqu'il s'agit d'un marché où se rencontrent les offres et les demandes.

De plus, ce marché permet de connaître le prix des titres, sans recourir à des évaluations délicates.

En général, les titres financiers des sociétés sont ***inscrits sur le marché Eurolist, selon les règles de marché d'Euronext***. Cette réglementation comporte deux Livres. Un Livre 1 qui réunit, en près de 10 000 articles, les règles harmonisées et donc applicables sur toutes les places (Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne, Londres et Paris). Un Livre II qui réunit des règles non harmonisées spécifiques à chacune des places dont celle de Paris (www.euronext.com – réglementation FR).

Nous nous garderons bien de présenter les dispositions de ces quelques 10 000 articles pour la plupart ésotériques. En voici seulement deux relativement accessibles à ceux qui ne sont pas des initiés de la Place de Paris. D'une part, l'article 6702/1 du Livre 1 énonce que l'admission au marché implique la diffusion dans le public d'au moins 25 % du capital. D'autre part, l'article 6605 précise que « *l'émetteur s'assure que les titres sont librement transférables et que leur cession n'est assujettie à aucune clause restreignant leur libre négociabilité* ». En clair, les statuts des sociétés par actions cotées ne doivent pas comporter de clauses d'agrément, contrairement à ceux des SA ordinaires (C. com., art. L. 228-23).

Les ***titres financiers*** admis aux négociations sur un marché réglementé peuvent être ***nominatifs ou au porteur*** (C. com., art. L. 228-1), et ils sont matérialisés par une inscription en compte ouvert au nom de leur propriétaire (C. mon. et financ, art. L. 211-3 ; R. 211-1). Pour les titres nominatifs, le compte est tenu par la société émettrice (nominatif pur), ou par un intermédiaire habilité, comme une société de Bourse ou une banque (nominatif administré). Pour les titres au porteur, le compte est tenu par des intermédiaires habilités. Ces derniers sont affiliés à la ***SA Euroclear France***, qui leur ouvre des comptes courants et, grâce à l'informatique, effectue les compensations des opérations passées (C. mon. et financ., art. R. 211-6).

Le ***transfert de propriété des titres*** ne s'opère pas dès l'échange des consentements comme le prévoit l'article 1583 du Code civil. Selon le ***système***

règlement-livraison, il résulte de l'inscription des titres au compte-titre de l'acquéreur à la date qui est elle-même définie par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (C. mon. et financ., art. L. 211-17). Cette date intervient trois jours après la date d'exécution des ordres (Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers, en abrégé RGAMF, art. 570-2).

On ajoutera que la loi du 22 octobre 2010 a **interdit les ventes à découvert des titres admis sur un marché réglementé** (C. mon. et financ., L. 211-17-I, II, al. 2). Il en est ainsi lorsque l'on vend des titres que l'on ne possède pas le jour où la vente est négociée, mais qu'on se met en mesure de détenir le jour où sa livraison est prévue. Cette interdiction n'a pas été étendue aux marchés non réglementés et elle ne concerne pas les achats à découvert.

OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT (OPA) OU D'ÉCHANGE (OPE)

Il s'agit de techniques d'acquisition du contrôle de sociétés cotées, organisées par le Code des marchés financiers (C. mon. et financ., art. L. 433-1 et s.), et mises en œuvre par l'AMF sur la base de son règlement général (RGAMF, art. 231-1 et s.).

L'**OPA** consiste pour son initiateur à annoncer publiquement aux actionnaires d'une société cotée qu'il est prêt, seul ou de concert avec d'autres, sous la surveillance des autorités boursières, à acquérir leurs actions à un prix supérieur au cours de la Bourse (ex. : OPA d'Auchan sur les Docks de France, pour un prix de 37 % supérieur au cours des actions).

On parle d'**OPE** lorsque l'initiateur propose de remettre des titres de sa propre société en contrepartie de ceux de la société cible (ex. : OPE d'Air France sur KLM à raison de 11 actions Air France pour 10 actions KLM).

Déclenchement

En principe, le dépôt d'une offre publique est **facultatif**. Un investisseur peut donc recourir à d'autres techniques de prise de contrôle comme l'apport partiel d'actif, la souscription à une augmentation de capital ou l'acquisition discrète et successive d'actions en Bourse (ramassage d'actions utilisé par Bernard Arnault pour prendre le contrôle de LVMH ; acquisition par LVMH d'environ 15

% des titres d'Hermès en 2010). Cependant, l'offre publique est privilégiée par les investisseurs en raison de son efficacité et de sa rapidité (en 2009, 27 offres publiques ont porté sur des actions de sociétés cotées en France).

Dans certains cas, le dépôt d'une offre publique est **obligatoire**. Ainsi, lorsqu'une personne agissant seule ou de concert avec d'autres personnes acquiert plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée (nouveau taux fixé par la loi du 22 oct. 2010), elle doit lancer une offre publique (RGAMF, art. 234-2). Initialement, les termes « *fraction du capital ou des droits de vote* » correspondaient uniquement à des actions. Depuis la réforme d'octobre 2010, ces termes s'apprécient au regard des dispositions des articles L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce. Autrement dit, sont assimilés aux actions des titres dits assimilés, comme les actions dont une personne n'a que l'usufruit (L. 233-9, I, 5°).

La loi du 22 octobre 2010 a également étendu la procédure d'offre publique et de retrait obligatoire sur Alternex afin de relancer la cotation des PME.

En outre, pour lutter contre l'acquisition progressive d'un bloc de contrôle du capital d'une société cotée par un ramassage de ses actions, l'initiateur de l'opération est tenu de lancer une offre publique sur la totalité des titres, en cas d'acquisition de plus de 2 % en moins d'un an, dès lors qu'il détient déjà entre 30 % (nouveau taux fixé par la loi du 22 oct. 2010) et 50 % du capital ou des droits de vote (RGAMF, art. 234-5). Le ramassage rampant est encore restreint avec l'interdiction faite à l'initiateur de l'offre agissant seul ou de concert d'acquérir des actions de la société cible, pendant une période dite de pré-offre, sauf si l'acquisition résulte d'un acte juridique conclu avant cette période (RGAMF, art. 231-38 I). Cette période correspond au temps qui s'écoule entre la publication par l'AMF du projet d'offre et le début de la période d'offre proprement dite (RGAMF, art. 231-2).

Plus subtile, l'obligation faite à toute personne dont il y a des « *motifs raisonnables de penser* » qu'elle prépare une OPA de **déclarer ses intentions** à l'AMF, dans certaines circonstances, par exemple, lorsque des titres cotés font l'objet de mouvements significatifs (RGAMF, art. 223-32). Si elle envisage

une OPA, elle doit la déposer. Si elle dément les rumeurs, il lui est interdit d'en déposer une pendant un délai de six mois (*put up or shut up !*).

Action de concert. Cette notion est retenue pour déterminer les cas d'offre publique obligatoire, les franchissements de seuils, et le contrôle conjoint.

D'une manière générale, sont considérées comme agissant de concert, les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société (C. com., art. L. 233-10). Il peut s'agir, par exemple, d'un accord, écrit ou non, prévoyant une concertation entre des actionnaires pour désigner des organes sociaux, ou de l'engagement de ne pas augmenter leur participation dans la société. En revanche, un pacte de préférence échappe à cette qualification, faute de conférer une quelconque obligation d'acquérir ou de céder les actions préemptées, à moins que les parties n'aient prévu de les répartir entre elles.

En outre, spécifiquement aux OPA, sont considérées comme agissant de concert, les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour l'une des deux modalités suivantes : soit la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de la société, soit la prise de contrôle de la société (C. com., art. L. 233-10-1). Cette seconde finalité a été ajoutée par la loi du 22 octobre 2010, et elle était déjà admise par la jurisprudence (Com., 27 oct. 2009, *Bull.* n° 136). Elle vise surtout les prises de participation rampantes concertées à des fins purement capitalistiques. Sont encore considérées agir de concert, dans les OPA, les personnes qui ont conclu un accord avec la société afin de faire échouer l'offre (C. com., art. L. 233-10-1, *in fine*). Dans ce cas, la société cible est partie au concert !

Procédure normale

Il existe une procédure simplifiée (non traitée), et une procédure normale applicable à l'initiateur de l'offre qui, agissant seul ou de concert, détient moins de la moitié du capital ou des droits de vote.

Le ***projet d'offre publique doit être présenté à l'AMF par un prestataire de service d'investissement***, c'est-à-dire un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement agréés (C. mon., art. L. 531-1 ; RGAMF, art. 231-13 et s.). Il doit y être précisé les objectifs et intentions de l'initiateur, le nombre de titres qu'il détient déjà seul ou de concert, et le prix offert ou la parité d'échange. Ce projet d'offre est accompagné d'un projet de note d'information à destination du public. Il mentionne, éventuellement, le

seuil en deçà duquel l'initiateur se réserve la faculté de renoncer à son offre (RGAMF, art. 231-18), l'offre devant, en principe, porter sur la totalité du capital de la société, afin que les actionnaires minoritaires puissent en profiter.

Quant au prix proposé, depuis la loi du 22 octobre 2010, il doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé sur les titres par l'initiateur dans les 12 mois précédant non plus son offre, mais « *le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre publique* » (RGAMF, art. 234-6). Il peut donc s'agir d'un prix payé avant le dépôt du projet d'offre, par exemple, au jour du franchissement de seuil.

L'AMF a dix jours pour examiner le projet d'offre et émettre une déclaration de conformité à la réglementation en vigueur. Cette déclaration, qui admet ou rejette le projet d'offre, peut faire l'objet d'un recours en annulation devant la Cour d'appel de Paris (C. mon. et financ., art. L. 621-30). **En cas de recevabilité, la déclaration est publiée et emporte visa par l'AMF de la note d'information**, qui doit être immédiatement diffusée dans le public.

La durée de l'offre, pendant laquelle les actionnaires de la société cible peuvent passer des ordres de vente de leurs actions, **est de 25 jours de Bourse** au moins, étant précisé que ces actions continuent d'être cotées. Pendant cette période et, au plus tard, 5 jours avant son terme, des tiers peuvent faire des *offres concurrentes* à un prix supérieur d'au moins 2 % au prix de l'offre initiale. En riposte, l'initiateur de l'offre peut modifier son prix par une surenchère d'au moins 2 % du prix de l'offre concurrente.

À l'expiration du délai de l'offre, ses résultats sont publiés par l'AMF. S'ils sont positifs, les actionnaires ayant accepté de céder ou d'échanger leurs titres, il est indiqué le nombre de titres acquis par l'initiateur. S'ils sont négatifs, parce que l'initiateur n'a pas obtenu le nombre de titres escomptés, l'offre est déclarée sans suite et les titres qui avaient été apportés par les actionnaires leur sont restitués.

Toutefois, selon le **mécanisme du retrait obligatoire**, les actionnaires, qui ne représentent pas plus de 5 % des actions ou des droits de vote de la cible, peuvent être contraints d'apporter leurs titres à l'initiateur de l'offre, moyennant une indemnisation (C. mon. et financ., art. L. 433-4 III ; RGAMF, art. 237-1 et s.).

Moyens de défense anti-OPA

Une société cotée peut être tentée de se protéger contre les OPA inamicales. Par exemple, l'**émission d'actions de préférence sans droit de vote** limite l'intérêt d'une OPA, son initiateur étant empêché d'accéder au pouvoir politique. Ces moyens de défense sont parfois dissuadés par le législateur, au nom du principe de libre négociabilité des titres sur les marchés.

Ainsi, en période d'OPA, les délégations données par l'AG aux dirigeants pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre sont-elles suspendues. Ces mesures doivent être soumises à l'approbation préalable de l'AG, à moins qu'il ne s'agisse de rechercher d'autres offres, autrement dit des offres amicales de *chevaliers blancs* (C. com., art. L. 233-32).

De même, sont inopposables à l'initiateur de l'offre, en cours d'offre, les clauses statutaires restreignant la libre négociabilité des actions (C. com., art. L. 233-34 ; pour les restrictions extra-statutaires : voir ci-après). En contrepartie, **l'AGE peut décider, en cours d'OPA, d'émettre des bons de souscription d'actions** à des conditions préférentielles, et de les attribuer gratuitement aux actionnaires avant l'expiration de la période d'offre ; ce pouvoir pouvant être délégué au conseil d'administration (C. com., art. L. 233-32). Grâce à ces *bons d'offres*, les actionnaires peuvent souscrire des actions dans le cadre d'une augmentation du capital *ad hoc*, provoquant ainsi une dilution du capital susceptible de décourager l'initiateur de l'offre.

C Sécurité des épargnants

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Près de dix millions de personnes détiennent des valeurs mobilières françaises cotées. Leur sécurité est garantie par une autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale : l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui est composée d'un Collège et d'une Commission des sanctions dont les membres sont différents.

Aux termes de l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier, l'AMF veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public, ainsi qu'à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

En réponse à la crise financière de 2008/2009, qui a mis en évidence des lacunes dans la coopération entre les autorités d'États différents, la loi du 22 octobre 2010 a formulé deux « recommandations ». D'une part, l'AMF doit prendre en compte, dans l'accomplissement de ses missions, « *les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'UE et de l'Espace économique européen et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et de l'UE en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de supervision de l'UE* » (C. mon. et financ., art. L. 621-1, *in fine*). D'autre part, elle doit coopérer avec les autorités compétentes des autres États (*ibid.*). La réforme a également confié à l'AMF l'enregistrement et le contrôle des agences de notation (C. mon. et financ., art. L. 544-3).

Règlement général et décisions individuelles

Pour l'exécution de ses missions, l'AMF élabore un ***Règlement général publié au JO après homologation par arrêté du ministre de l'Économie*** (C. mon. et financ., art. L. 621-6 : www.amf-france.org).

Ce règlement détermine les conditions d'organisation et de fonctionnement des marchés réglementés ; ainsi que celles dans lesquelles l'AMF approuve les règles de ces marchés et propose leur reconnaissance aux pouvoirs publics (C. mon. et financ., art. L. 421-4).

Il fixe les règles relatives aux OPA sur les sociétés dont les titres sont cotés sur un marché français réglementé, ou même non réglementé, sous certaines conditions ; les règles de bonne conduite des entreprises de marché (*Euronext*), des systèmes de règlement (*Euroclear France*), ou encore des prestataires de services d'investissement (C. mon., L. 621-7 ; RGAM, art. 511-1 et s.).

Il définit également les informations dont sont redevables ces prestataires à l'égard des clients (RGAMF, art. 314 1 et s.). Ces clients sont segmentés en trois catégories, chacune d'elles bénéficiant d'un niveau d'information différent : inexistant pour les experts de la finance (ex. : banques, assureurs) ; restreint pour les clients professionnels ayant des connaissances suffisantes ; élevé pour les clients de détail (ex. : épargnants, entrepreneurs individuels).

L'AMF prend des **décisions individuelles** pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences. Il s'agit, entre autres, des visas des documents destinés à l'information du public, exigés des sociétés qui procèdent à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé (C. mon. et financ., art. L. 412-1 et L. 621-8), et des déclarations de conformité d'offres publiques (RGAMF, art. 231-23).

Tirant les leçons de la crise financière, la loi du 22 octobre 2010 confère encore au président de l'AMF le droit, en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier de prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments pour une durée n'excédant pas quinze jours (C. mon. et financ., art. L. 421-16). La mesure peut être prorogée de trois mois par le collège de l'AMC, et, au-delà, par arrêté du ministre de l'Économie, sur proposition du président de l'AMC. Ces décisions sont rendues publiques.

Pouvoirs de contrôle et d'injonctions

L'AMF effectue des contrôles et des enquêtes qui portent, d'une part, sur la régularité des opérations sur les instruments financiers offerts au public ou admis aux négociations sur un marché réglementé ou non, d'autre part, sur le respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreints les émetteurs de titres financiers offerts au public et les opérateurs du marché (C. mon. et financ., art. L. 621-9).

Les contrôles sur place et les saisies de documents doivent être autorisés par le juge judiciaire statuant en référé (C. mon. et financ., art. L. 621-12). Les personnes mises en cause peuvent former un recours devant le premier président de la Cour d'appel contre l'ordonnance autorisant la visite, et faire appel à un conseil de leur choix pendant celle-ci (*ibid.*). Le collège de l'AMF peut ordonner à la personne concernée de mettre fin à ses pratiques irrégulières : la décision d'injonction pouvant être rendue publique (C. mon. et financ., art. L. 621-14 I). Au cas où cette personne n'obtempérerait pas, son dossier peut être transmis à la commission des sanctions. Le président de l'AMF peut aussi demander en justice d'ordonner à cette personne de mettre fin à ses pratiques (C. mon. et financ., art. L. 621-14 II).

Pouvoirs de sanctions

L'AMF dispose de pouvoirs disciplinaires et de sanctions administratives. L'ouverture de l'enquête est décidée par le secrétaire général de l'AMF ou un « *secrétaire général adjoint délégué à cet effet* » (C. mon. et financ., art. L. 621-9-1). C'est le Collège qui, au vu du rapport d'enquête, décide de l'ouverture d'une procédure de sanction. En revanche, c'est la Commission des sanctions de l'AMF qui prononce la sanction par décision motivée (C. mon. et financ., art. L. 621-15 IV). Au cas où la Commission des sanctions ne suivrait pas le Collège (ex. : en décembre 2009, dans l'affaire EADS), la loi du 22 octobre 2010 a conféré au président de l'AMF la possibilité de former un recours, après accord du collège (C. mon. et financ., art. L. 621-30, al. 2).

Elle a encore donné au Collège de l'AMF le droit de proposer aux personnes poursuivies une transaction, qualifiée de « composition administrative », pour les manquements aux obligations professionnelles, ce qui exclut les abus de marché (C. mon. et financ., art. L. 621-14-1).

Les sanctions sont l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis. Elles peuvent être complétées ou remplacées par une sanction pécuniaire (C. mon. et financ., L. 621-15 III). La loi du 22 octobre 2010 a porté les plafonds des

sanctions de 10 à 100 millions d'euros, et rendu obligatoire leur publication (C. mon. et financ., art. L. 621-15).

Les sanctions peuvent faire l'objet d'un recours devant le Conseil d'État pour les professionnels des marchés, ou devant la Cour d'appel de Paris pour les émetteurs et les dirigeants initiés (C. mon. et financ., art. L. 621-30). Si les faits sont susceptibles de constituer un délit (ex. : initié, abus de confiance, fausses informations), l'AMF doit transmettre son rapport d'enquête ou de contrôle au procureur de la République, qui peut décider de mettre en œuvre l'action publique (C. mon. et financ., art. L. 621-15-1).

INCRIMINATIONS DES ABUS DE MARCHÉ

Pour garantir l'égalité des protagonistes du marché boursier, il a été institué un **délit d'initié** (C. mon. et financ., art. L. 465-1). Ce délit vise les personnes qui, disposant d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'une société émettrice de titres cotés ou sur leurs perspectives d'évolution, auraient profité de celles-ci pour réaliser ou pour permettre à un tiers de conclure des opérations sur ces titres, avant que le public en ait eu connaissance. Il sanctionne aussi les détenteurs de ces informations à raison de leurs professions ou fonctions, qui les auraient communiquées à des tiers, en dehors du cadre normal de leurs activités. Il punit encore **les manipulations de cours** et la **diffusion de fausses informations** (C. mon. et financ., art. L. 465-2). Il en est ainsi du dénigrement d'une société concurrente dans les médias.

D Transparence des marchés financiers

Le secret est difficilement conciliable avec la logique du marché boursier. La négociation des titres sur un marché boursier doit être transparente pour permettre à la société émettrice, à ses associés et aux investisseurs d'apprécier les conséquences des acquisitions de titres. Aussi le législateur intervient-il pour réglementer des comportements susceptibles

d'entraver le libre jeu des offres et demandes, ainsi que la libre négociabilité des actions.

DÉCLARATION DES FRANCHISSEMENTS DE SEUILS

Déclaration ordinaire

Lorsque les actions d'une société ayant son siège en France sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Espace économique européen, toute personne agissant seule (ou de concert avec d'autres personnes), qui vient à posséder un nombre d'actions lui permettant d'obtenir 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % (depuis la loi du 22 octobre 2010, au lieu de 33,33 %), 50 %, 66,66 %, 90 % ou 95 % du capital ou des droits de vote doit en faire la déclaration dans un délai de quatre jours à la société et à l'AMF qui porte cette information à la connaissance du public (C. com., art. L. 233-7).

La déclaration doit aussi être faite lorsque la participation d'un actionnaire devient inférieure à l'un de ces seuils.

Ces déclarations permettent aux actionnaires et aux investisseurs potentiels de connaître la composition du capital des sociétés cotées.

En cas d'omission de la déclaration de franchissement de seuils à la hausse (et non à la baisse), les actions acquises, lorsqu'elles sont admises à la négociation sur un marché de l'Espace économique européen, sont privées du droit de vote pendant deux ans (C. com., art. L. 233-14). Le tribunal peut aussi prononcer la suspension totale ou partielle des droits de vote des actionnaires fautifs pour une durée de cinq ans maximum (*ibid.*).

Déclaration d'intention

Sous peine des mêmes sanctions, lorsqu'une personne, seule ou de concert, acquiert plus de 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital d'une société cotée, elle doit déclarer, dans les cinq jours, à la société et à l'AMF, les objectifs qu'elle envisage de poursuivre pour les 6 mois à venir, comme la poursuite d'acquisition, la prise ou non du contrôle de la société, ou sa demande de nomination en tant qu'administrateur (C. com., art. L. 223-7 VII).

CLAUSES FIXANT DES CONDITIONS PRÉFÉRENTIELLES DE CESSION

Des conventions d'associés sont courantes en matière de sociétés cotées. En général, elles servent de substitut à l'interdiction de stipuler dans les statuts des clauses soumettant à l'agrément de la société les cessions d'actions entre actionnaires ou à des tiers. Aussi, pour se protéger contre les prises de contrôle inamicales, les sociétés tentent de limiter la libre négociabilité de leurs titres au moyen, par exemple, de pactes de préférence, et de promesses unilatérales d'achat ou de vente. Des pactes peuvent également favoriser une prise de contrôle d'une société cotée dans le cadre d'une offre publique (ex. : engagement d'actionnaires d'apporter leurs titres à l'initiateur d'une offre, quelles que soient les enchères ultérieures).

Pour les uns, ces conventions sont valables au nom de la liberté contractuelle, dont le juge judiciaire est garant ; pour les autres, elles sont nulles au nom de la liberté des offres et des surenchères sur les marchés, dont l'AMF veille au respect. Quant au législateur, à défaut de consacrer la validité de ces conventions, il admet pour le moins leur existence en les soumettant à diverses mesures (Jérôme Bonnard : *L'influence des principes généraux du droit des contrats en matière de pactes d'associés*. In *Prospectives du droit économique. Dialogues avec Michel Jeantin*. Dalloz, 1999, p. 139 et s.).

Certaines ont pour objet de **neutraliser les effets des moyens de défense contre les OPA**. À cette fin, les statuts peuvent prévoir que les effets des clauses d'une convention soient, en période d'offre publique, inopposables à l'initiateur de l'offre, dès lors qu'elles comportent des restrictions au transfert d'actions (C. com., art. L. 233-35), ou même suspendus, lorsqu'elles organisent des restrictions à l'exercice des droits de vote aux assemblées réunies pour adopter des mesures susceptibles de faire échouer l'offre (C. com., art. L. 233-36).

D'autres mesures sont destinées à **accroître la transparence des offres** pour permettre à leurs initiateurs d'avoir connaissance des dispositions défensives prises par les sociétés cibles. Ainsi les accords entre actionnaires,

qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote, doivent être présentés dans le rapport annuel de l'AG (C. com., art. L. 225-100-3). De même, il doit être transmis à la société et à l'AMF, qui en assure la publicité, toute clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions cotées sur un marché réglementé et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société émettrice (C. com., art. L. 233-11). *A priori*, cette mesure concerne les pactes de préférence, les promesses unilatérales de vente ou d'achat, et les engagements d'apports à une OPA. Au cas où la transmission ne serait pas effectuée, les parties sont déliées de leurs engagements pendant la durée de l'offre (*ibid.*).

Conclusion

« Rien de tout ce qui est fini, n'est complètement achevé...[avant que tout soit terminé]. », disait Pierre Dac. Cette pensée illustre parfaitement la législation des sociétés par actions cotées. Cette législation évolue par petites touches deux ou trois fois l'an au gré de l'efficacité des réseaux d'influence des principaux acteurs de la Place de Paris, organisé en lobby. Ces longs textes renferment alors une multitude de petites dispositions techniques dont la lecture est de plus en plus difficile. En effet, ces textes doivent désormais composer avec d'étonnants « produits sophistiqués », qui ont été créés par les apprentis sorciers des banques pour attirer une clientèle allant des anxieux aux investisseurs. Des notions et des mots étrangers à la plupart des ouvrages de droit des sociétés se bousculent sous le regard curieux et inquiet du lecteur. Celui-ci doit délaissé ses vieux manuels de droit des sociétés pour se mettre en quête d'ouvrages de droit et techniques des instruments financiers susceptibles de l'éclairer.

Peut-être, avec un peu de chance, comprendra-t-il, si n'est la différence entre un produit dérivé et un produit structuré, au moins ce que sont des OPCVM « à formule », visés à l'article R. 214-27 du Code monétaire et financiers, des OPCVM structurés de droit étranger équivalents, visés à

l'article 36 du règlement de l'Union européenne n° 583/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE, des titres de créances complexes et des titres financiers équivalents, notamment les EMTN (*Euro Medium Term Notes*). En effet, tous ces « produits » ont envahi, sur la pointe des pieds, nos marchés financiers.

Pour l'anecdote, on rappellera que la Commission européenne tente de mettre en place, dans un souci de cohérence et de clarification une réglementation protectrice des consommateurs qui accèdent aux marchés financiers, commune aux OPCVM, aux produits structurés, aux contrats d'assurance vie en unités de compte (et non pas en euros) et à quelques produits de retraites, sous le label imagé de *PRIPs-Packaged Retail Investment Products*, en langue française : *Produits d'investissement de détail packagés*. La dernière étape, avant l'élaboration de propositions d'initiatives législatives, est un appel à contribution pour tout investisseur, autorité publique et plus largement toutes personnes concernées avant le 31 janvier 2011.