

Deuxième point : en plus du conseil en investissement, les conseillers en investissements financiers peuvent exercer, aux termes de l'article L. 541-1, II du CMF « d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine ». A cet égard, la Commission prend le soin de relever que si la société mise en cause exerçait différents types d'activités, la principale étant une activité d'agent immobilier, tandis que son activité de conseil en investissements financiers ne représentait que 3 % de son activité globale, elle avait bien agi, s'agissant du produit d'investissement en cause, en qualité de conseiller en investissements financiers, se présentant à ses clients en cette qualité et s'engageant, dans les conventions signées avec ceux-ci, à respecter les obligations professionnelles applicables aux CIF. En outre, la société mise en cause avait analysé le patrimoine de ses clients et déterminé leurs attentes afin de leur proposer une stratégie d'investissement ; elle avait sélectionné un support d'investissement et assuré le suivi de cet investissement. Cette société avait ainsi exercé certaines des « autres activités de conseil en gestion de patrimoine » visées à l'article L. 541-1 du CMF.

Troisième point : « si les dispositions du 4° de l'article L. 541-8-1 [du Code monétaire et financier] prévoient certaines obligations spécifiques de bonne conduite circonscrites aux seules activités relevant du I de l'article L. 541-1 du Code monétaire et financier, les autres obligations prévues à l'article L. 541-8-1, et notamment celles de se comporter avec loyauté et d'agir avec équité aux mieux des intérêts de leurs clients, s'appliquent à toutes les activités visées à l'article L. 541-1 du Code monétaire et financier exercées par les conseillers en investissements financiers, en ce compris celles relevant du II de l'article L. 541-1 au nombre desquelles figurent les "autres activités de conseil en gestion de

patrimoine" ». En effet, l'obligation de s'enquérir préalablement des connaissances et de l'expérience des clients en matière d'investissement, ainsi que de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement, édictée au 4° de l'article L. 541-8-1 du CMF, concerne uniquement le conseil en investissement, le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement et le conseil portant sur la réalisation d'opérations sur biens divers, activités visées au I de l'article L. 541-1 du même code. En revanche, l'article L. 541-8-1 ne restreint pas le champ des autres obligations qu'il édicte, qui s'appliquent donc à l'ensemble des activités exercées par les CIF visées à l'article L. 541-1, y compris en son II.

La Commission des sanctions d'en conclure qu'elle est bien compétente pour prononcer une sanction à l'égard d'un CIF en cas de manquement aux lois, règlements et obligations professionnelles à l'occasion d'une « autre activité de conseil en gestion de patrimoine ». Cela fournit une nouvelle illustration du fait que les obligations qui s'imposent aux prestataires à l'égard des investisseurs, et notamment celles de leur fournir des services et produits adaptés et d'agir avec diligence, débordent le cadre des services d'investissement pour s'étendre à d'autres types d'investissement³. ■

3. J.-J. Daigre, note sous Sanct. AMF, 23 juillet 2013, Solabios : Banque et Droit n° 152, nov.-déc. 2013, p. 22. V. égal. Cass. civ. 2^e, 2 octobre 2013, n° 12-20.504, Bull. civ. IV, n° 194, Banque et Droit n° 152, nov.-déc. 2013, p. 29, A.-C. Rouaud et Cass. com., 30 juin 2015, n° 14-17.907, Banque et Droit n° 163, sept.-oct. 2015, p. 32, A.-C. Rouaud.

■ DOCTRINE DE L'AMF

Position-Recommandation AMF n° 2015-05 sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs

Par sa position publiée le 17 juin 2015, l'AMF a arrêté sa doctrine concernant les cessions et acquisitions d'actifs significatifs, dans le prolongement des propositions du Rapport du groupe de travail présidé par Christian Schricke. Le régulateur recommande le recours au droit souple pour introduire, d'une part, une consultation de l'assemblée générale des actionnaires préalablement aux seules opérations de cessions d'actifs, et, d'autre part, la transmission d'une information spécifique et la promotion de bonnes pratiques lors de la conclusion d'accords de cession, comme d'acquisition.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Au carrefour du droit financier et du droit des sociétés, la question du rôle et de l'information des actionnaires à l'occasion de la cession ou de l'acquisition d'actifs significatifs par une société cotée a trouvé une réponse

provisoire dans une position-recommandation de l'AMF publiée le 17 juin 2015¹. Une réponse provisoire que l'on résumera comme le choix d'un attentisme militant.

La déception est grande car la détermination de sa doctrine par le régulateur était particulièrement attendue, au terme d'une saison qui avait donné toute son acuité au problème, avec la double cession de SFR à Numéricable par Vivendi et de la branche énergie d'Alstom à General Electric. Étrangère en principe à l'objet social, la cession ou l'acquisition d'une part significative des actifs relève de la compétence propre des dirigeants². Portant sur des « actifs » et non sur une participation, une telle opération n'emporte pas l'application du droit des offres publiques d'acquisition³.

1. Position-Recommandation AMF n° 2015-05 sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs, consultable en ligne sur le site de l'AMF dans la rubrique « Doctrine », sur laquelle, P.-H. Conac, Rev. soc. 2015, p. 477.

2. L. 225-56 C. com. pour le directeur général et L. 225-64 C. com. pour le directeur.

3. Exception faite des dispositions particulières de l'art. 236-6 RG AMF, évoquées dans la Position commentée (p. 2, note de bas de page 1), qui permettent à l'AMF d'imposer à l'actionnaire de contrôle, en cas de cession du « principal des actifs », de lancer une offre publique sous certaines conditions, ainsi que de l'obligation d'information permanente d'informer le public de toute opération financière ou de publier toute

L'actualité évoquée a cependant révélé qu'en pareille hypothèse, tant la transparence de l'émetteur que la qualité de la gouvernance de la société sont mises à mal. Anticipant sur cet état de l'art, seul le Code AFEP-MEDEF envisageait l'hypothèse de la cession d'un actif significatif par un émetteur, dans un article 5.2., al.3, particulièrement ambigu : « Même s'il ne s'agit pas d'une modification de l'objet social, le conseil doit saisir l'assemblée générale si l'opération concerne une part prépondérante des actifs ou des activités de groupe ». Que fallait-il entendre par « saisir l'assemblée générale », s'était interrogé à juste titre la doctrine à la suite de la cession de SFR⁴? À suivre l'analyse prudente du tout jeune Haut Comité de suivi de l'application du Code AFEP-MEDEF, la disposition avait été respectée par Vivendi, qui s'était bornée à présenter la cession sous forme de projet à l'assemblée puis engagée à l'informer à nouveau à l'issue de l'opération⁵. « Saisir » n'était donc pas « consulter ».

Cette lecture restrictive du *soft law* ne s'imposait nullement et avait conduit à une initiative parlementaire techniquement imparfaite, sous la forme d'un amendement tendant à introduire, par analogie, un mécanisme de sanction de l'acquéreur qui n'aurait pas, concomitamment à l'acquisition de l'essentiel de l'activité d'une entreprise, déposé un projet d'offre publique⁶. Mais pourquoi sanctionner l'acquéreur, plutôt que le cessionnaire? Et comment sanctionner le premier? Par la privation de droit de vote alors que l'objet de l'acquisition ne conférerait aucun pouvoir politique?

Dans le flou occasionné par la seule référence à des règles ambiguës et issues du droit souple, la position de l'AMF était attendue pour répondre en pratique au besoin d'information des actionnaires et trancher la nécessité de renforcer leur rôle. La difficulté de la question a d'abord conduit l'AMF à mettre en place un groupe de travail qui a élaboré un rapport⁷, dont les recommandations ont été synthétiquement reprises dans la position publiée le 17 juin dernier.

On se limitera à évoquer la teneur de la position, avant de formuler une remarque sur les effets que l'on peut en attendre.

Dans les pas du rapport élaboré par le groupe de travail, la position a un objet double, qui couvre tend les cessions que les acquisitions, selon l'observation indiscutable que « les acquisitions d'actifs significatifs sont, tout autant qu'une cession, susceptibles de modifier radicalement la physionomie d'une société (activité, profil de risque, de rendement, etc.) »⁸.

Passé ce constat, le régime préconisé n'est qu'en partie commun aux deux types d'opération.

D'une part, deux mesures sont communes aux opérations d'acquisition et de cession. Il est d'abord recommandé que tant les acquisitions que les cessions d'actifs significatifs fassent l'objet d'une information renforcée (pts 1.2 et 2.1), étendue, au-delà du contenu de l'information permanente exigée en application de l'article 223-6 RG AMF, « au contexte et à la négociation de l'accord de cession/ d'acquisition » (p. 5 et 7). Afin d'assurer l'utilité de cette information, celle-ci doit être publiée « dans les délais requis pour la tenue de l'assemblée générale des actionnaires lorsque cette dernière est convoquée pour se prononcer sur l'opération [...] ou, dans les autres cas, dès que possible et au plus tard lorsque la cession fait l'objet d'un accord définitif » (p. 5 et p. 7). Le principe d'une mesure renforçant la transparence de l'émetteur à l'occasion d'une opération aussi complexe que lourde de conséquences doit être approuvé mais certainement pas les modalités de sa mise en œuvre, sur lesquelles on reviendra.

Ensuite, l'autre mesure commune aux cessions et aux acquisitions tient à la promotion de bonnes pratiques démontrant la conformité d'une opération de cession d'actifs significatifs à l'intérêt social (pts. 1.3 et 2.2). L'AMF recommande ainsi que les organes de gestion et de surveillance adoptent des mesures tendant à prévenir les conflits d'intérêts et à assurer l'objectivité et l'impartialité de l'examen de l'opération et en appréciant avec attention les éléments déterminants (pp. 6 et 8). Les pratiques alors suivies par les organes de la société doivent faire l'objet d'une information des actionnaires, venant ainsi compléter la première recommandation.

D'autre part, et en cela réside le cœur de la recommandation, il est recommandé d'introduire un vote consultatif des actionnaires préalable aux seules opérations de cession d'actifs (pt. 1.1), sur la base du double constat que les opérations d'acquisition sont, dans leur grande majorité, déjà soumises au vote des actionnaires en ce qu'elles s'accompagnent généralement d'une augmentation de capital, et que l'introduction d'une telle consultation constituerait un handicap compétitif sérieux pour les sociétés françaises. La consultation préalable se trouve limitée à la cession d'actifs représentant « au moins la moitié de ses actifs totaux en moyenne sur les deux derniers exercices » et interviendrait, sauf décision contraire du conseil « eu égard aux circonstances et notamment à la configuration de l'actionariat », « dans les conditions de quorum et de majorité des assemblées ordinaires » (p. 3).

Au fond, l'introduction d'une consultation préalable de l'assemblée des actionnaires en cas de cession d'actifs tout comme le renforcement de leur information relative aux conditions de préparation des opérations les plus significatives ne peuvent qu'être approuvées, tant il est anormal que les actionnaires y restent totalement étrangers en raison d'un respect dogmatique de la répartition des compétences entre les organes sociaux. La position de l'AMF laisse cependant craindre qu'il pourrait n'en être rien. Le véhicule envisagé pour introduire une telle consultation préalable est le droit souple. Or, comme l'observe l'AMF, les recommandations de l'Association française de gestion (AFG) l'imposaient déjà, tandis que, comme nous l'avons suggéré plus haut, le Code AFEP-MEDEF imposait pour sa part de saisir l'assem-

information privilégiée qui concerne un émetteur, résultant respectivement des articles 223-6 et 223-2.

4. A. Gaudemet, « La cession du principal actif d'une société cotée », in *Mélanges en l'honneur du professeur Michel Germain*, LGDJ, 2015, p. 343 et s., spéc. p. 344, n° 5.

5. *Ibid.*

6. Proposition de Loi n° 648 du 24 juin 2014 tendant à rendre obligatoire le dépôt d'une offre publique d'achat en cas d'acquisition de l'essentiel de l'activité d'une entreprise.

7. Rapport du groupe de travail présidé par Christian Schricke sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs par les sociétés cotées, publié le 30 avril 2015 et consultable en ligne sur le site de l'AMF dans la rubrique « Publications », sur lequel P.-H. Conac, *Rev. soc.* 2015, p. 263.

8. Position, p. 6.

blée⁹. En pratique, il va donc s'agir de réécrire le Code AFEP-MEDEF pour expliciter ce à quoi une interprétation raisonnable de l'article 5.2 aurait déjà dû conduire dans sa rédaction antérieure : « saisir » l'assemblée sera bien, demain, lui demander de se prononcer.

En outre, et là est le plus décevant, l'innovation, purement recommandatoire, peut virtuellement n'être jamais appliquée. S'agissant d'une règle de *soft law*, la consultation des actionnaires pourra être écartée par application du principe « se conformer ou expliquer » si les critères déterminants le caractère significatif des actifs dont la cession est envisagée n'apparaissent pas pertinents, en fonction de « la situation particulière de la société et [en indiquant] de manière convaincante en quoi cette spécificité justifie la dérogation » (p. 4). En somme, tout émetteur pourra demain arguer qu'il est plus conforme aux spécificités irréductibles de sa situation de ne pas consulter ses actionnaires et ce, sur la base de critères particulièrement restrictifs et purement indicatifs de ce qu'est un « actif significatif »¹⁰. La même observation vaut pour les autres mesures. L'effectivité du contrôle résultant d'une information renforcée des actionnaires se trouve soumise au bon vouloir des organes de direction, la recommandation précisant que c'est à la société qu'il appartient de « déterminer le degré de détail et le moment de la publication de cette information en fonction des circonstances

qui pèsent sur elle au titre de l'information permanente » (p. 5).

En définitive, la solution est doublement insatisfaisante. Elle l'est d'abord par le manque d'imagination et l'excessive prudence qu'elle révèle. C'est en raison des difficultés soulevées par un décalque du droit des offres publiques en la matière ou des conséquences d'une modification législative en droit des sociétés que l'AMF opte pour le droit souple, suivant en celui le diagnostic du Rapport Schribe¹¹. Vu la nature consultative du vote tout comme la définition très restrictive de l'actif significatif, inscrire une consultation préalable dans la loi n'eût pourtant pas constitué une subversion trop profonde des piliers de notre droit des sociétés...

Elle l'est ensuite par l'absence de vigueur qu'elle renferme. Simple lecture doctrinale du régulateur, qui renvoie elle-même à la modification d'un texte de droit souple¹², elle suppose, pour avoir quelque effet, l'adhésion spontanée des émetteurs qui, sur la base du *comply or explain*, pourront toujours alléguer le caractère particulier d'une cession d'actifs pour éviter de consulter leurs actionnaires car, au fond, quelle cession d'un actif significatif ne présente pas un caractère d'exception¹³ ? ■

9. Rien n'est dit sur la question, en revanche, dans le Code de l'association MiddleNext.

10. V. p. 3, les cinq critères dont deux au moins doivent être réunis pour conduire à la consultation des actionnaires.

11. Cf. le Rapport préc., p. 15.

12. Sur la suspicion légitime que peut susciter cet empiement de sources recommandatoires, M. Michineau, « Le vote consultatif des actionnaires en cas de cession d'actifs significatifs », *Lettre Creda-Sociétés* n° 2015-15.

13. Nous souhaitons remercier notre collègue Antoine Gaudemet qui, à l'occasion d'un échange sur le sujet, nous a fourni quelques éléments très utiles à l'approfondissement de l'analyse.

■ JURISPRUDENCE DE L'AMF

Sanction AMF – Pouvoir de sanction de la COB – Interdiction définitive d'exercer – Incidence d'une condamnation de la France par la CEDH – Non.

AMF, Comm. sanct., 19 juin 2015, SAN-2015-13.

La condamnation de la France par la Cour européenne des droits de l'Homme au titre de diverses violations du droit fondamental d'une personne à un procès équitable n'implique pas de manière nécessaire qu'il soit mis fin à la poursuite de l'exécution de la sanction prononcée à son encontre portant interdiction d'exercer à titre définitif l'activité de gestionnaire pour le compte de tiers.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Rendue le 19 juin 2015, cette décision de la Commission des sanctions boucle la boucle, amorcée il y a de cela plus de dix ans, par une décision de la COB. C'est peu dire que la procédure fut mouvementée et il importe de la retracer pour bien comprendre le sens de la décision rendue.

Le 12 février 2002, l'ancienne COB avait prononcé une interdiction définitive d'exercer l'activité de gestion pour le compte de tiers à l'encontre du président d'une société agréée en qualité de gestionnaire de portefeuille¹, à titre de sanction de multiples manquements. Son recours contre cette décision ayant été rejeté par un premier arrêt du Conseil d'État², le requérant exerça alors un recours individuel devant la Cour européenne des droits de l'Homme qui aboutit à une condamnation de la France fondée sur une triple violation de l'article 6 § 1 de la Convention³.

Fort d'une telle condamnation, l'ancien président de la société de gestion sollicita alors l'ouverture d'une procédure de relèvement afin de pouvoir reprendre l'exercice de son activité de gestionnaire de portefeuille. Se fondant sur l'absence d'une telle procédure de relèvement

1. COB, sanct., 12 févr. 2002, M. Vernes et Financière Rembrandt.

2. CE, 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 28 déc. 2005, n° 246550 et n° 244878, inédit au recueil Lebon.

3. CEDH, 5^e sect., 20 janv. 2011, n° 30183/06, aff. Vernes c/ France. Sur la teneur des violations constatées, M. Michineau, *Lettre Creda-Sociétés*, n° 2015-22 du 6 juillet 2015, « Articulation des décisions de la CEDH et de l'AMF ».