

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**JEAN-JACQUES DAIGRE**

Professeur de droit  
Université Paris I



**JÉRÔME  
CHACORNAC**

Maître  
de conférences  
Université Paris 2



**ANNE-CLAIRE ROUAUD**

Professeur  
Université de Reims



**FRIDA MEKOUÏ**

Juriste financier à la DAJ  
de la Société Générale,  
chargée d'enseignement à  
l'Université Paris XI

### ■ RÉGLEMENTATION

#### **Consultation relative au projet d'ordonnance et de décret sur la réforme du droit des émissions obligataires – Les aménagements du dispositif lié au rachat d'obligations sans annulation.**

Commentaire de Frida Mékouï

Parmi la longue liste des ordonnances prévues par loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite « loi Sapin 2 »), figure celle relative à la réforme du droit des émissions obligataires. L'objectif affiché est de favoriser le développement des émissions obligataires et, partant, de faciliter le financement des entreprises par les marchés financiers.

Il est vrai, la matière nécessitait, à tout le moins, un toilettage, permettant l'adaptation du régime aux pratiques de marché actuelles – les dernières réformes d'ensemble étant quelque peu anciennes (décret-loi de 1935, réforme de 1966-1967). Il s'agissait également d'assouplir certains aspects du régime de façon à maintenir son attractivité.

L'entreprise n'est pas chose simple, tant les conséquences peuvent être importantes sur cet « instrument » de financement tant apprécié. C'est donc en toute sagesse que le projet d'ordonnance établi par le gouvernement a été soumis à consultation publique<sup>1</sup>.

Il s'agit entre autres d'élargir le champ des personnes pouvant se voir déléguer par le Conseil d'administration ou le directoire le pouvoir de :

- réaliser l'émission obligataire (en pratique, il s'agira généralement du directeur financier ou du trésorier) ;
- clarifier les modes de désignation et les pouvoirs du représentant de la masse (on notera entre autres la nouvelle faculté de délégation de ses pouvoirs) ;
- assouplir les règles de convocation de l'assemblée des obligataires qui peuvent dorénavant être prévues contractuellement ;
- plus notable encore, permettre de déroger à la constitution d'une masse des obligataires lorsque le montant qui doit être souscrit par chaque investisseur dépasse un certain seuil.

L'objectif n'est pas ici d'en faire un inventaire à la Prévert. Néanmoins, une disposition appelle l'attention. Il s'agit de celle relative au rachat d'obligation sans annulation. Pour mémoire, l'article L. 228-74 du Code de commerce, introduit en 1966, impose à l'émetteur qui rachète ses propres obligations de les annuler. En effet, à l'image du rachat d'actions, cette disposition répond à la crainte du législateur liée au risque de comportement abusif de l'émetteur (fausse information, manipulation de marché, etc.).

Cette obligation d'annulation, ne s'appliquait pas, pour autant, aux autres titres de créance tels que les warrants ou encore les titres de créances négociables pour lesquels cette pratique était d'usage en ce qu'elle permettait à l'émetteur d'apporter la liquidité nécessaire – en donnant aux investisseurs des occasions d'achat et de vente du titre à des conditions raisonnables de marché. En effet, d'une part aucune disposition spécifique similaire n'existait pour les titres de créance autre que les obligations, et

1. Consultation publique sur des projets d'ordonnance et de décret visant à favoriser le développement des émissions obligataires régies par le droit français.

d'autre part, il ressortait de l'étude de la doctrine<sup>2</sup> qu'une telle obligation d'annulation ne pouvait découler du principe de confusion – c'est-à-dire de la réunion des qualités de créancier et de débiteur. S'agissant de la confusion, les arguments tenaient à ce que celle-ci n'entraînait pas la disparition de la créance, mais uniquement la paralysie des prérogatives qui lui étaient attachées, voire qu'en tout état de cause, le titre faisait échec à l'application de la confusion et à l'extinction du droit qu'il incorpore.

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, le rachat sans annulation n'est pas non plus dénué d'intérêt pour le marché obligataire. Aussi, en 2010, la règle est finalement quelque peu assouplie – le législateur prenant la mesure des avantages de cette pratique pour le marché obligataire en ce qu'il permet à l'émetteur d'assurer la liquidité de ses titres tant importante à l'économie de marché. L'actuel article L. 213-1 A du Code monétaire et financier, introduit par la loi de régulation bancaire et financière, pose dorénavant les conditions de cette auto détention. Tout d'abord, le rachat doit avoir pour objectif d'assurer la liquidité du marché concerné. Ensuite les suspicions sur cette pratique ne s'étant pas envolées avec la découverte de son intérêt, le rachat sans annulation ne peut porter que sur des titres ne donnant pas accès au capital admis à la négociation sur un marché se voyant appliquer abus de marché (en l'occurrence les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation organisés) et celui-ci ne pourra en tout état de cause pas porter sur plus de 15 % d'une même émission. Enfin, une fois rachetés, l'émetteur doit encore s'assurer que les titres ne seront pas conservés plus d'un an et qu'une information au public sera réalisée lorsqu'il détient plus de 10 % d'une émission.

Les conditions précitées ne laissent pas sans questions. Entre autres, comment définir l'objectif de liquidité visé par le texte ? Qu'en est-il des titres uniquement cotés sur des marchés équivalents aux marchés réglementés d'un pays tiers ?

Outre ces questions, la disposition a eu une conséquence significative et inattendue pour un texte qui se voulait plus souple : elle a indirectement étendu l'obligation d'annulation à tous les titres de créance et non uniquement aux obligations. En effet, le texte, d'une part, indique expressément que la faculté de rachat sans annulation déroge au principe de confusion et, d'autre part, vise tous les titres de créance dans le cadre de cette dérogation. En d'autres termes, cela signifierait que le principe de confusion s'applique bien aux titres et que la conséquence de cette confusion est bien l'extinction de la créance. Ainsi, warrants, certificats et obligations sont logés à la même enseigne.

Cet élargissement n'a pas été depuis revu par le législateur et la réforme du droit des émissions obligataires n'a pas pu être l'occasion de se reposer la question du champ d'application matériel du dispositif dans la mesure où la loi d'habilitation ne porte que sur les émissions

obligataires à l'exclusion des autres titres de créance. En revanche, quelques assouplissements sont proposés à l'article 17 du projet d'ordonnance s'agissant du rachat d'obligations uniquement.

Ces assouplissements limités concernent uniquement les émetteurs établissements de crédit et entreprises d'investissement.

En premier lieu, il s'agit d'étendre le cadre dans lequel pour se faire ce rachat sans annulation qui pouvait jusqu'ici intervenir uniquement dans un objectif de liquidité. Ainsi, l'émetteur ayant le statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement, pourrait racheter ses obligations sans annulation dans le cadre de la fourniture d'un service d'investissement d'exécution d'ordres pour compte de tiers, de négociation pour comptes propres ou de placement. En effet, ces situations de détention peuvent se justifier sans qu'il soit aisé d'établir l'objectif de liquidité de la détention. Ce serait par exemple le cas si le prestataire de services d'investissement dans le cadre normal de ces activités venait à détenir ses obligations propres au titre d'opérations de pension ou de contrat de garantie financière avec transfert en pleine propriété ou encore dans le cadre d'opération de placement de leur propre titre. En effet, alors que les prestataires de services d'investissement peuvent être amenés à fournir un service de placement à des émetteurs tiers, il n'est pas possible pour eux de réaliser le placement de leurs propres titres puisqu'ils seraient ici amenés à les détenir.

De même, ces émetteurs pourront acheter dans le cadre ces services d'investissement des obligations qu'elles soient admises ou non à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. On notera au demeurant, que le nouveau règlement européen relatif aux abus de marché étend considérablement l'application du dispositif. Sont notamment appréhendés tous les instruments admis à la négociation sur des marchés réglementés, des systèmes multilatéraux de négociation, ainsi que des systèmes de négociation multilatéraux<sup>3</sup>.

Enfin, le plafond de détention des 15 % par émission ne s'appliquerait aux obligations acquises que dans le cadre d'opération de placement des émetteurs prestataires de service d'investissement. On peut comprendre que, dans ce cadre, ce plafond n'est pas cohérent : c'est potentiellement toute l'émission qui transiterait ne serait-ce qu'un instant de raison dans le patrimoine de l'émetteur. En contrepartie, les obligations ne devraient être pas auto-détenues plus de 60 jours.

Tous ces allègements se justifient et sont donc les bienvenus. Néanmoins, ces propositions d'aménagements ne permettent pas de répondre à toutes les problématiques soulevées par ce dispositif. On évoquait tout à l'heure la question des autres titres de créance, tels que les warrants, qui se retrouvent aujourd'hui appréhendés par les limites strictes de rachat sans qu'il n'y ait eu véritablement d'analyse des conséquences et surtout, d'intention marquée par le législateur de leur appliquer une telle obligation. Ces nouvelles dispositions gardent

2. H., L. et J. Mazeaud, *Leçons de Droit civil*, 9<sup>e</sup> éd., Montchrestien, 1998, t. II, 1<sup>er</sup> vol. par F. Chabas, n° 1136 s., p. 1181. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *Droit civil*, « Les obligations ».

3. Il s'agit des « *organized trading facilities* » consacrées par MIF2.

aussi intactes d'autres questions importantes comme le traitement des opérations de cessions temporaires qui peuvent amener le prestataire de services d'investissement à détenir ses propres titres. Était-ce vraiment l'intention du législateur de soumettre ces opérations

qui constituent le quotidien de ces prestataires au régime restrictif et à un plafond de détention spécifique ? La lettre du texte laisse pourtant peu de doute dès lors que toute acquisition et conservation sont visées sans distinction du cadre de cette acquisition. ■

## Décret du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif

Commentaire de Frida Mékoui

Signalons ce décret publié le 30 octobre 2016, qui comporte diverses mesures d'ajustement du cadre juridique applicable au financement participatif.

Tout d'abord, ce texte porte le plafond des prêts avec intérêts, consentis par les prêteurs sur les plateformes des intermédiaires en financement participatif,

à 2 000 euros par projet. Le plafond des prêts sans intérêts est quant à lui porté à 5 000 euros. Par ailleurs, le décret fixe le plafond des offres admises sur les plateformes des conseillers en investissements participatifs à 2,5 millions d'euros et permet à ces professionnels de proposer des actions de préférence et des obligations convertibles ainsi que, sous certaines conditions, des titres participatifs. Enfin, le texte porte application de l'ordonnance du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse : il précise notamment le plafond d'émission de minibons et les caractéristiques des prêts sous-jacents à ces instruments. ■

## Les apports de la loi n° 2016-1691 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique en droit financier sont extrêmement nombreux et variés.

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique : JORF n° 0287 du 10 décembre 2016.

Commentaire de Jérôme Chacornac

C'est peu dire que la loi du 9 décembre 2016, dite « Sapin 2 », était attendue par les spécialistes du droit pénal comme du droit des affaires<sup>1</sup> et, tout spécialement, du droit financier. Si elle a été amputée de l'un de ses aspects fondamentaux par la loi du 21 juin 2016 relative au système de répression des abus de marché pour assurer le respect du calendrier imposé par l'entrée en vigueur des nouveaux textes européens en matière d'abus de marché<sup>2</sup>, la nouvelle loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique n'en comportent pas moins de très nombreuses dispositions nouvelles qui intéressent tant le droit répressif financier (I.) que, plus généralement, les comportements des acteurs du droit financier (II.)<sup>3</sup>.

### I. L'enrichissement du cadre répressif

1. La principale innovation sur le terrain répressif s'inscrit dans une perspective préventive et consiste en l'introduction dans la loi d'un statut général des lanceurs d'alerte<sup>4</sup>. Inscrit au sein de 1er titre de la Loi, intitulé « De la lutte contre les manquements à la probité », le chapitre II relatif à la « protection des lanceurs d'alerte » articule, sans le dire, des règles générales et des règles spéciales propres aux secteurs bancaire et financier<sup>5</sup>.

Les règles générales reposent une définition et l'exposé d'une procédure de signalement. La définition générale du lanceur d'alerte est donnée à l'article 6 qui dispose qu'il s'agit d'une « personne physique qui révèle ou signale, de manière désintéressée et de bonne foi, un crime ou un délit, une violation grave et manifeste d'un engagement international régulièrement ratifié ou approuvé par la France, d'un acte unilatéral d'une organisation internationale pris sur le fondement d'un tel engagement, de la loi ou du règlement, ou une menace ou un préjudice graves [le pluriel est dans le texte !] pour l'intérêt général, dont elle a eu personnellement connaissance », l'alinéa 2 excluant du périmètre de l'alerte « les faits, informations ou documents, quels que soient leur forme ou leur support, couverts par le secret de la défense nationale, le secret médical ou le secret des relations entre un avocat et son client ». Or ces derniers cas, l'article 122-9 du Code pénal comporte désormais un nouveau fait justificatif au titre des atteintes à un secret protégé par la loi dans le cadre de la procédure d'alerte, ainsi qu'en dispose l'article 7 de la loi nouvelle. La définition ainsi retenue qui vise indistinctement toute personne physique a été jugée constitutionnelle en elle-même tout comme l'a été son articulation avec la

1. On pense tout spécialement aux dispositions relatives à la protection et aux droits des consommateurs en matière financière qui intéressent les spécialistes des instruments et services de paiement, qui figurent au titre V de la loi nouvelle et comportent, outre les modifications techniques, l'annonce de multiples ordonnances spéc. les articles 67 et 70. Cette loi, selon la « non-méthode » caractéristique des lois économiques récentes, comporte bien entendu des dispositions susceptibles d'intéresser au-delà du seul domaine financier. Ainsi en est-il des énièmes modifications apportées au désormais informe titre du Code de commerce consacré à la transparence tarifaire et aux pratiques restrictives de concurrence (titre IV du Livre IV), objet de nombreuses modifications par le chapitre 1<sup>er</sup> du Titre VI de la Loi.

2. Sur le parcours législatif de cette, nos observations, « Proposition de loi réformant le système des abus de marché », RDBF mai-juin 2016, comm. 145.

3. Dont certaines sont traitées dans cette chronique par Jean-Jacques Daigre et Frida Mékoui et ne seront donc pas évoquées. V. leurs contributions dans ce numéro.

4. De manière générale, et tout spécialement sur l'origine européenne et nationale des réflexions relatives à l'introduction d'un tel statut, et la prise en compte du respect de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme, la présentation de P. Pailler, « Le nouveau statut des lanceurs d'alerte », RDBF n° 41, janv.-févr. 2017, p. 73.

5. Idem.

procédure de signalement prévue à l'article 8<sup>6</sup>, qui n'est conçue que dans un cadre professionnel en ce qu'elle invite le lanceur d'alerte à s'adresser en premier lieu à « un supérieur hiérarchique, direct ou indirect, de l'employeur ou un référent désigné par celui-ci ».

À cet égard, si la protection du lanceur d'alerte doit donc être étendue à toute personne, la procédure de signalement est conçue d'abord comme un mécanisme de détection interne d'une infraction ou activité préjudiciable auprès d'un supérieur hiérarchique, dont l'absence de diligence sera une condition de recevabilité du signalement adressé ensuite à l'autorité judiciaire, à l'autorité administrative ou aux ordres professionnels (art. 8, I). Au fond, un parallèle peut être fait avec le droit des entreprises en difficulté, dans lequel l'alerte émanant des commissaires aux comptes, du comité d'entreprise ou des actionnaires est prioritairement destinée aux dirigeants pour obtenir des explications et réactions. Le parallèle n'est cependant pas parfait, l'article 8, II, disposant qu'« en cas de danger grave et imminent ou en présence d'un risque de dommages irréversibles, le signalement peut être porté directement à la connaissance » des autorités susmentionnées au I et « être porté à la connaissance du public ». L'effectivité du dispositif est assurée par l'obligation faite aux personnes morales de droit public ou de droit privé d'au moins cinquante salariés, les administrations de l'État, les communes de plus de 10 000 habitants et les établissements de coopération intercommunale à fiscalité propre d'adopter des procédures appropriées de signalement garantissant « une stricte confidentialité de l'identité des auteurs du signalement, des personnes visées par celui-ci et des informations recueillies par l'ensemble des destinataires » (art. 9), tandis que l'obstacle à la transmission d'un signalement fait l'objet d'une peine d'un an d'emprisonnement et de 15 000 euros d'amende (art. 13).

Si l'essentiel du statut de lanceur d'alerte de droit commun intéresse bien entendu les conditions de réembauche d'un lanceur d'alerte sous l'angle du droit du travail (article 10), c'est la procédure spéciale propre au secteur bancaire et financier qui intéressera les spécialistes du droit des marchés financiers. Elle repose sur un double enrichissement des textes du droit financier résultant de l'article 16 de la loi nouvelle.

À son livre VI, le titre III du Code monétaire et financier relatif à la surveillance du système financier est enrichi d'un chapitre IV, intitulé « Signalement des manquements professionnels aux autorités de contrôle compétentes et protection des lanceurs d'alerte ». Les régulateurs financiers – AMF et ACPR – doivent mettre en place des procédures internes de signalement, tout comme les personnes placées sous leur contrôle<sup>7</sup>. Pour ce qui concerne l'AMF, le détail de cette procédure de signalement est désormais précisé dans un nouveau titre V du premier Livre du règlement général de l'AMF, qui emporte désignation de membres de son personnel en charge de la réception et du suivi des signalements ainsi que des relations avec les lanceurs d'alerte (art. 145-1), un accès internet clair aux modalités

de réception du signalement (art. 145-2), par des canaux de communication garantissant la confidentialité du signalement (art. 145-3), ainsi que la tenue d'un registre interne des signalements reçus (art. 145-4).

Le second enrichissement concerne la protection des lanceurs d'alerte eux-mêmes, qui fait l'objet des nouveaux articles L. 634-3 et L. 634-4 du Code monétaire et financier. À titre de principe, le lanceur d'alerte – dont il est rappelé qu'il doit être de bonne foi – ne peut faire l'objet d'aucune « mesure défavorable », sous peine de nullité – licenciement bien sûr mais aussi mesure discriminatoire – la liste donnée par la disposition n'étant pas limitative et la preuve de la mauvaise foi pesant sur l'auteur de la sanction. Cette protection s'étend également au cours de la mise en cause d'un lanceur d'alerte au titre d'un signalement.

2. La loi du 9 décembre 2016 comporte bien d'autres éléments qui viennent enrichir le cadre répressif en matière financière. On se contentera ici de mentionner les principales sans en questionner le détail.

Du côté des acteurs privés, indiquons l'obligation faite aux dirigeants de sociétés employant au moins 500 salariés et dont le chiffre d'affaires, éventuellement consolidé, est supérieur à 100 millions d'euros, de prendre des mesures destinées à prévenir et détecter les faits de corruption et de trafic d'influence en France comme à l'étranger, qui résulte de l'article 17. Destinée aux « grandes sociétés », cette disposition qui entrera en vigueur six mois après la promulgation de la loi intéressera nombre de sociétés cotées et suppose la mise en place de mesures détaillées au II, allant de l'adoption d'un code de conduite à des dispositifs de formation destinés aux personnels les plus exposés en passant par des procédures d'évaluation de la situation des clients et de contrôle comptables, le tout sous le contrôle de la nouvelle Agence française anticorruption, selon les modalités prévues à l'article 4 de la loi, contrôle qui peut déboucher sur des avertissements et l'ouverture de procédures de sanction, dans un délai de trois ans révolus à compter du jour où le manquement a été constaté. L'effectivité du dispositif est parachevée par l'instauration d'une nouvelle peine correctionnelle prévue par l'article 131-39-2 du Code pénal, applicable aux personnes morales, tenant à une obligation de se soumettre, sous le contrôle de l'Agence française anticorruption, à un programme de mise en conformité d'une durée maximale de cinq ans, au titre de différentes infractions dont, bien sûr, les délits de corruption et de trafic d'influence. Les modalités d'exécution de cette « peine de programme de mise en conformité » sont précisées dans un nouveau titre du Code de procédure pénale, à l'article 764-44<sup>8</sup>.

En passant à présent au très important titre IV de la loi, intitulé « Du renforcement de la régulation financière », de nombreuses modifications sont à signaler. Ainsi, au titre de la prévention des abus de marché, de la réécriture opérée par l'article 42 de la loi nouvelle des articles L. 451-3 du Code monétaire et financier et L. 225-212 du Code de commerce, venue mettre en adéquation le droit français avec le

6. Cons. const. 8 déc. 2016, n° 2016-741 DC, pts 6 et 7.

7. À l'exception, pour l'AMF, des personnes habilitées à procéder à une activité de démarchage.

8. Relevons, au-delà du seul domaine financier, l'introduction en droit français d'un équivalent aux « *Differed Prosecution Agreements* » (DPA) du droit fédéral américain, à l'article 41-1-2 du Code de procédure pénale, par l'article 22 de la loi nouvelle.

nouveau règlement abus de marché – (UE) n° 596/2014<sup>9</sup> –, auquel il est désormais renvoyé et celle de l'article L. 621-7, IX, renvoyant au règlement général de l'AMF la détermination des règles relatives aux personnes produisant ou diffusant des recommandations d'investissement. Le statut des auteurs ou diffuseurs de recommandations d'investissement se trouve également complété par l'obligation faite aux associations de professionnelles de se doter de codes de bonne conduite, qui figure désormais à l'article L. 621-32, alinéa 2.

L'évolution des règles relatives aux abus de marché intéresse également les compétences du régulateur, reconnue autorité compétente au sens de l'article 40 du règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance des fonds d'investissements, aux termes d'un nouvel article L. 621-20-5.

Est introduit par ailleurs, en vertu de l'article 76 de la loi nouvelle, un devoir de coopération du régulateur financier avec une autre autorité administrative : l'Autorité de régulation des jeux en ligne. Selon les nouveaux articles 39-1 à 39-3 de la loi n° 2010-476 du 12 mai 2010, l'ARJEL participe désormais du concert des autres régulateurs sectoriels, la coopération s'étendant à l'ACPR et à l'autorité administrative chargée de la concurrence et de la consommation.

Le champ de la composition administrative se trouve, en outre, encore étendu par l'article 43 de la loi nouvelle par rapport à son extension aux abus de marché réalisée par la loi du 21 juin 2016. L'article L. 621-14-1 renvoie désormais en bloc, à l'ensemble des personnes visées par l'article L. 621-15, II du Code monétaire et financier, sans aucune restriction<sup>10</sup> mais en conservant sa très dérangeante imperfection d'origine. Selon quels critères doit être déclenchée la proposition d'entrée en voie de composition administrative<sup>11</sup> ?

Enfin, sur le terrain des sanctions, c'est encore l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier dont le champ se trouve élargi par l'article 44 de la loi nouvelle, pour viser de nouveaux acteurs du financement, tels les auteurs d'une offre de titres financiers ayant la qualité de conseillers en investissements participatifs et d'une offre de « minibons »<sup>12</sup>, à la suite du premier encadrement légal de la technologie « blockchain ». En parallèle, ce sont les sanctions pénales

qui sont encore alourdies par l'article 46, qui modifie l'article L. 465-3-5 du Code monétaire et financier selon une curieuse technique. La loi pénale renvoie désormais au plafond indiqué par l'article L. 621-15 relatif à la sanction administrative pour déterminer le calcul du montant maximum de la sanction encourue par une personne morale. Le plafond fixé à 15 % du chiffre d'affaires annuel suivra désormais les modalités de calcul prévues par l'article L. 621-15, III bis, dernier alinéa, le III bis faisant par ailleurs, dans son ensemble l'objet d'une réécriture !

Une fois prononcée, toujours à l'article 46 de la loi nouvelle, l'article L. 621-15 impose désormais à son V une publication immédiate par l'AMF sur son site Internet de tout recours formé contre une décision de sanction et de toute suite donnée à ce recours, ainsi que le maintien des décisions publiées sur le site pendant une période d'au moins cinq ans.

## II. Les nouvelles règles de comportements

Au côté du très important volet répressif, qui constitue indubitablement le cœur de la loi nouvelle, de nombreuses obligations nouvelles apparaissent désormais à la charge de différents acteurs du droit financier. La loi du 9 décembre 2016 ne constitue d'ailleurs que la partie émergée de l'iceberg, tant elle est riche d'habilitations pour adopter par voie d'ordonnance de nombreux textes dont, en particulier, ceux relatifs à la directive MIF2, 2014/65/UE du 15 mai 2014 (art. 46)<sup>13</sup>. Mentionnons encore la très importante habilitation figurant à l'article 120, tendant à l'adoption d'une ordonnance dans un délai de douze mois à compter de la promulgation de la loi, afin d'« adapter le droit applicable aux titres financiers et valeurs mobilières afin de permettre la représentation et la transmission, au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé, des titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central, ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers ».

Au-delà, l'intitulé de ce second temps se veut général pour simplement évoquer un ensemble de questions techniquement tout à fait hétérogènes.

**Du côté des prestataires de services d'investissement**, auxquels sont assimilés les conseillers en investissements financiers par l'article 73, créant un nouvel article L. 541-9-1 dans le Code monétaire et financier, l'article 72 de la loi vient interdire la publicité de produits hautement spéculatifs en procédant à la création d'un nouvel article L. 533-12-7 du Code monétaire et financier<sup>14</sup>. Une interdiction dont le périmètre devra s'articuler avec le renvoi opéré par de nouvelles dispositions figurant aux articles L. 222-16-1 et L. 222-16-2 du Code de la consommation, introduites par les articles 75 et 77 de la loi nouvelle.

**En matière de gestion collective**, si elle est appelée à intervenir par voie d'ordonnance, doit être mentionnée l'extraction hors de la catégorie des PSI des sociétés de gestion de portefeuille, annoncée par l'article 122 de la

9. Article 5 du règlement, déjà complété par un règlement délégué 2016/1052.

10. À l'exception des manquements visés au f) de l'article L.621-15, II, aux termes duquel une sanction peut être prononcée contre « toute personne qui, dans le cadre d'une enquête ou d'un contrôle effectués en application du I de l'article L. 621-9, sur demande des enquêteurs ou des contrôleurs et sous réserve de la préservation d'un secret légalement protégé et opposable à l'Autorité des marchés financiers, refuse de donner accès à un document, quel qu'en soit le support, et d'en fournir une copie, refuse de communiquer des informations ou de répondre à une convocation, ou refuse de donner accès à des locaux professionnels ».

11. S'inquiétant de l'absence de critère dans la loi et de la pratique consistant à prendre pour référence la distinction entre les questions nouvelles et les questions déjà tranchées dans la pratique décisionnelle de la commission des sanctions, F. Drummond, « À qui profite la composition administrative ? », Bull. Joly Bourse, nov. 2016, p. 449 ; dans le même sens, déjà, A. Gaudemet, « La composition administrative », in J. Morel-Maroger, T. Kyrat et C. Boiteau (dir.), *Droit et crise financière*, Bruylant, 2015, p. 165 et s.

12. Ordonnance 2016-520 du 28 avril 2016. Sur le décret d'application relatif aux minibons, n° 2016-1453 du 28 octobre 2016, les observations de Frida Mekoui, cette chronique, n° 170, pp. 30-31.

13. À ce sujet, dans ce numéro, v. les analyses de Frida Mekoui, consacrées à l'habilitation portant sur la réforme des obligations obligataires figurant à l'article 117. Mentionnons encore les habilitations figurant aux articles 48, 67, 70, 114, 141, 148, 149.

14. Sur cette nouvelle interdiction, v. cette chronique, n° 170, les observations de Frida Mekoui, p. 30, et n° 169, pp. 28-29.

loi du 9 décembre 2016, afin de permettre à ces acteurs de la gestion collective d'échapper aux contraintes résultant du statut de PSI qui s'appliqueront lors de l'entrée en vigueur de la directive MIF2, actuellement fixée au 31 janvier prochain<sup>15</sup>.

**En droit des sociétés cotées**, au toilettage opéré par l'article 45 de la prohibition faite par l'article 1841 du Code civil aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de réaliser des offres au public de titres financiers<sup>16</sup>, ce sont deux éléments essentiels qui retiennent l'attention.

Le premier élément, de prospective, concerne l'habilitation conférée au Gouvernement figurant à l'article 136 tendant à prendre par voie d'ordonnance les mesures pour simplifier et clarifier les obligations prévues par le Code de commerce à la charge des sociétés, tout spécialement concernant leurs obligations d'informations et, en particulier, par une redéfinition du contenu du rapport annuel établi par l'AMF sur le gouvernement d'entreprise. Le législateur a ainsi entendu les vœux du régulateur<sup>17</sup> relatifs à une nécessaire simplification de l'information communiquée par les émetteurs, qui devrait tendre vers l'adoption d'un document unique pour éviter les redondances et un allègement des obligations de dépôts de rapports afférents à chaque exercice. L'initiative est tout à fait louable. Les informations du droit des sociétés se télescopent et s'imbriquent dans un désordre parfait avec l'information réglementée à la charge des émetteurs cotés, au point d'avoir rendu illisible l'une comme l'autre. Un effort de rationalisation est plus que nécessaire, en espérant qu'il aboutisse réellement à la simplification recherchée.

Le second élément résulte de l'échec réitéré du droit souple en matière de gouvernement d'entreprise au sujet de la rémunération des dirigeants, un échec dont l'affaire Renault a constitué le paroxysme, au lendemain de l'affaire Alcatel, qui avait vu le régulateur en mal de pouvoir se déconsidérer face à un influent Haut Comité de gouvernement d'entreprise qui seul avait eu raison d'une partie de la rémunération versée à l'ancien directeur général. Par sa reculade historique du mois de mai 2013, le Gouvernement avait mis en place une bombe à retardement: le Say on Pay facultatif introduit avec empressement dans le Code AFEP-MEDEF<sup>18</sup>. On pouvait s'attendre à ce que l'année 2016 a donné d'observer à deux reprises: le vote négatif sur l'octroi d'une rémunération auquel ni en droit dur, ni en droit souple, les dirigeants n'étaient tenus de se soumettre. Le recours au droit souple a ainsi été une

catastrophe en termes d'image, un remède pire que le mal osera-t-on. Pourquoi consulter les propriétaires de l'entreprise si c'est pour ne tenir aucun compte de leur volonté, dès lors que la compétence du conseil d'administration pour déterminer la rémunération de son président est clairement affirmée dans la loi?

La réaction était, cette fois, inévitable mais le caractère sensible de la question conduit à une fausse révolution en droit des sociétés, véritable usine à gaz, morceau de choix de ce que peut faire de plus illisible une volonté politique incertaine face à une question technique complexe. L'article 161 de la loi nouvelle introduit un nouvel article L. 225-37-2 dans le Code de commerce qui, tout en maintenant la compétence de principe du conseil d'administration pour déterminer la rémunération du président à l'article L. 225-47, suppose, dans les sociétés cotées, de soumettre au vote de l'assemblée générale une résolution annuelle relative aux « principes et critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature, attribuables au président, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, en raison de leur mandat ». Se voulant compréhensif, le texte manque considérablement de précision dans son domaine mais aussi dans son régime, étant prévu qu'à défaut d'approbation d'une année sur l'autre, c'est le régime de rémunération établi au titre de l'exercice précédent qui trouve à s'appliquer. À part variable incertaine pour les dirigeants répondeur mécaniquement, très probablement, hausse des rémunérations fixes et multiplications des contrats de travail, rendant encore plus sensibles aux yeux de l'opinion, les écarts de rémunération constatés au sein d'une même entreprise.

Conçue à reculons, comme le font depuis les années 1990 l'ensemble des gouvernements successifs en la matière, cette première réaction du législateur à des scandales de place dans le domaine de gouvernance d'entreprise n'innove pas en bien. Il est certain que le texte suscitera nombre de difficultés de mise en œuvre et appellera d'autres réformes.

Pour conclure, mentionnons une question qui, quoique relevant des procédures d'exécution, rencontre une résonance particulière en matière financière. Les arabesques de la jurisprudence en matière d'immunité d'exécution des États étrangers<sup>19</sup> constatées dans le contentieux contre l'Argentine et les enjeux des solutions à l'égard d'autres États telle la Russie à la suite de la sentence rendue dans l'affaire Yukos ont rendu nécessaire une clarification législative sur le périmètre des immunités en relation aux conditions de renonciation à celles-ci par les États. Qu'il s'agisse de « fonds vautours » dans le cadre d'un contentieux relatifs à des obligations d'État ou d'actionnaires expropriés, les mesures conservatoires et d'exécution forcée ne pourront être mises en œuvre à l'encontre de biens affectés à des missions diplomatiques « qu'en cas de renonciation expresse et spéciale des États concernés », ainsi qu'en dispose désormais l'article L. 111-1-3 du Code des procédures civiles d'exécution inséré par l'article 59 de la loi nouvelle. ■

15. Sur cette question, M. Storck, « Statut des sociétés de gestion de portefeuille », RDBF, janv.-févr. 2017, comm. 36. Sur l'impact de la loi Sapin 2 en matière de gestion collective, les articles 117 et 118. Indiquons également, en matière de gestion collective, que la Société de libre partenariat (SLP) instituée par l'article de la loi n° 2015-990 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques fait l'objet de modifications par l'article 119 de la loi du 9 décembre dernier, consistant principalement en un réajustement du champ des dispositions du Code de commerce dont l'application est exclue aux SLP. Pour le détail, v. l'exposé de I. Riassetto, « Loi Sapin 2 – Modifications apportées à la société de libre partenariat », RDBF, janv.-févr. 2017, comm. 40.

16. Sur ce point, les observations de Jean-Jacques Daigre dans ce même numéro, supra.

17. En particulier, celles du Groupe de travail présidé par Jean-Claude Hanus, Rapport sur le rapport du président sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques, février 2016.

18. V. E. Dubois et J. Chacornac, « Les limites de l'autorégulation en droit des sociétés », Bull. Joly sociétés, nov. 2013, p. 758.

19. Pour le terme de la saga, Civ. 1<sup>re</sup>, 13 mai 2015, n° 13-17751, Commisimpex.

## Offre au public – Parts sociales – Interdiction expresse – Modification de l'art. 1841 du Code civil.

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 », art. 45.

**L'interdiction de procéder à une offre au public de parts sociales, jusqu'ici implicite, est introduite expressément à l'art. 1841 du Code civil.**

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

La loi Sapin 2 modifie l'art. 1841 du Code civil pour y introduire l'interdiction expresse de procéder à une offre au public de parts sociales, ce qui, curieusement, n'y figurait pas auparavant. Le texte antérieur se contentait d'interdire aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi « de procéder à une offre au public de titres financiers ou d'émettre des titres négociables ». Désormais, ce même article ajoute qu'il leur est également interdit de procéder « à une offre au public, au sens de l'art. L. 411-1 du Code monétaire et financier, de parts sociales », et que les parts émises en contravention avec cette interdiction seront atteintes de nullité.

À vrai dire, on n'en avait jamais sérieusement douté<sup>1</sup>, mais le texte présentait une ambiguïté qui pouvait prêter à une interprétation littérale, illogique mais formellement possible. En n'interdisant expressément que l'offre au public de titres financiers (et de titres négociables),

l'ancien art. 1841 pouvait, de prime abord, prêter à une interprétation a contrario conduisant à admettre qu'une telle offre était, par différence, possible pour les parts sociales. C'est ce qu'un arrêt de la cour d'appel de Paris avait cru pouvoir juger<sup>2</sup>. Cela provenait d'une mauvaise réécriture de l'art. 1841 par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne car, auparavant, l'interdiction était générale et claire : « Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de faire publiquement appel à l'épargne ou d'émettre des titres négociables, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis », même si le mot « titres » n'était pas le mieux choisi.

Pourtant, la conclusion de cette interprétation suffisait à la ruiner, seules les valeurs mobilières de naguère, les titres financiers d'aujourd'hui, présentant les caractéristiques nécessaires à une telle émission par offre au public (négociabilité). Surtout, l'associé d'une société de personnes est en général soumis à un régime de responsabilité financière dangereux. Par conséquent, si le législateur avait limité les sociétés pouvant émettre des titres financiers par offre au public, à plus forte raison en étaient interdites celles émettant des parts sociales. Le raisonnement a contrario n'était pas acceptable, car il ne permettait pas de revenir au principe ; seul l'était le raisonnement a fortiori, ce qu'avait reconnu la Cour de cassation<sup>3</sup>. ■

2. CA Paris 3 avril 2014 : RTD Com. 2014, p. 664, obs. N. Rontchevsky.

3. Cass. com. 5 octobre 1999, n° 96-20939 : BC, IV, n° 162 ; D. 1999, p. 83, obs. M.B. ; Rev. soc. 1999, p. 821, note B. Saintourens ; RTD Com. 2000, p. 128, obs. N.-H. Monsérié-Bon. Cass. com. 8 mars 2005, n° 03-17879 : BJB 2005, p. 983, note Th. Granier.

1. Voir N. Rontchevsky, obs. sous CA Paris, 3 avril 2014 : RTD Com. 2014, p. 664 et s. B. François, « Appel public à l'épargne », in *Répertoire Sociétés* Dalloz, n° 190.

## Offre au public de parts sociales – Banques mutualistes ou coopératives – Information de souscripteurs – Connaissance des souscripteurs.

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 », art. 113.

**Les banques mutualistes ou coopératives qui procèdent à une offre au public de parts sociales, doivent s'enquérir des connaissances des souscripteurs et les informer de la nature et des risques de l'opération.**

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

L'ordonnance n° 2005-429 du 6 mai 2005 avait expressément interdit aux banques mutualistes et coopératives de faire appel public à l'épargne pour l'émission de leurs parts sociales à l'art. L. 512-1 du Code monétaire et financier. Cependant, pour permettre leur financement, l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 leur avait au contraire ouvert la possibilité de procéder à des offres au public, de titres financiers quand elles pouvaient en émettre et, plus étonnamment mais tout à fait logiquement dans une perspective financière, de parts sociales, et avait renvoyé au Règlement général de

l'AMF la détermination des conditions des émissions.

La loi Sapin 2 (art. 113), sans revenir sur cet acquis, vient encadrer l'offre au public de parts sociales, qui ne l'était pas, en leur étendant les principales obligations d'information et de connaissance du client imposées, de manière générale, aux prestataires de services d'investissement pour l'offre de titres financiers par les art. L. 533-12 et L. 533-13 du Code monétaire et financier.

Désormais, elles sont tenues de s'enquérir des connaissances et de l'expérience en matière financière du souscripteur potentiel, ainsi que de sa situation financière et de ses objectifs, de manière à pouvoir lui recommander une souscription adaptée à sa situation, et si elles n'obtiennent pas les informations utiles, elles doivent le mettre en garde. Elles doivent par ailleurs lui délivrer un contenu exact, clair et non trompeur et les communications à caractère publicitaire, qui doivent remplir les mêmes exigences, doivent être clairement identifiées comme telles. Enfin, les souscripteurs doivent recevoir, préalablement à la souscription, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature des parts sociales proposées ainsi que les risques et inconvénients y afférents, afin d'être en mesure de prendre leur décision d'investissement en connaissance de cause.

Cette réforme est bienvenue. En effet, il n'y avait pas

de raison que les souscripteurs de parts sociales soient moins bien entourés que les souscripteurs de titres financiers et, à vrai dire, il y avait encore plus de raisons de les protéger compte tenu de la nature des parts sociales,

même si le risque financier reste limité<sup>1</sup>, mais le vrai est que ces banques s'y étaient soumises spontanément, de sorte que le texte n'alourdira pas leur pratique. ■

1. D. Hiez, *Coopératives*, Editions Delmas, p. 239 et s.

RB

SÉMINAIRES

Atelier

Judi  
20 avril  
2017  
9h00 - 12h00

## LA RÉVOLUTION EUROPÉENNE DE LA PROTECTION DE LA CLIENTÈLE

8 h 30 Accueil des participants et petit-déjeuner

9 h 00 **Introduction de la séance**

**Valérie HAUSER**, directeur associée, Wavestone

**Les attentes du superviseur en matière de protection de la clientèle**

**Mark BÉQUERY**, adjoint au directeur du contrôle des pratiques commerciales, ACPR

**Connaissance client, devoir de conseil et protection des données personnelles : comment concilier les approches ?**

**Clémence SCOTTEZ**, chef du service des affaires économiques, CNIL

**Le traitement des réclamations : quel dispositif mettre en œuvre ?**

**Nicolas CALMON**, *Manager*, Wavestone

Pause

**Protection de la clientèle : quelles priorités ? Quelles difficultés de mise en place ? Quels impacts sur les organisations ?**

**Cédric DUCHATELLE**, responsable groupe conformité & déontologie, AG2R La Mondiale

**Promotion, communication et nouveaux produits : comment la conformité s'insère dans les processus marketing ?**

**Marie HACQUARD**, directrice conformité bancaire, Groupe BPCE

**Les problématiques liées au conseil et à la gouvernance produit**

**Pierre-Grégoire MARLY**, professeur agrégé des facultés de droit, doyen de la faculté de droit du Mans, directeur du Master II droit des assurances

12 h 00 Clôture de la séance

Lieu

Auditorium de la FBF  
18, rue La Fayette  
75009 Paris

Tarif

480 euros TTC

Contact

Nelly Tran  
Tél. : 01 48 00 54 04  
tran@revue-banque.fr

Pour plus d'infos :  
revue-banque.fr

