

AJSP

Association des élèves et diplômés juristes



SciencesPo.

LA REVUE DES JURISTES

DE SCIENCES PO

REVUE DE L'ASSOCIATION DES ÉLÈVES ET DIPLÔMÉS JURISTES • SEMESTRIEL • N°7 • HIVER 2013



ÉDITORIAL

« Le secteur est habile : quelles que soient les réglementations qui lui seront imposées, il imaginera des moyens pour les contourner. La réglementation doit donc être exhaustive et dynamique. »

J. Stiglitz, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*

CHERS AMIS,

Trois ans et demi déjà que la Revue grandit et s'améliore. Un bilan d'étape s'impose alors que les premières générations sont parties, laissant à d'autres la responsabilité de faire vivre ce projet.

Trois ans et demi, ce n'est encore que la moitié de l'âge de raison. Nous savons donc désormais que pour l'atteindre, il faudra encore à la Revue trois autres années et demie et doubler les 52 articles, 68 contributeurs, 559 pages, 7 conférences et 11 entretiens que totalise la Revue avec ce numéro. Du travail en perspective ! Mais si la Revue continue d'attirer des contributions de 20 pages telle que celle écrite sur le Spin Off, record à battre, l'avenir sera nettement plus radieux que ce début de printemps.

Mais l'âge de raison n'est pas un vain mot non plus lorsque l'on en vient à parler des marchés financiers. Savoir s'ils l'ont déjà atteint reste une question en suspens. Les figures du taureau et de l'ours pour décrire la tendance haussière

ou baissière des marchés symbolisent bien l'importance de la passion dans la finance, parfois au détriment de la raison. Et c'est alors au droit, et donc aux États et leurs émanations, qu'il revient de faire aux marchés raison garder. Ce qui ne va pas sans difficulté comme le souligne Joseph Stiglitz.

Ainsi, ce numéro, s'il se veut sur la voie de l'âge de raison, ne pouvait ignorer le cheminement, juridique, imposé aux acteurs de la finance vers plus de « discernement ». L'actualité foisonnante du droit des marchés financiers dans une telle période de remise en cause réglementaire a donc fourni à nos contributeurs – que nous tenons à remercier ici - l'inspiration nécessaire pour mener à bien ce numéro, sous le contrôle de notre directeur scientifique M. le Professeur Sébastien Neuville.

C'est enfin pour que le droit se fasse une raison quant au mirage de la pure technique juridique

que la Revue est aussi heureuse de recueillir pour la première fois des travaux se basant sur l'analyse économique du droit. Le droit est une matière technique, mais aussi transdisciplinaire. Tout comme il ne saurait se contenter du socle fondamental que sont les facultés pour son enseignement, le droit n'est pas un domaine clos. Qu'il soit enseigné à Sciences Po ou analysé par le prisme des notions économique, l'étude du droit ne doit pas s'astreindre à des frontières artificielles. Notre conviction est que tant l'analyse économique du droit – innovation intellectuelle – que cette Revue qui tire ses racines dans l'École de Droit de Sciences Po – innovation pédagogique – peuvent aider à transmettre une vision novatrice

et, nous l'espérons, complémentaire des travaux universitaires de recherche.

Mais pour ainsi transmettre et enfin atteindre l'âge de raison, nous comptons sur vous cher lecteur, car il ne tient qu'à vous de devenir contributeur. À cet égard, sachez que notre prochain numéro portera sur une matière elle aussi dans l'air du temps: le droit de l'énergie.

En attendant, nous vous souhaitons, chers lecteurs, juristes ou non, une bonne lecture.

Le Comité de rédaction



Antoine DELACARTE



Audrey LHEMANN



Pierre-Axel ABERG



Thomas CHANZY



Victor CHARPIAT



Alice DE JUVIGNY



Matthew MORANTZ

Responsables de la Revue des Juristes de Sciences Po

SOMMAIRE

ÉDITORIAL

ENTRETIENS

Le mot du Dauphin, Entretien avec Pierre-Olivier Sur 06

« **Droit & Croissance** », un think tank à la croisée du droit et de l'économie.
Entretien avec Sophie Vermeille 12

DOSSIER THÉMATIQUE

LA BOURSE OU LA LOI : LE DROIT DES MARCHÉS À L'AUBE DU 21^{ÈME} SIÈCLE

Introduction du directeur scientifique, par Sebastien Neuville 19

Le Spin-off : que faut-il attendre de la réglementation encadrant ces opérations ?
par Elisabeth Milan, Olivier Jouffroy & Maxime Delacarte 21

La réforme du secteur bancaire : vers quelle forme de réglementation bancaire en Europe ?
par Margaux Curie 35

Les enjeux juridiques de la financiarisation des marchés de matières premières,
par Anselme Mialon 43

Franchissement de seuils et transparence des marchés financiers : La jurisprudence et les réformes successives annoncent-elles la fin du bal masqué ? par Claire Malrieu & Nima Haeri 49

Prévention et caractérisation des actions de concert dissimulées,
par Marine Bonnaire & Benoit Marpeau 61

Les enjeux de l'élaboration de la taxe sur les transactions financières européenne,
par Adrien Khaznadji 66

Les agences de conseil en vote, par Anastasia Christin et Aurélien Veil 71

ÉCOLE DE DROIT

Compte rendu de la conférence organisé par l'AJSP sur la lutte anti-blanchiment,
par Victor Charpiat 83

Résumé de la conférence d'Emmanuel Gaillard, « La concurrence des procédures arbitrales »
par Antoine Delacarte 87

Actualités de l'École de Droit 90

APPEL À CONTRIBUTION

ENTRETIENS

ENTRETIEN AVEC PIERRE-OLIVIER SUR

Le mot du Dauphin



Avocat associé au cabinet FTMS
Elu Bâtonnier de Paris
pour les années 2014 et 2015

Pourriez-vous retracer le parcours qui vous a amené jusqu'au bâtonnat de Paris ?

Je suis avocat pénaliste. Tout a commencé à Sciences Po, qui m'a donné, en plus de ma culture juridique et de l'enseignement juridique que j'avais suivi à Paris II, une ouverture ; et l'ouverture est, je pense, la clé du développement personnel et professionnel.

Mais avocat pénaliste, qu'est-ce que cela veut dire ? Cela veut dire commencer par les cours d'assises, par les affaires de viol, de drogue, de braquages, mais aussi s'ouvrir au pénal politique, au pénal financier, au pénal international. Je pense que j'aurais suivi une carrière d'avocat pénaliste pur et dur sans ce passage par Sciences Po. Il m'a fait prendre conscience de l'intérêt général de ma profession, suite à quoi je me suis présenté aux élections du Conseil de l'Ordre, au Bâtonnat, jusqu'à devenir le « Dauphin » de l'Ordre. J'ai donc été élu Bâtonnier.

Quel procès vous a le plus marqué ?

Il y a eu un certain nombre de grands procès. J'ai commencé par l'affaire Chaumet. Un certain nombre d'avocats, très connus à l'époque, ont constaté le jour du procès qu'il manquait un avocat pour l'un des jeunes, l'un des prévenus les moins importants, mais sans cet avocat, le procès n'aurait pas pu avoir lieu. Ils ont fait appel à moi car ils étaient mes aînés dans la Conférence du Stage.

L'affaire Chaumet, c'est la première grande affaire de droit pénal financier de toute la série qui se poursuit jusqu'à aujourd'hui avec « Pétrole contre nourriture » et le renvoi de Pasqua devant

le tribunal correctionnel. Cette affaire concernait la fameuse maison Chaumet, la bijouterie place Vendôme. Les deux frères Chaumet étaient poursuivis pour abus de confiance, et ils ont été condamnés pour cela. En échange des pierres précieuses qu'on leur confiait, ils prêtaient de l'argent, mettant en place un système pratiquement bancaire, formellement interdit par la loi. Ils se rendaient en plus coupables de détournement d'argent.

À l'époque, cette affaire a défrayé la chronique. Vous n'imaginez pas la chance que j'ai eu d'y participer. C'était un scandale terrible, toute une légende qui s'effondrait avec la maison Chaumet. Tous les journaux en parlaient. Je vous rappelle que Chaumet était le plus grand bijoutier parisien, et ce depuis Napoléon : celui-ci avait été aidé par Chaumet pour réparer une roue de son carrosse cassée devant sa porte, suite à quoi il lui a commandé sa couronne d'empereur.

Dans une telle affaire, je n'étais qu'un jeune avocat, défendant un petit prévenu, celui que personne n'écoute. Alors j'ai plaidé un quart d'heure, et tout s'est extrêmement bien passé : j'ai eu un article dans Libération.

Est-ce qu'il y a aussi des échecs qui vous ont marqué ?

Oui, et pas plus tard que six mois après cette affaire Chaumet : j'ai reçu un coup de téléphone de Jean-Pierre Alain. Je me souviens que le matin, j'avais lu dans le Figaro une page entière sur cette affaire, dont on commençait à saisir l'ampleur. Il m'appelle et me dit qu'il cherche un

jeune avocat, qui ne soit pas une star, mais pas non plus quelqu'un qui n'ait pas les qualités pour le représenter. Son neveu, qui était auditeur de justice dans l'affaire Chaumet, lui avait conseillé de se tourner vers moi. Je l'ai donc défendu, mais contrairement à l'affaire Chaumet, le procès s'est extrêmement mal passé. Heureusement, tout ceci n'était pas encore numérisé, disponible sur Google, mais j'ai eu une très mauvaise presse après ma plaidoirie. J'ai complètement raté, sans doute dépassé par l'enjeu, tout jeune avocat que j'étais. Cet échec a été très dur ; j'ai même failli arrêter le métier.

Quand vous êtes à côté de la plaque dans une affaire où il y a des enfants qui meurent, vous avez l'impression d'avoir manqué à votre devoir, d'avoir tout raté. Tout raté pour défendre votre client, tout raté pour avoir choqué les familles des victimes. Raté, le fameux équilibre qu'on attend d'un avocat de la défense : « comment peux-tu défendre celui qui a commis les pires exactions ? » Eh bien oui, on peut le défendre, mais il faut d'abord respecter les victimes, et on m'avait fait comprendre, dans la presse qui avait suivi cette audience, que j'avais raté les deux.

Et puis, je me suis remis au travail, et cette affaire du sang contaminé a paradoxalement fait parler de moi. La notoriété, à certains moments de votre vie professionnelle, peut être plus importante que le résultat. C'est regrettable car le résultat devrait être la seule chose qui importe. Après coup, j'aurais donné tout l'or du monde pour ne pas avoir participé à ce procès. Mais en fait, ce procès m'a lancé. J'étais dans la jeune génération des pénalistes, et j'ai eu nombre d'affaires intéressantes. J'ai notamment participé à toutes les affaires du Crédit Lyonnais : c'est là que j'ai attaqué le pénal financier. J'ai eu des affaires de terrorisme international assez extraordinaires aussi. J'ai eu de grandes affaires d'assises, de grandes affaires d'infanticide. J'ai eu les affaires de financement du RPR à l'époque. La boule de neige a commencé à prendre de l'ampleur et m'a fait participer aux grands procès de ces 20 dernières années.

Comment le pénal a-t-il évolué depuis que vous le pratiquez ?

À mes débuts, le pénal était encore à l'ancienne : c'était le pénal de la cour d'assise, qui devenait moins fascinant, puisque la peine de mort venait

d'être abolie. Il y avait donc assez peu de jeunes avocats intéressés par le pénal. La cour d'assises se limitait à juger des affaires de viols et de braquages, et la criminalité commençait à s'atomiser. Les pyramides de délinquance, dominées par des caïds établis, commençaient à être éradiquées par le bon travail de la police, de la gendarmerie et de la justice.

Mais c'était aussi la période où la chape de plomb s'amointrissait dans les cercles familiaux, c'est pourquoi on a redécouvert l'inceste. Grâce à l'action d'associations et de psychologues, ces affaires sont venues devant la justice. J'ai assisté au renversement du balancier, de zéro poursuites à trop de poursuites, jusqu'à l'affaire Outreau. Les affaires pénales n'étaient pas encore très intéressantes, avant que n'arrive le pénal financier avec l'affaire Chaumet. Ensuite, le pénal politique et le pénal international se sont également développés.

Quel a été votre plus grand succès ?

Je suis assez fier d'avoir fait un certain nombre de choses, notamment d'avoir mis en place devant les juridictions pénales internationales, avec des confrères, la constitution de partie civile à la française. Songez qu'à Nuremberg, les fils et filles des malheureux qui sont morts dans les camps étaient de simples témoins. Ils racontaient ce qu'ils avaient su, à travers les lettres qu'ils avaient reçues. Et les survivants racontaient ce qu'ils avaient vu, en tant que témoins.

Dans l'affaire Douch, à Phnom Penh, pour le premier procès des Khmers Rouges, nous avons mis en place la partie civile. Les victimes n'étaient plus de simples témoins, comme dans la procédure anglo-américaine : elles avaient les mêmes droits que l'accusé. Nous avons imposé à Phnom Penh un système à la française. Cela montre le poids du droit français, y compris dans des procédures internationales traditionnellement influencées par le droit anglo-américain. Ce droit des victimes a aussi été reconnu dans le tribunal spécial pour le Liban, et dans le procès d'Hissène Habré, l'ancien dictateur du Tchad, dont je suis l'avocat.

Et votre combat contre la garde à vue sans avocat, comment a-t-il commencé ?

Dans l'affaire Bédier, j'ai été condamné pour diffamation. Bédier était le ministre des programmes immobiliers de Chirac. On lui repro-

chait d'avoir reçu des enveloppes sur les marchés publics dans sa circonscription, dont certaines avaient été remises par l'un de mes clients. Chantal Guérout, la femme de l'un des « porteurs d'enveloppe » avait été placée en garde à vue, alors que la loi l'interdit pour les témoins. Elle s'est suicidée pendant sa garde à vue, et la presse m'a demandé mon avis : j'ai répondu au Parisien que cela ne m'étonnait pas, car la garde à vue à la française est un système moyenâgeux.

À partir de ce moment-là, j'ai eu l'idée de fonder l'association « Je ne parlerai qu'en présence de mon avocat ». Cette association a lancé le combat contre la garde à vue. J'étais l'un des rares, voire le seul à l'époque, à déposer systématiquement des conclusions de nullité. Tous mes confrères et amis se moquaient de moi. Et puis il y a eu une condamnation par les cours européennes, qui a montré à la communauté judiciaire que la garde à vue à la française posait problème. Nous avons réussi à faire changer la loi. Je n'en suis pas le seul responsable, mais je suis très fier d'avoir participé à ce mouvement.

Quelles grandes causes restent à défendre pour un pénaliste aujourd'hui ?

Il reste les prisons. J'ai écrit un article là-dessus dans Libération il y a deux ou trois mois : est-ce que la seule réponse à l'infraction c'est la prison ? Est-ce que le système carcéral doit rester le dénominateur commun, même si on développe des alternatives ? J'aimerais bien qu'on trouve autre chose. En tous cas, cela passe d'abord par le respect de la dignité humaine à l'intérieur de la prison. Et c'est un grand combat. Si à mon petit niveau, je peux dire que j'ai fait avancer les choses sur la garde à vue et sur la prison, je pourrai partir heureux à l'âge de Badinter sans avoir été sénateur ou ministre.

Mais des grandes causes, il y en a toujours. La grande cause, c'est de défendre un homme ou une femme. Lorsque la personne est au comble des passions et des dérèglements humains, on aura toujours besoin d'un avocat pénaliste pour le prendre par la main. La faute ne sera certes pas oubliée, mais on va trouver une réponse pour resserrer les liens du contrat social. La faute est une fracture à un moment donné du contrat social. Et qu'est-ce que la justice ? Elle vient en ressouder les liens.

Est-ce qu'il y a un rapport entre le pénal des affaires où on défend des personnes morales et le pénal individuel où on défend des personnes physiques ?

Oui, bien sûr : un bon exemple de pénal des affaires, c'est l'affaire Elf. J'y défendais André Galfi, un personnage turbulent. Pour obtenir des contrats, les dirigeants de Elf passaient par lui pour corrompre les gouvernants des Etats « voyous », et il rétrocédait pour cela des commissions : c'est le fameux système des rétro commissions.

En France, le ministère des finances comme la justice ferment les yeux sur cette forme de corruption. Elle est derrière beaucoup d'exportations : par exemple les TGV, ou les rafales. André Galfi servait en quelque sorte de gare de triage dans ce système. Beaucoup de personnages importants étaient impliqués : François Mitterrand, Bernard Arnault, Jacques Chirac. Ils avaient tous fait de très hautes études : l'ENA, Polytechnique. A côté, mon homme n'avait pas le BAC. C'est grâce à cela que je l'ai sauvé, pas grâce à la technique juridique : face à ces rétro commissions, il n'y avait pas grand chose à dire.

Je m'explique : le jour où on est arrivés à l'audience dans sa Mercedes blindée, Galfi m'a demandé de lui expliquer où il allait être jugé. Je lui ai parlé de la 1^{ère} chambre du tribunal, où Marie Antoinette a été jugée. Il m'a demandé qui était Marie Antoinette. Au début, je pensais qu'il pensait à autre chose. Vous savez qu'on a le trac quand on est dans la voiture, que toutes les radios annoncent le début imminent du procès, que les journalistes et les prévenus sont là. Je vous assure que c'est un moment assez extraordinaire à vivre mais où l'angoisse est totale, pour nous avocats, alors il faut imaginer pour le bonhomme qui est à côté de vous. Je lui ai donc répondu que c'était la femme de Louis XVI, et il m'a demandé combien elle avait pris. Ce n'était pas pour rire, il ne la connaissait pas : l'homme est totalement autodidacte. Alors, je me souviens avoir tapé sur le fauteuil en cuir de cette énorme Mercedes, et m'être exclamé qu'elle avait été guillotinée, Marie Antoinette. Et lui de me répondre : « c'est pas bon pour nous, ça ».

Et vous voyez cette phrase, je l'ai plaidée pour montrer que Galfi n'était pas un énarque mais un voyou, et qu'il fallait le juger différemment :

on ne juge pas seulement un fait, mais aussi un homme. Dans son cas, les faits étaient moins transgressifs. Je pense que c'est grâce à cette histoire qu'il n'a pris que 3 mois avec sursis, tandis que 4 ans fermes ont été requis avec mandat de dépôt, c'est à dire les menottes.

Le pénal financier, c'est donc aussi des hommes et de la plaidoirie. C'est à la fois des effets de manche et de la technique, et c'est avant tout un travail d'équipe, en cabinet d'affaires. Je veux faire bouger l'image de l'avocat pénaliste, beaucoup plus moderne que les gens ne le pensent.

Et l'Ecole du Barreau, comment est-ce que vous voulez la faire bouger ?

Notre priorité est l'ouverture à l'international de l'Ecole du Barreau. Mon colistier Laurent Martinet, élu comme co-bâtonnier, et moi-même y sommes très attachés. Richard Descoings a su ouvrir l'IEP de Paris sans mettre en péril son excellence : les étudiants y ont l'occasion de partir à l'étranger pendant un an. Cette possibilité d'expatriation est bien moins vraie à l'Ecole du Barreau, qui ne dure que dix-huit mois. Je voudrais donc qu'un élève-avocat sur trois aille à l'étranger sur la base du volontariat, dans le cadre du projet pédagogique individuel. Cela fait partie de mes engagements.

Concrètement, cela signifie mettre en place 500 stages à l'étranger. Il y a 200 000 avocats au Brésil, contre seulement 55 000 en France. Je pense que ces 200 000 avocats brésiliens – qui dans le fond sont plus proches de la France que des Etats-Unis – sont prêts à donner des stages à nos jeunes, ils ont une véritable appétence pour les avocats français, francophones, francophiles. En Inde, il y a un million d'avocats. Ils sont prêts à nous proposer des stages ; pas encore à nous ouvrir leurs portes pour qu'on installe nos structures là-bas. Nous avons une vision très ouverte de l'ordre vers l'étranger, qui, si nous parvenons à nos fins, pourrait faire évoluer le jeune barreau et les repères des jeunes avocats. Nous voulons changer l'école du barreau, nous voulons changer la pratique professionnelle des jeunes avocats.

Quand j'étais étudiant à Sciences Po, il y avait 1000 étudiants, dont 500 diplômés par an, alors qu'aujourd'hui il y en a 10 000 tous cycles confondus. Et bien je pense que Sciences Po est une école bien meilleure aujourd'hui que de mon

temps. Beaucoup plus recherchée, performante, sophistiquée. Et l'ENA qui dans le même temps a gardé son concours très difficile, très sélectif, a totalement perdu à mes yeux, de son caractère attractif. Vous n'êtes pas d'accord ? Qui a envie de faire l'ENA, aujourd'hui ? C'est la preuve qu'il ne faut pas de *numerus clausus*. Pour autant, nous ne pouvons pas admettre beaucoup plus d'étudiants à l'Ecole du Barreau : il y en a déjà 1750, c'est suffisant. Nous ne voulons pas ouvrir à plus de monde mais élargir le spectre : donner plus de débouchés à tous ces étudiants. Ce serait bien qu'il y ait un examen d'entrée national, mais cela relève du Conseil National du Barreau et pas du bâtonnier de Paris.

Est-ce que vous recommandez aux jeunes avocats de se spécialiser ?

Oui, je pense qu'il faut être hyper spécialisé. Le droit se construit en cercles concentriques. Le droit pur est le noyau dur, nécessaire à tout avocat mais non suffisant. Il faut être attentif à tout ce qui se dessine autour, et c'est là que le droit se complexifie : face à la vie, face aux personnes physiques, face aux personnes morales, face à l'économie, face à la finance, face à la souffrance, face aux épreuves, face au monde, face à la mondialisation. La confrontation entre le noyau dur et ces cercles concentriques se fait par syllogismes. Il y a une règle de droit et il y a du fait, que ce soit la chair humaine pour les personnes physiques, ou la chair financière pour les personnes morales. Devenir juriste, ce n'est pas simplement apprendre un cours de droit. C'est aussi et surtout s'ouvrir aux cercles concentriques à partir du droit pur : cela me paraît être la clé pour les jeunes.

Le rôle de l'avocat est de réfléchir aux problèmes et aux solutions : on peut modifier la prescription, on peut constituer partie civile comme en droit anglo-américain, on peut faire avancer le droit. Cela suppose une vision transversale et critique du droit. La spécialisation correspond à cette troisième strate, après le noyau dur et les cercles concentriques : c'est l'angle d'approche, la porte pour entrer ou la fenêtre pour sortir. Il ne faut pas brûler les étapes : la spécialisation peut intervenir très tôt, dès l'Ecole du Barreau, mais aussi beaucoup plus tard.

Vous concernant, à quel moment avez-vous atteint cette troisième strate de la spécialisation ?

Chez moi, c'est arrivé assez tôt : je voulais être pénaliste, je voulais plaider aux assises, je voulais participer aux grandes affaires de peine de mort. Je suivais Badinter, j'allais le voir plaider, je connaissais ses plaidoiries par cœur. Au final, ce n'est absolument pas la vie que j'exerce maintenant. Je suis devenu un spécialiste de procédure, un spécialiste de pénal financier, de pénal de responsabilité. Je ne plaide presque plus devant la cour d'assises, ce que je regrette, mais c'est ainsi. Je me suis spécialisé différemment.

Vos deux années comme bâtonnier ne risquent-elles pas de vous éloigner encore de vos rêves de jeunesse ?

On dit toujours que le bâtonnier n'a plus le temps d'exercer sa profession, mais la chose la plus pressante, c'est la campagne électorale. La campagne au bâtonnat, c'est comme une campagne politique. Il y a 25000 avocats à Paris, c'est une population difficile et exigeante parce qu'ils sont tous avocats, et qu'ils vous regardent aussi comme un concurrent. Il faut trouver un équilibre. Pendant 6 mois, je me suis consacré à cette campagne. Pourtant durant cette période je n'ai pas renoncé à mon activité ; j'ai quand même réussi à faire exhumer Yasser Arafat à Ramallah. Cela montre que vous pouvez très bien continuer à traiter des dossiers hautement difficiles, extraordinairement sensibles et dangereux aussi, en termes de réputation.

Je suis bâtonnier parce que je veux être avocat des avocats, parce que c'est pour moi la plus belle profession du monde et que je n'aime rien de plus que cette profession. Aimant être avocat des gens, avocat des personnes physiques ou morales, je suis extrêmement fier pendant 2 ans de ma vie d'être aussi avocat des avocats. Mais cela veut dire continuer à être avocat. Vous ne me verrez jamais me transformer en un permanent qui tient des comptes.

Est-ce que vous avez d'autres grands projets pour la profession dans son ensemble ?

Oui : nous voulons transformer la forme ordinaire, c'est-à-dire l'ordre des avocats. Vous savez que l'ordre des avocats est la garantie de l'indépendance de la profession, parce qu'il la gou-

verne. Grâce à l'ordre, les avocats ne sont pas sous la coupe du ministère, que ce soit de la justice ou de Bercy. Nous voulons renforcer cette structure ordinaire et la transformer en une structure plus moderne qu'elle ne l'est actuellement. Nous pensons qu'il y a un décalage dans le temps, un décalage de *modus operandi*, entre le fonctionnement d'un cabinet comme le mien, et le fonctionnement de la plate-forme ordinaire qui est un peu ringarde, un peu passée, un peu dépassée, un peu poussiéreuse, un peu « daumiersque ».

Nous voulons complètement transformer les choses. Nous voulons travailler au sein de l'ordre comme au sein d'un cabinet d'affaires : vous posez une question, vous avez une réponse immédiate ; vous posez la question à trois personnes différentes de l'ordre, vous obtenez trois réponses identiques. Nous voulons donner aux avocats du service, de façon aussi rationnelle, efficace et homogène que les avocats donnent de la prestation juridique ou judiciaire au client.

Ces réformes impliquent-elles des changements au niveau du budget de l'Ordre ?

Non, je ne veux pas dépenser plus d'argent. L'internationalisation aura un coût, mais l'Ecole du Barreau dispose de 9 millions d'euros. S'il faut plus d'argent, nous en trouverons. L'Ordre a un actif circulant d'environ 1. 200.000.000 euros. Cet argent vient de la cotisation ordinaire, qui n'est pas chère en tant que telle. Elle inclut l'assurance de responsabilité professionnelle, qui est 5 fois moins élevée qu'en Angleterre. Les avocats sont exonérés de cotisation ordinaire la première année, puis elle commence à 100 euros, et s'élève à 1000 euros maximum. Ce qui est cher, c'est la retraite, la maladie, la prévoyance et les cotisations en général. Le budget de l'ordre ne vient pour la plus grande partie pas de la cotisation ordinaire, mais de la CARPA : c'est le compte séquestre sur lequel les avocats mettent les honoraires versés par les clients. Il génère un intérêt qui n'est pas donné aux clients, mais à la profession pour la faire vivre. C'est donc grâce à la CARPA que la cotisation ordinaire est si peu élevée.

Pour finir, pourriez-vous nous raconter une anecdote de votre passage à Sciences Po ?

À Sciences Po, j'avais un maître de conférence guinéen qui s'appelait Alpha Condé. Quelques années plus tard, Alpha Condé s'est présenté aux

élections présidentielles contre Lansana Conté. Lansana Conté était le dictateur qui lui-même succédait à Sipoutou. Suite à ses très bons résultats au premier tour, Alpha Condé a été mis en prison par Lansana Conté. J'ai été appelé à le défendre. J'ai donc défendu Alpha Condé après qu'il m'ait donné des cours. J'ai fait huit jours de prison là-bas parce que j'y étais allé alors même que le visa m'avait été refusé. J'y suis revenu en fraude par le Sénégal avec le Vice-Président de l'Assemblée Nationale Française, le Président de l'Assemblée Nationale du Sénégal et tout un collectif d'avocats. Nous avons réussi à entrer sans être emprisonnés, mais nous avions peur. Je me souviens que j'avais mis une armoire contre la porte de ma chambre d'hôtel, pour que si jamais on venait me chercher pendant la nuit, j'aie le temps de téléphoner à l'ambassadeur qui avait gardé sa ligne allumée.

Nous sommes arrivés au tribunal. Au premier étage, le ministre de la justice était sur son balcon personnel et regardait. Tous les avocats africains ont plaidé le premier jour pour déterminer si un avocat français pouvait plaider ou non. Ils étaient une quinzaine, venant de toute l'Afrique, et tous plaidaient sur le même schéma : leur professeur, le doyen Vedel, disait qu'il faut laisser plaider les avocats étrangers. Ils faisaient référence à leur culture du droit français apprise au Panthéon, à Paris. Je plaçais en dernier. J'ai dit que mon professeur de libertés publiques était guinéen, que c'était Alpha Condé et qu'il m'avait enseigné que les avocats étrangers pouvaient plaider. J'ai pu plaider et on a fini par le faire libérer.

Quelques années plus tard, Alpha Condé est enfin devenu Président de la République. Il m'a invité à sa prestation de serment, une cérémonie avec tous les grands honneurs locaux dans une énorme salle. Au moins 3000 personnes étaient présentes. Après l'investiture, il y avait un dîner, et il m'avait placé à sa table. Il avait à sa droite le président du Burkina Faso, à sa gauche l'ancien ministre français Kouchner, autour de la table quelques présidents africains de pays de moindre importance, et puis moi. Nous étions huit, et je faisais partie des huit. ■

Propos recueillis par Alice de Juvigny et Victor Charpiat

ENTRETIEN AVEC SOPHIE VERMEILLE

Droit & Croissance, un think tank à la croisée du droit et de l'économie



Directrice de
Droit & Croissance

Bonjour Sophie Vermeille.

L'analyse économique du droit est une discipline en pleine expansion en France, vous en êtes l'illustration même. Vous avez fondé le premier think tank dédié à l'analyse économique du droit (« Law & Economics »), baptisé « Droit & Croissance » (« Rules for Growth » en anglais). Avant d'aller sur le fond de vos travaux, pouvez-vous nous exposer votre parcours et comment vous avez été amenée à fonder ce think tank et à vous engager dans la recherche au départ en dehors du cadre de l'université ?

Ce n'était pas programmé. J'ai eu un parcours universitaire classique en faisant le Magistère Juriste d'affaires-DJCE de Paris II, puis un LLM à King's College à Londres. A cette époque, je n'avais aucune ambition de faire de la recherche. J'étais déjà toutefois sensible à la question de l'impact du droit sur notre économie. Mais cette question était uniquement traitée dans le cadre du débat sur les mérites ou non du droit civil par rapport à la *common law*. Cette question m'apparaissait déjà à l'époque être appréhendée de manière trop idéologique. J'avais donc des interrogations et certaines convictions, sans pour autant avoir pensé initialement à m'orienter vers la recherche.

Je suis entrée dans la vie active en travaillant dans un cabinet international à Paris puis à Londres. Cette expérience au Royaume-Uni a suscité chez moi beaucoup d'interrogations. Il y avait dans

les dossiers sur lesquels je travaillais des enjeux économiques considérables au niveau mondial et ils étaient traités depuis Londres en raison de l'attraction de la City et visiblement de son droit. Pour autant, les relations entre droit et finance n'étaient pas vraiment au cœur de nos préoccupations de praticiens.

Plus tard, au sein de mon second cabinet, j'ai été amenée à travailler sur un dossier franco-américain et à découvrir l'existence d'un type d'opérations courant aux Etats-Unis, pourtant quasiment inconnu en France : la prise de contrôle de sociétés en difficulté par des fonds spéculatifs (*hedge funds*) via le rachat de leurs titres de dette puis la conversion desdits titres en actions au moment de la restructuration de leur bilan. A la suite de mon dossier, je me suis penchée sur la littérature universitaire américaine aux croisements du droit et de l'économie, et plus particulièrement de l'analyse économique du droit (ou « économie du droit » / « Law & Economics ») qui est une discipline à part entière. Le niveau et l'intérêt de la recherche dans ce domaine m'ont impressionnée. J'ai pu ainsi comprendre les sous-jacents théoriques sur lesquels reposent le droit des faillites américain (en particulier le « Chapter 11 ») favorisant les prises de contrôle de sociétés au moyen d'un rachat de leur dette (ou de la mise à disposition de lignes de financement) par des investisseurs spécialisés. J'ai décidé d'écrire un article à ce sujet qui proposait une lecture assez différente du droit des entreprises en difficultés que nous connaissons habituellement en France.

Par la suite, j'ai eu l'occasion de développer ces positions pour le Ministère des Finances. J'ai réalisé qu'il y avait quelque chose à faire en France sur le sujet du *Law & Economics* puisque mon article était essentiellement basé sur ce courant de pensée, qui est aujourd'hui dominant dans les écoles de droit américaines mais également en Europe du Nord.

J'ai développé mes connaissances en *Law & Economics* tout en continuant à pratiquer mon métier d'avocat. J'ai, ensuite, embrassé la carrière de chercheur en m'inscrivant en thèse de droit à Paris II, tout en choisissant pour directeur de thèse, un économiste (le Professeur Deffains). Si les positions que j'ai défendues ont fait beaucoup débat il y a trois ans et demi lors de la parution de mon premier article, la situation a désormais évolué avec l'aggravation de la crise.

Des débats qui se logeaient à quel niveau ? Qui ont été les plus intéressés à la base par vos thèses ?

Initialement, il y avait une certaine réticence à la fois dans l'université et dans les cabinets d'avocats. En fait, les premiers échos favorables que j'ai eus émanaient des banques. Pas tant en raison de leur position de créancière, car l'opposition systématique entre les droits des créanciers et ceux des débiteurs est une question dépassée, en économie du droit, mais plutôt en raison du fait que le système que je proposais permettait d'améliorer l'efficacité des processus de restructuration et diminuait en conséquence les destructions de richesse inutiles au niveau des débiteurs. Un des établissements bancaires en question m'a permis de travailler pendant six mois au sein de sa division des risques, dans le département chargé de restructurer les participations en difficulté de sa banque d'investissement que ce soit en France ou à l'étranger, comme par exemple Lehmann Brothers. Ce sont donc dans un premier temps les clients des cabinets d'avocats qui se sont assez tôt intéressés à cette approche.

Pourtant les cabinets d'avocats sont plutôt perméables aux idées novatrices et/ou étrangères ?

Plutôt en effet. D'ailleurs le changement de point de vue s'est fait sentir, même s'il subsiste parfois des incompréhensions. Nous ne faisons pas l'apologie du droit « anglo-saxon » au sein de Droit & Croissance mais pensons que le développement

de l'économie du droit pourrait apporter beaucoup à notre pays, sans être non plus l'Alpha et l'Omega. Le *Law & Economics* enrichit les autres types d'analyses sans avoir vocation à les remplacer. Aujourd'hui, il reste encore beaucoup de chemin à faire pour diffuser les enseignements de l'analyse économique du droit et éviter certains préjugés. En fait, la relative indifférence initiale des cabinets d'avocats est surtout liée au fait qu'ils pensent qu'ils n'ont pas d'intérêts directs ou que l'ampleur de la tâche est insurmontable. Nous pensons le contraire. La qualité des normes est un facteur important du développement économique d'un pays, et à moindre échelle, du marché du droit et donc de l'activité des cabinets d'avocats d'affaires.

Quant aux universités françaises, elles ont certains problèmes structurels et financiers qui empêchent des développements et la maturation de courants pluridisciplinaires comme l'analyse économique du droit.

Par ailleurs, on mesure mal en France que le droit est une infrastructure : il inonde l'ensemble de l'économie. Le droit des affaires, si l'on prend la peine d'investir dedans, crée des externalités positives considérables pour l'économie. Si un pays peut faire certains choix en matière de politique industrielle (comme se spécialiser dans les biotech ou dans la robotique), un pays ne peut renoncer à investir dans ce que l'économiste Stiglitz appelle nos infrastructures institutionnelles, c'est-à-dire, pour simplifier, notre système juridique. Pour des raisons culturelles et historiques, l'importance de la qualité des normes pour notre économie est sous estimée en France (à l'exception notable de l'impact du droit du travail et de la fiscalité) et c'est pour cela qu'il y a sans doute un manque d'investissement dans la recherche. Il faut créer les conditions permettant d'attirer les éléments les plus brillants des universités de droit et d'économie dans la recherche à temps plein. C'est un enjeu stratégique pour l'avenir de la France et plus globalement l'Europe

Un autre exemple pour illustrer la faiblesse de l'investissement français dans son droit : le budget du ministère de la justice ramené au PIB nous classe au même niveau que l'Azerbaïdjan. Notre justice n'est pas aussi efficace qu'elle devrait être. Comment peut-on garantir le respect des droits des investisseurs ? Comment peut-on les

convaincre d'investir si on ne peut garantir que les droits qu'ils tirent de leur investissement dans tel ou tel produit financier seront bien respectés par des juges qui ne sont pas encouragés à se spécialiser ?

Droit & Croissance naît donc du sentiment qu'il y a un besoin de recherche universitaire à satisfaire ?

En effet, contrairement à d'autres Think Tanks ou aux lobbys, notre action vise avant tout à démontrer que sans une meilleure recherche universitaire prospective, il ne faut pas s'étonner que les fondations de notre système juridique soient de plus en plus instables et que les pouvoirs publics adoptent de plus en plus des solutions de courte vue pour satisfaire la demande de réforme. Notre droit perd alors en cohérence d'ensemble et n'arrive pas à s'adapter à l'évolution de l'économie et de la finance. Contrairement à une idée répandue, la recherche universitaire n'est pas forcément déconnectée de la réalité. Il n'y a pas de fatalité. Au sein de Droit & Croissance, nous faisons en sorte que nos travaux aient des débouchés pratiques immédiats. Nos axes de recherche sont, par exemple, définis en fonction de l'actualité. Pour cette raison, nous avons récemment concentré nos efforts sur des thématiques liées aux restructurations d'entreprise.

Il y a un an, à l'occasion d'une conférence pour le FMI et la Banque Mondiale, nous avons pris conscience de la nécessité de créer une structure susceptible d'établir un pont entre le monde des affaires et l'université. Je ne pouvais pas faire tout, toute seule. Il fallait encourager d'autres personnes, pas forcément issues du milieu universitaire, à également contribuer activement à la promotion de la recherche en Law & Economics. C'est à ce moment-là que j'ai décidé de créer avec des proches, des avocats, d'autres jeunes professionnels et des doctorants particulièrement motivés « Droit & Croissance ». Le Think Tank est avant tout un projet collectif.

Pour en venir au fond de l'analyse économique du droit, qu'est-ce que cela recouvre précisément ? Comment le définiriez-vous ?

C'est une théorie d'analyse du droit se fondant sur l'idée que les agents sont rationnels et que l'échange privé mène à la meilleure allocation

des ressources. Cette allocation peut cependant ne pas être optimale du fait de certains facteurs que décrivent les économistes (asymétrie d'information, coûts de transactions, aléa moral, concurrence imparfaite etc.).

Appliqué au droit, cela change considérablement notre approche vis-à-vis de la réglementation ou des normes. L'approche « traditionnelle » du droit français consiste à repérer quelque chose qui ne va pas et se demander quelle réglementation va pouvoir faire supporter à une des parties les conséquences négatives engendrées par telle ou telle opération ou va pouvoir empêcher la réalisation de l'opération à l'origine du dommage. Par exemple, s'il remarque qu'il y a un problème sur les acquisitions d'entreprises avec effet de levier (leveraged buy-out ou « LBO »), le législateur français va essentiellement penser en terme de responsabilité délictuelle en engageant la responsabilité du dirigeant, des créanciers, voire même des intermédiaires à l'opération lorsque cette dernière conduit à mettre en difficulté financière la société cible faisant l'objet de l'acquisition avec effet de levier. Si nécessaire, le législateur va mettre en place une réglementation en amont visant à empêcher ou à restreindre la réalisation de ces opérations (par exemple la réglementation sur l'assistance financière).

Le « Law and Economics » va appréhender le problème en se demandant : pourquoi les acteurs ont failli, qu'est-ce qui a pu, dans le cadre de leurs échanges privés, entraîner les dommages aux tiers (liés par exemple à la déconfiture de la société cible) et qu'est-ce qui a pu empêcher qu'elles puissent elles-mêmes corriger leurs propres erreurs ? (et de manière générale les défaillances de marché par l'autorégulation). Au besoin on corrigera les situations d'aléa moral et les problèmes d'asymétrie d'information au niveau de la réglementation des fonds LBO.

On dit souvent que l'analyse économique du droit est un courant libéral. Ce n'est pas exact. Elle oblige à appréhender de manière différente la réglementation. C'est une forme d'approche par l'efficacité de la réglementation : comment faire une loi qui maximise les bénéfices tout en minimisant les coûts sociaux. C'est, tout simplement, une analyse coût-bénéfice de la règle.

Cette approche est en rupture avec un droit français parfois très paternaliste lorsqu'il conduit à protéger de manière excessive certaines catégories d'investisseurs sans que cela soit adapté aux circonstances. Il nous faudrait une réglementation plus différenciée, car les coûts, bénéfices et besoins ne sont pas les mêmes selon le type d'investisseurs (investisseur personne physique, fonds d'investissement ou fonds LBO). Certaines règles de portée générale peuvent avoir des effets induits négatifs significatifs dans des secteurs qui demandent davantage de flexibilité, comme le Venture Capital.

Nous ne sommes pas là pour dire qu'il faut nécessairement moins de réglementation : nous sommes là pour dire que pour avoir une bonne réglementation, il faut d'abord avoir une bonne recherche sur les effets de la règle et une bonne définition de son objectif d'efficacité. Et ce, de façon la plus scientifique possible.

« Droit & Croissance » se situe plutôt dans la branche Ronald Coase (prix Nobel d'économie), celle très classique dont l'écrasante majorité des chercheurs en analyse économique du droit se réclame.

Et vous êtes le seul think tank sur la place de Paris qui s'intéresse à ces problématiques ?

En tant que think tank, oui. Il y a toutefois certaines universités qui s'intéressent à cette problématique de « Law & Economics », comme Normale Sup mais aussi Sciences Po et certains masters à l'Université comme à Paris 2 ou Aix-Marseille. Mais les universités/grandes écoles ne font pas de lobbying particulier pour expliquer que le « Law & Economics » doit davantage être pris en compte dans la manière dont nous construisons notre système juridique. C'est l'un de nos objectifs.

Il faut reconnaître que le développement de l'analyse économique du droit au sein de l'université n'est pas évident. Les professeurs d'économie font de l'économie et les professeurs de droit font du droit : intégrer les enseignements principalement de la micro-économie et de la théorie des institutions dans le raisonnement juridique est très difficile à enclencher, même dans les masters spécialisés d'analyse économique du droit qui se sont développés dans les universités ces dernières années. Et c'est naturel car l'analyse économique

du droit implique que les professeurs d'économie se mettent au droit (or le droit est de plus en plus complexe et les spécialités tendent à se multiplier, comme en médecine) et que les professeurs de droit se mettent à l'économie et à l'anglais (puisque la majeure partie de la littérature sur le sujet émane aujourd'hui de revues académiques en langue anglaise). L'investissement d'entrée pour se mettre à la matière est donc élevé.

Ensuite, c'est la structure même des études qui est un obstacle : l'hyperspécialisation dès le début des études universitaires (même si cela tend à changer) est un frein évident pour le développement d'un champ d'étude aussi transdisciplinaire que l'analyse économique du droit.

Que proposeriez-vous pour pallier à cela ?

C'est une question difficile. Construire un cursus « Law & Economics » n'est pas simple. D'un côté il faut une base de concepts fondamentaux en droit et en économie et ensuite les mêler. D'un autre côté, il y a l'intérieur du mouvement « Law & Economics » des aspects divers car c'est un champ d'étude très vaste. Il faudrait donc ensuite créer des formations de recherches spécialisées en fonction de ces différentes facettes : finance, concurrence, etc.

Les praticiens du droit des affaires, souvent très spécialisés, sont parfois les mieux placés pour aider les économistes à tenir compte des subtilités de notre système juridique dans leurs recommandations.

Du coup, quelle est votre stratégie pour étendre l'influence de l'analyse économique du droit ?

Nous voulons convaincre les pouvoirs publics à travers nos différents travaux, les réponses à des consultations publiques ou des échanges plus informels avec différents ministères que la recherche en analyse économique du droit est importante. L'analyse économique ne pourra progresser véritablement en France que s'il y a une volonté politique et un soutien des élites qui ne sont pas, pour la plupart, issues de l'université.

Nous misons également beaucoup sur les étudiants en fin de cycle, les doctorants et les jeunes professionnels pour, à l'avenir, vaincre les hostilités et l'incompréhension. Nous essayons de repê-

rer les acteurs motivés par notre projet et ayant la conviction qu'il est important pour la France de repenser en profondeur certains aspects de son système juridique. Nous les encadrons avec des professionnels du droit et de la finance qui les aident. Les jeunes sont au cœur du projet car ils portent le message et sont très responsabilisés. Nous avons aussi heureusement des professeurs de droit qui nous ont rejoints ainsi que des économistes reconnus sur le plan international (Philippe Aghion, Jacques Delpla, Augustin Landier ou David Thesmar par exemple).

C'est en tout cas cet étrange mais vertueux mélange qui fait marcher Droit & Croissance.

Nous nous voulons apolitique. De droite comme de gauche, ce n'est pas un problème. Toutefois, il faut avoir accepté le paradigme de l'économie de marché.

Et les financements ?

Nous sommes très heureux que des cabinets aussi prestigieux que Jeantet, Herbert Smith Freehills ou Davis Polk Wardwell nous aient fait confiance alors que nous sommes une structure qui n'a que quelques mois d'existence. Des associés de certains autres cabinets prestigieux nous ont fait par ailleurs l'honneur de nous financer en leur nom personnel. Nous avons pu également compter sur d'autres sources de financement, auprès d'entrepreneurs ou de financiers.

Le financement prend toutefois beaucoup de temps et d'énergie pour une petite équipe comme la nôtre. Comme je le disais, l'analyse économique du droit est initialement une idée abstraite sans bénéfice immédiat. Ajoutez à l'idée abstraite une culture du mécénat assez peu développée, surtout pour les travaux académiques, et vous comprenez qu'il faut savoir se dévouer pour ses idées !

La conjoncture n'est, par ailleurs, pas idéale pour collecter des fonds. Mais en même temps c'est un moment extraordinaire pour mettre en œuvre les idées défendues par « Droit & Croissance » puisque la France va devoir se réformer de façon considérable dans les années à venir.

On se rend bien compte que l'analyse économique du droit est un champ très large puisqu'il concerne a priori tout type de règle, surtout dans le droit des affaires. Toutefois, est-ce que « Droit & Croissance » a des domaines de pré-dilections dans ses analyses ?

Nous avons délibérément choisi de développer des thématiques importantes et assez peu traitées qui nous paraissent essentielles dans le contexte présent : droit des faillites, droit boursier, venture capital et réglementation bancaire. Nous souhaitons élargir notre champ d'actions à la concurrence, à la propriété intellectuelle et aux partenariats publics-privés.

Notre défi, c'est de se concentrer sur quelques thématiques pour être crédible et avoir une vraie valeur ajoutée par rapport aux organismes qui s'intéressent aux mêmes domaines que nous. Le cloisonnement n'est pas seulement entre économie et droit, mais aussi entre matières du droit. Donc nous essayons de développer les études au croisement de différents droits. Nous travaillons par exemple actuellement sur des sujets aux croisements du droit des procédures collectives et du droit boursier.

Quel est votre rythme de publication ?

Nous essayons de publier régulièrement sous divers formats (entre l'article de 60 pages et le petit article de 3 pages dans les revues professionnelles). Les éditeurs sont très demandeurs.

Nous tenons notre première grande conférence le 9 avril avec la Revue Banque sur le thème des restructurations, de la réforme du droit des procédures collectives et de son impact pour l'économie. Nous sommes très heureux de pouvoir réunir à la fois les praticiens, des juges consulaires comme le président du Tribunal de commerce de Nanterre et le Ministère du Redressement Productif, puisque le conseiller juridique d'Arnaud Montebourg nous a fait l'honneur de participer aux débats. Quel que soit l'issue des discussions et les propositions de réforme établies, nous voulons convaincre qu'il est indispensable que les lois à l'avenir reposent davantage sur les enseignements de l'analyse économique du droit. C'est une démarche qui s'inscrit dans la durée.

Le pouvoir politique est-il réceptif ?

Nous le pensons car il réalise qu'il a besoin d'un socle intellectuel pour asseoir ses différentes réformes et améliorer la qualité des propositions de lois. Nous collaborons à plusieurs niveaux avec le Ministère des Finances et la Chancellerie. Nous avons été dernièrement consultés dans le cadre d'une réforme envisagée du droit des faillites avec le ministère de la justice et du redressement productif et nous avons contribué à la réflexion sur le volet mécanismes de résolution des défaillances bancaires du projet de loi.

De ce point de vue, notre développement a été au-delà de nos espérances en un an. Nous sommes suffisamment connus pour être sollicités par les pouvoirs publics, mais nous pouvons nous améliorer pour nous faire connaître auprès d'un public plus large.

Le vrai enjeu est désormais de trouver des sponsors en nombre plus important afin de collecter des données statistiques. Un budget plus important nous permettrait en effet d'exploiter des données, ce qui présenterait un grand intérêt dans le cadre d'étude. Nous avons à cet égard un projet d'observatoire de la défaillance avec HEC et le Tribunal de Commerce de Paris que nous espérons pouvoir étendre à d'autres tribunaux. ■

Propos recueillis par Antoine Delacarte

Site web : www.droitetcroissance.fr

DOSSIER THÉMATIQUE

**LA BOURSE OU LA LOI :
LE DROIT DES MARCHÉS À L'AUBE DU 21ÈME SIÈCLE**

Introduction du directeur scientifique

par Sebastien Neuville

Le Spin-off : que faut-il attendre de la réglementation encadrant ces opérations ?

par Elisabeth Milan, Olivier Jouffroy & Maxime Delacarte

**La réforme du secteur bancaire :
vers quelle forme de réglementation bancaire en Europe ?**

par Margaux Curie

Les enjeux juridiques de la financiarisation des marchés de matières premières

par Anselme Mialon

**Franchissement de seuils et transparence des marchés financiers :
La jurisprudence et les réformes successives annoncent-elles la fin du bal masqué ?**

par Claire Malrieu & Nima Haeri

Prévention et caractérisation des actions de concert dissimulées

par Marine Bonnaire & Benoit Marpeau

Les enjeux de l'élaboration de la taxe sur les transactions financières européenne

par Adrien Khaznadj

Les agences de conseil en vote

par Anastasia Christin et Aurélien Veil

SÉBASTIEN NEUVILLE

Introduction



Professeur de droit
Université Toulouse 1 Capitole
(IDP EA 1920)
Chargé d'enseignement à l'École de Droit
Institut d'Etudes Politiques de Paris

Avec ce nouveau numéro, la Revue des Juristes de Sciences Po s'enrichit d'études approfondies portant sur le droit des marchés financiers à l'aube du XXIème siècle.

Déjà, après plus d'une décennie de crises et de mutations, ce droit commence à trouver des contours que l'on pourrait espérer plus sûrs. Mais, n'est-ce pas tout le problème du droit — spécialement dans ce domaine — d'être obligé de suivre les évolutions?

Prenons l'exemple des mutations technologiques: comment peut réagir le droit lorsque les transactions se réalisent désormais à une vitesse que les anciens agents de change n'auraient certainement pu imaginer? Les autorités de régulation ont beau demander que l'on en revienne à la seconde et non, comme c'est le cas désormais, à la nanoseconde, n'est-ce pas un combat perdu d'avance, d'autant que ce sont désormais les ordinateurs qui passent les ordres à une vitesse que l'intelligence humaine ne peut plus suivre?

Prenons ensuite l'exemple des crises financières de plus en plus fréquentes et de plus en plus violentes: le droit ne peut intervenir qu'après-coup que ce soit à l'échelon international, européen ou national. Certes, il y a une demande de droit et une volonté de sanctionner les abus, mais de nouveaux comportements apparaissent toujours, lesquels peuvent entraîner de nouvelles cri-

ses avant de nouvelles interventions législatives. D'ailleurs, l'on peut se demander si ces interventions étatiques ne se limitent pas souvent à des effets d'annonce. Ainsi, la réforme de Bâle III, tant attendue en matière de régulation prudentielle, voit son application retardée par la mauvaise volonté de certains Etats qui, après d'âpres négociations, annoncent qu'ils refusent purement et simplement d'appliquer ces nouvelles dispositions plus contraignantes. De même, la réforme bancaire et financière française, annoncée haut et fort comme un changement radical en matière de contrôle de la finance, n'accouche finalement que d'une législation a minima qui ne bouleverse pas radicalement le paysage bancaire français.

Or, ce modèle financier commence à déborder ses frontières traditionnelles. Comme le souligne l'une des contributions, l'on observe une financiarisation des marchés de matières premières, même si ces marchés sont les premiers à avoir vu le jour.

Faut-il pour autant se limiter à une vision pessimiste? N'y a-t-il pas lieu d'espérer que le droit puisse reprendre le rôle qui devrait être l'ancien en agissant en amont?

C'est là que l'internationalisation doit être soulignée. Ce n'est que si tous les pays s'accordent sur des exigences communes que le droit peut reprendre toute sa place. Des instances interna-

tionales existent et il faut saluer le rôle joué par IOSCO dans ce domaine, mais il manque encore cette autorité internationale ayant, non seulement des pouvoirs plus poussés, mais surtout une auctoritas admise par tous les acteurs de la finance et les Etats.

Enfin, il faut se réjouir de constater que le droit sache se pencher sur des questions très techniques et qu'il accepte de tenir compte des besoins de la pratique et de l'économie. En effet, et pour faire le lien avec les ambitions du think tank "Droit et croissance" évoquées aussi dans ce numéro, le droit ne doit pas être un frein à la croissance: il doit au contraire tâcher d'accompagner et d'encourager celle-ci. C'est en ce sens qu'il peut être utile de prendre exemple sur des modèles étrangers pour susciter des réformes législatives, comme le suggère l'un des articles de cette revue.

Pour conclure cette brève introduction, il apparaît aussi nécessaire de moraliser les pratiques et les comportements même individuels. Autant est-il nécessaire qu'il y ait une éducation financière du public, autant il est indispensable que le domaine de l'éthique professionnelle voit son rôle accru. Le droit ne peut seul modifier ces comportements, mais il peut aider à ce qu'il y ait une prise de conscience universelle dans ce domaine. Sinon, ce que nous avons connu à l'aube du XXIème siècle risque de perdurer durant encore de nombreuses décennies. ■

OLIVIER JOUFFROY, ÉLISBETH MILAN, MAXIME DELACARTE

Spin-off : que faut-il attendre de la réglementation encadrant ces opérations ?



Membre de Droit & Croissance – Avocat à la Cour, Herbert Smith Freehills



Membre de Droit & Croissance – Avocate



Membre de Droit & Croissance – Élève avocat

Pour mémoire, les opérations de *spin-off* visent généralement les opérations par lesquelles une entreprise ayant plusieurs branches d'activité décide de rassembler certaines de ces activités dans une ou plusieurs sociétés nouvelles. Il s'agit donc d'une opération de réorganisation utilisée par les grands groupes conduisant différentes activités ou constitués sous forme de conglomérats.

Il est regrettable qu'en France, dans la palette des mesures de réorganisation à la disposition des dirigeants de groupes, ces derniers fassent aussi peu usage de la technique des *spin-off* et ce, en raison principalement de contraintes fiscales et juridiques. Une réforme paraît ainsi nécessaire, particulièrement dans le contexte actuel. En période de crise économique et de mutations violentes, il est impératif que les grands groupes puissent adapter rapidement leur organisation.

En France, il existe deux méthodes principales pour scinder les activités d'une société :

- une véritable scission soumise au régime de l'article L. 236-1 alinéa 2 du Code de commerce¹;

- une «scission partielle»² au moyen d'un «apport-scission» ou au moyen de la distribution aux actionnaires de la société mère des actions d'une filiale regroupant déjà les activités destinées à devenir indépendantes.

Dans la première hypothèse, la scission a pour effet la création de deux sociétés nouvelles rassemblant les activités scindées et entraîne la disparition de la société d'origine. Cette technique est peu utilisée pour scinder les activités de sociétés cotées pour deux raisons. D'une part elle requiert la mise en place d'une procédure juridique relativement lourde et longue, similaire à celle existant en matière de fusions. D'autre part, elle entraîne la disparition de la société d'origine, ce qui peut avoir un certain nombre de conséquences négatives notamment si la société est partie à des contrats contenant des clauses de changement de contrôle ou détient des autorisations administratives qui lui sont propres, ces contrats et autorisations administratives ne se transmettant pas automatiquement aux sociétés résultant de la scission par exception au principe général de la transmission universelle du patri-

¹ «Une société peut aussi, par voie de scission, transmettre son patrimoine à plusieurs sociétés existantes ou à plusieurs sociétés nouvelles.»

² R. Houin, *RTD Com.* 1973, p. 39; A. Bonasse, *Juris-Classeur Sociétés*, 27 juillet 2001, Fasc. 161-10 n°29 et s.; P.-Y. Chabert *Rev. Sociétés*, 4/2005.

moins de la société scindée au profit des sociétés bénéficiaires de la scission. Dans une scission, les actionnaires qui étaient actionnaires d'une société A, se retrouvent donc à l'issue de l'opération de scission, actionnaires d'une société B et d'une société C, ces deux sociétés rassemblant les activités nouvellement scindées de l'ancienne société A, celle-ci ayant été dissoute à l'issue de l'opération. Au terme de l'opération, les actions des sociétés nouvelles B et C seront admises aux négociations sur un marché réglementé, dans la mesure où les actions de la société scindée étaient admises aux négociations sur un marché réglementé. Les conditions légales prescrites par l'Autorité des marchés financiers et les places de cotation devront dès lors être respectées.

Dans la seconde hypothèse, à l'issue de l'opération de «scission partielle», les actionnaires de la société mère possèdent des actions de deux sociétés : des actions de la société détachée et des actions de la société mère dont ils étaient déjà actionnaires. L'opération peut être réalisée par l'attribution aux actionnaires de la société mère des actions nouvelles d'une filiale, émises en rémunération d'un apport réalisé par la société mère ou au moyen de la distribution des actions d'une filiale existante. En tout état de cause, la distribution des actions de la nouvelle entité détachée se fait au prorata du pourcentage de détention du capital des actionnaires dans la société mère. Au résultat de l'opération de «scission partielle», l'actionnariat de la société mère et de la société détachée est identique. En revanche, une fois l'opération réalisée et les actions de la société détachée admises aux négociations sur un marché réglementé, les actionnaires détenant des actions des deux sociétés peuvent acheter et céder les actions de l'une ou l'autre de ces deux sociétés; l'actionnariat des deux sociétés évoluant donc de manière indépendante. Dans cette opération, la société mère d'origine ne disparaît pas à la suite de la réalisation de la scission.

Il s'agit donc d'une technique de désinvestissement dans laquelle la filiale d'une entreprise dont les titres sont admis sur un marché réglementé est séparée de l'entreprise mère pour devenir une entité indépendante, elle-même cotée sur un marché réglementé. La «scission partielle» est assimilée à une distribution d'actions : l'action-

nariat de la société mère et le nombre d'actions en circulation de la société mère restent identiques après l'opération. A la différence d'autres techniques de désinvestissement, comme la cession d'activités, la «scission partielle» n'implique pas de flux financiers au bénéfice de la société mère.

Les opérations de *spin-off* sont extrêmement fréquentes à l'étranger, notamment aux Etats-Unis, alors qu'elles sont plus rares en France. Avant 2005, six opérations principales peuvent être recensées :

- la séparation de Chargeurs en deux sociétés (Chargeurs International et Pathé) en 1996³;
- la séparation de Dassault en deux sociétés (Dassault Aviation et Dassault Systèmes) en 1998⁴;
- la séparation de Canal + dans le cadre du rapprochement de Vivendi et Seagram⁵ en décembre 2000;
- la séparation d'Eridania Beghin en quatre sociétés (Beghin-Say, Cerestar, Provimi, Cereol) en 2001⁶;
- la séparation des Forges Stéphanoises en deux sociétés (SAM et Setforge) en 2001⁷; et
- la séparation de Damartex et Damart SA en 2003⁸.

Depuis 2005, un certain nombre d'opérations de *spin-off* ont été réalisées, sans que le nombre d'opérations de ce type explose. Parmi les opérations significatives, on peut citer :

- la création d'Arkema, séparée de Total en 2006⁹;
- la création de Suez Environnement, séparée de Suez en 2008¹⁰;

3 Document E visé par la COB le 10 mai 1996, sous le n°96-173.

4 Document E visé par la COB le 23 novembre 1998 sous le n°98-466.

5 Document E visé par la COB le 27 octobre 2000 sous le n°00-1737.

6 Document E visé par la COB le 25 mai 2001 sous le n°01-636.

7 Document E visé par la COB le 21 mai 2001 sous le n°01-599.

8 Document E visé par la COB le 1er juillet 2002 sous le n°02-732.

9 Prospectus visé par l'AMF le 5 avril 2006 sous le n°06-106.

10 Prospectus visé par l'AMF le 13 juin 2008 sous le n°08-0127.

- la création d'Edenred, séparée d'Accor en 2010¹¹;
- la création de Dia, séparée de Carrefour en 2011¹²;
- la création d'Axway, séparée de Sopra Group en 2011¹³; et
- la création de Maurel & Prom Nigeria, séparée de Maurel & Prom en 2011¹⁴.

Des travaux de recherche en économie ont mis en évidence que la valeur d'une entreprise est influencée dans une certaine mesure par la diversification de ses activités dans au moins deux secteurs d'activité distincts. Il est couramment observé que le marché applique une décote aux conglomérats. Un constat empirique permet de relever que les *spin-off* ont dès lors un effet positif sur la valorisation d'un conglomérat et donc sur la valeur des titres détenus par les actionnaires de la société.

L'objet du présent article est de revenir sur l'intérêt économique des opérations de *spin-off* et sur les études économiques dans ce domaine qui ont pour la plupart d'entre elles permis de démontrer que les opérations de *spin-off* sont créatrices de valeur à la fois pour les actionnaires des sociétés concernées et pour l'appareil productif.

Après avoir pris en compte les leçons de l'analyse économique du droit qui nous apprennent que les *spin-off* sont généralement des opérations positives pour les entreprises et le secteur productif (I.), nous tenterons ensuite de comparer le régime des opérations de *spin-off* aux Etats-Unis et en France, afin d'identifier les situations de blocage dans la réglementation encadrant ce type d'opération (II.) Nous tenterons alors d'ébaucher des pistes de réformes de la réglementation française afin de faciliter ce type d'opérations qui sont susceptibles d'être bénéfiques pour notre économie (III.).

11 Prospectus visé par l'AMF le 12 mai 2010 sous le n°10-0128.

12 Document d'enregistrement approuvé par la Commission Nationale des Marchés de Capitaux («Comisión Nacional del Mercado de Valores, ou «CNMV») et inscrit au registre officiel le 13 mai 2011.

13 Prospectus visé par l'AMF le 29 avril 2011 sous le n°11-137.

14 Prospectus visé par l'AMF le 4 novembre 2011 sous le n°11-0511.

I - L'intérêt économique des opérations de *spin-off*

À la suite des vagues de consolidation aux Etats-Unis et en Europe dans les années 1980, la recherche académique a dès les années 1990¹⁵ démontré la tendance à la déperdition de valeur pouvant exister à l'intérieur d'un conglomérat d'entreprises ayant des activités économiques différentes.

Ces auteurs avancent que la formation d'un conglomérat peut avoir pour conséquence négative l'apparition de ce que l'on appelle une décote de conglomérat. Autrement dit, la valeur de l'entreprise est influencée négativement par la diversification de ses activités dans au moins deux secteurs d'activité distincts. L'hypothèse de départ serait donc qu'un conglomérat est par essence sous-valorisé, que sa valeur globale serait inférieure à la somme de la valeur de ses parties.

Les premiers travaux sur la question de la valorisation des conglomérats sont partis du simple constat que le conglomérat multisectoriel est sous-évalué par rapport à une entreprise mono sectorielle comparable (A). Une littérature économique nord-américaine abondante¹⁶ a tenté en conséquence de démontrer l'intérêt économique des décisions de *spin-off* sur la valorisation des entités issues de celui-ci (B). Plus généralement, ces opérations ont un effet positif sur l'économie (C.)

A. Le constat des effets positifs d'un *spin-off* sur la valorisation d'un conglomérat

En utilisant les résultats de dix-neuf études¹⁷ relatives aux effets sur la valeur des titres des acquéreurs de 2062 annonces de *spin-off* entre 1962 et 2000, il ressort que le rendement cumulé anormal moyen (RCAM) des actionnaires est non seulement positif mais augmente dans une tranche allant de 1,7 % à 5,6 % selon les études. Le RCAM mesure la rentabilité de l'action directement imputable à l'opération de *spin-off*. Le rendement anormal moyen s'établit ainsi à 3,3 %.¹⁸

15 Lang et Stulz 1994.

16 Maksimovic et Philipps 2006 ; Eckbo et Thorburn 2008.

17 Eckbo et Thorburn 2008, p.447.

18 Eckbo et Thorburn 2008, p.448.

Les auteurs remarquent en outre que ce rendement moyen est plus important que le rendement issu des stratégies de désinvestissement hors *spin-off*. Il transparaît d'études empiriques¹⁹ que le RCAM est en moyenne plus important dans les opérations de *spin-off* de filiales ayant une valeur de marché au moins égale à 10 % de la valeur de la maison mère. Ainsi la taille du segment d'activité cédé par rapport au total du conglomérat est susceptible de déterminer l'intérêt des investisseurs pour une telle opération.

Au-delà de ces effets sur la valorisation à court terme des entreprises, certains auteurs ont par ailleurs démontré les effets bénéfiques du *spin off* sur le rendement à long terme dans le cadre de stratégies de conservation des titres allant de 24 à 36 mois.²⁰

La littérature économique est donc généralement unanime pour conclure aux effets positifs des annonces de *spin-off* sur la valorisation des entités issues de l'opération. Il s'agit toutefois de noter que certains auteurs ont pu contester les fondements statistiques donnant lieu à cette conclusion, en estimant que cette décote de conglomérat résulte en fait d'une mauvaise appréciation par le marché des informations financières afférentes aux conglomérats²¹.

B. Tentatives d'explication

Plusieurs explications non exclusives des effets positifs des opérations de *spin-off* ont été avancées parmi lesquelles le recentrage sur le cœur d'activité et l'élimination des synergies négatives (1.), le traitement des asymétries d'information (2.), l'amélioration des performances des dirigeants (3.) les effets de clientèle (4.) et enfin la probabilité accrue d'offres d'acquisitions futures (5.).

1. Recentrage sur le cœur d'activité et élimination des synergies négatives

Une source potentielle de création de valeur dans un *spin-off* est le recentrage de l'activité de l'entreprise et la séparation de branches sans liens étroits avec l'activité principale. L'effet positif sur la valorisation des actions de la société suite à l'an-

nonce d'un *spin-off* semble donc issu du recentrage respectif de la société mère et de ses nouvelles filiales sur chacune des activités séparées. Au-delà de la question de la valorisation financière des entreprises, ce recentrage a des effets positifs évidents sur leurs performances opérationnelles (baisse des coûts opérationnels et mise en place de visions stratégiques recentrées).

Il a ainsi été démontré que le retour sur actif social chez la société mère est plus important dans des opérations où la cible du *spin-off* exerce son activité dans une branche d'activité très différente de celle de la mère. Le *spin-off* d'une activité non liée à l'activité principale de la société mère est par conséquent un facteur important expliquant la réduction des synergies négatives qui peuvent exister au sein du conglomérat.

Par ailleurs, les études portant sur les opérations de *spin-off* montrent que celles-ci permettent une meilleure allocation des capitaux internes au sein du conglomérat ainsi que l'élimination des financements intra-groupe destructeurs de valeur. En effet, dans les conglomérats multi-sectoriels, il semblerait qu'il existe souvent un surinvestissement dans les branches ou activités les moins performantes de l'entreprise, au détriment d'activités plus rentables par le biais de subventions et de financements croisés intra-groupe. Le *spin-off* permet aux entreprises de recentrer leurs décisions d'investissement sur des secteurs à fort potentiel de croissance qui ont pu être délaissés au sein du conglomérat. En outre, en détachant ces activités, les bénéfices résultant des investissements relatifs à chaque nouvelle entité profitent directement à leurs actionnaires et non à d'autres activités du conglomérat. L'opération de *spin-off* permet enfin d'améliorer la qualité de la décision d'investissement en permettant une attention accrue et recentrée sur une activité particulière et en prenant en compte les exigences de la discipline des marchés. Gertner a démontré que l'efficacité de l'investissement d'une société se mesure dans sa capacité à modifier sa stratégie d'investissement en fonction des changements d'opportunités d'investissement.

Il apparaît ainsi qu'après une opération de *spin-off*, la sensibilité et l'efficacité de l'investissement sectoriel de l'entreprise sont plus importantes, ce qui a pour conséquence une baisse de la décote de conglomérat sur les marchés et une augmen-

19 Miles et Rosenfeld 1983.

20 Cusatis et alii 1983, voir contra McConnell, Ozbilgin, et Wahal 2001.

21 McConnell, Ozbilgin, et Wahal 2001.

tation de la valeur des titres de l'entité nouvellement séparée, ainsi que dans certains cas, de ceux de la société mère. Le *spin-off* serait ainsi la voie privilégiée pour une réallocation des ressources²² antérieurement allouées à des secteurs non créateurs de valeur.

2. Le traitement des asymétries d'information

Selon une théorie économique classique²³, la décote de conglomérat serait en partie due à des problèmes de gouvernance d'entreprise non résolus. Par ailleurs, l'agrégation d'informations financières diverses au sein du conglomérat exacerberait l'asymétrie d'information entre les investisseurs extérieurs et les agents internes détenant l'information. Des recherches²⁴ ont montré que les *spin-off* étaient plus courants dans les entreprises avec un niveau d'asymétrie important.

Une des sources de création de valeur serait donc la réduction de l'asymétrie d'information facilitée notamment à travers le travail des analystes financiers qui jouent un rôle fondamental au moment du *spin-off* dans la dissémination de l'information auprès du marché. Les sociétés ayant fait l'objet d'une opération de *spin-off* voient leur couverture informationnelle augmentée en moyenne de 45 % dans les trois ans suivant la réalisation de l'opération²⁵. En effet, les analystes couvrant la nouvelle entreprise tendent à être des spécialistes du secteur d'activité de la société de sorte que la précision des prévisions financières augmente d'environ 30 % à 50 %, réduisant d'autant les décalages informationnels entre agents.

Le recentrage de l'entreprise a donc pour effet d'augmenter la qualité et la quantité de l'information des analystes permettant une meilleure valorisation des participations. Par ailleurs, l'opération de *spin-off* permet à l'entreprise de parvenir à une transparence accrue vis-à-vis des marchés, des investisseurs et des actionnaires. En effet, en accédant à un marché de cotation, la nouvelle entité est soumise à des obligations

en matière de publication et de diffusion d'informations financières relatives à son activité, à la structure de son capital et à ses dirigeants. Ces informations, présentées indépendamment de celles de la société mère, permettent ainsi aux investisseurs et aux actionnaires d'obtenir une image plus précise de la société nouvellement séparée et de sa valeur.

3. L'amélioration des performances des dirigeants

Les opérations de *spin-off* permettent également d'améliorer les performances des dirigeants en leur permettant de se concentrer sur une activité principale, en leur donnant de meilleures incitations financières basées sur les performances de l'entité qu'ils dirigent²⁶ et non sur celles du groupe, et enfin en leur permettant une meilleure lecture des performances de l'entreprise basée sur l'évolution du cours de l'action de l'entité séparée. En effet, plusieurs études ont montré que l'opération de *spin-off* donne souvent lieu à une révision des plans d'intéressement des nouveaux dirigeants de la filiale séparée, et permet notamment de lier leurs incitations financières aux performances de la filiale séparée et d'envisager de nouvelles perspectives de croissance²⁷.

Par ailleurs, la cotation en bourse de la filiale séparée impose aux dirigeants des obligations accrues en matière d'information et de contrôle interne permettant de réduire les coûts d'agence pour les actionnaires et ayant un effet corrélatif positif sur la valeur de l'action.

4. Les effets de clientèle

Alors que la valeur des activités était auparavant incorporée dans une unique valeur mobilière, le *spin-off* crée l'opportunité de détenir séparément une participation dans la société détachée. Il y a ainsi augmentation des opportunités d'investissement pour les investisseurs, ce qui augmente en conséquence la liquidité sur les titres ainsi que les opportunités de diversification des portefeuilles des investisseurs.

Une étude a ainsi démontré²⁸ que les investisseurs institutionnels rééquilibrent leur portefeuille entre la société mère et son ancienne filiale en

22 Colak et Whited 2005 pour une critique en raison du nombre d'informations non disponibles sur ce sujet.

23 Krishnaswami et Subramaniam 1999 ; Eckbo et Thorburn 2008, p.450.

24 Krishnaswami et Subramaniam 1999.

25 Gilson, Healy et alii 2001.

26 Aron 1991.

27 Pyo 2007.

28 Abarbanell, Bushee et Ready 2003.

conformité avec leur politique d'investissement propre. Par conséquent, l'argument fréquemment avancé dans les années 1980 pour justifier la création de conglomérats et consistant à vendre aux actionnaires un titre comportant un risque diversifié inhérent aux multiples activités de la société émettrice, se trouve renversé au profit de l'émission de titres de *pure players* ou entreprises mono-sectorielles permettant aux investisseurs de construire des portefeuilles répondant à leurs propres critères de profils de risques et de diversification.

5. Augmentation de la probabilité d'offre d'acquisition

L'opération de *spin-off* rend enfin possible l'acquisition de la branche d'activité auparavant bloquée dans les liens de conglomérat par simple acquisition de valeur mobilière et augmente la probabilité que cette branche puisse un jour faire l'objet d'une offre publique d'acquisition qui sera nécessairement créatrice de valeur pour l'entreprise et ses actionnaires.

Vis-à-vis de la société mère, la conséquence est similaire. L'offre publique d'acquisition peut être rendue possible par la diminution de la taille de la société mère et le recentrage de son activité, ainsi que par une meilleure compréhension par des investisseurs spécialisés de son activité.

C. Les effets bénéfiques sur l'économie

Dans un univers économique de plus en plus difficile, il est impératif que les sociétés puissent faire évoluer leur structure organisationnelle, afin de s'adapter aux mutations violentes de notre économie. Les opérations de *spin-off* sont des opérations qui permettent aux sociétés de répondre à ces objectifs.

Les opérations de *spin-off* peuvent être créatrices de richesse et faciliter l'émergence des leaders de demain pour plusieurs raisons : (i) en permettant de séparer des activités entre lesquelles il n'existe pas de synergies et reposant sur des stratégies différentes, (ii) en rendant indépendantes les équipes de direction afin de les autonomiser et de les responsabiliser, (iii) en réduisant les coûts de structure, et enfin (iv) en améliorant les performances économiques des entités séparées.

Les sociétés issues de *spin-off* deviennent souvent, grâce à l'amélioration de leurs résultats, les consolidateurs et leaders de leurs secteurs.

Sur les années 2004-2008, de nombreux groupes industriels français aux activités diverses ont, faute de pouvoir réaliser des *spin-off* dans de bonnes conditions, cédé certaines de leurs activités, considérées comme «non cœur», notamment à des fonds de type LBO. De manière empirique, il est possible d'imaginer que si notre réglementation avait facilité les opérations de *spin-off*, nous aurions pu assister à l'émergence d'un nombre important de nouvelles sociétés cotées, aux équipes de direction basées en France et qui auraient pu se révéler être les sociétés leaders de leur secteur.

À l'inverse, ces sociétés cédées se sont insérées dans la stratégie consolidatrice de sociétés étrangères en étant cédées à d'autres sociétés industrielles ou à des fonds d'investissement qui les ont cédées ou les céderont à leur tour à de grands groupes industriels.

Toutefois, il ne doit être ni souhaité, ni encouragé que les opérations de *spin-off* aboutissent à la disparition de tout conglomérat et à l'ultra spécialisation de toute société dans des domaines d'activité bien précis. En effet, les conglomérats, dans la mesure où le nombre de leurs secteurs d'activité reste raisonnable et où il existe de réelles synergies entre ces secteurs, présentent certains avantages, notamment une meilleure capacité à résister aux effets de cycle.

II - Comparaison de la réglementation américaine et de la réglementation française

L'objet de la présente section est de présenter brièvement quelques traits essentiels de la réglementation américaine sur les opérations de *spin-off* (A.) et quelques traits essentiels de la réglementation française sur les opérations de *spin-off* (B.), afin d'identifier les dispositions de la réglementation française qui peuvent constituer des freins à la réalisation d'opérations de *spin-off* (C.).

A. La réglementation américaine

Les principales règles américaines encadrant les *spin-off* sont issues de la réglementation fiscale (1.) et de la réglementation boursière (2.).

1. La réglementation fiscale américaine

Aux Etats-Unis, l'un des avantages majeurs d'une opération de *spin-off* est qu'elle peut être structurée comme une opération neutre d'un point de vue fiscal sous réserve qu'elle respecte les conditions requises par la réglementation fiscale²⁹. Par conséquent, la plupart des *spin-off* aux Etats-Unis sont structurés de cette manière.

La neutralité du traitement fiscal des *spin-off* consiste à n'imposer la distribution des actions de la filiale nouvellement séparée, ni au niveau des actionnaires de la société mère qui reçoivent des actions de la filiale nouvellement séparée, ni au niveau de la société mère elle-même.

Pour bénéficier du régime de neutralité fiscale, et sous réserve de nombreuses exceptions et considérations particulières pouvant s'appliquer, les conditions suivantes doivent être remplies :

- **Contrôle** : la société mère qui procède à l'opération de *spin-off* doit avoir le contrôle de la filiale à séparer dont les actions vont être distribuées aux actionnaires de la société mère. La société mère est considérée comme contrôlant la filiale à séparer si elle détient 80 % des droits de vote de ladite filiale ;
- **Objectif** : l'opération ne doit pas être analysée comme un moyen pour la société mère de distribuer des dividendes à ses actionnaires sous forme d'actions de l'entité nouvellement séparée ;
- **Activité commerciale** : la société mère et la filiale doivent avoir mené une activité commerciale durant les cinq années précédant l'opération de *spin-off* et ni l'une ni l'autre de ces sociétés ne doit avoir été acquise durant cette période dans le cadre d'une opération donnant lieu à une imposition fiscale. La société mère et la filiale séparée doivent poursuivre cette activité commerciale après la réalisation de l'opération ;
- **Distribution** : la société mère doit distribuer un nombre d'actions de la filiale à séparer à

ses actionnaires, dans une proportion telle qu'à l'issue de l'opération de *spin-off*, ses actionnaires détiennent le contrôle de la filiale séparée, c'est-à-dire au moins 80 % des droits de vote de ladite filiale ;

- **Justification économique** : l'opération doit être justifiée d'un point de vue économique («*valid business purpose*»)³⁰ ;
- **Continuité des intérêts** : les actionnaires de la société mère doivent collectivement préserver une continuité d'intérêt («*continuity of interest*») dans la société mère et dans la filiale séparée. Ceci implique que les actionnaires historiques de la société mère doivent maintenir une participation d'au moins 50% dans la société mère et la filiale séparée pour une durée non déterminée par la loi mais qui en pratique ne devrait pas être inférieure à deux ans après la réalisation de l'opération.

Conditions supplémentaires : même lorsqu'une opération de *spin-off* répond aux conditions énoncées ci-dessus, deux restrictions supplémentaires peuvent entraîner la taxation de l'opération. Si l'une ou l'autre de ces hypothèses existe, la société mère devra reconnaître une plus-value (mais non les actionnaires de la société mère).

- La première hypothèse cherche à limiter la possibilité pour une société ayant récemment acquis les titres d'une autre société de les distribuer à ses actionnaires dans le cadre d'une opération fiscale neutre. Par conséquent, l'opération sera requalifiée si, immédiatement après la distribution des actions de la filiale séparée aux actionnaires de la société mère, un actionnaire de la société mère détient plus de 50 % des droits de votes de la société mère (ou de l'une de ses filiales), qu'il aurait acquis dans le cadre d'une cession de titres avec une autre entreprise dans les cinq années précédant l'opération de *spin-off*.
- La seconde hypothèse implique qu'il ne doit pas y avoir de prise de participation planifiée dans la société mère ou dans la filiale séparée. Le code³¹ présume qu'une prise de participation durant

30 Le fisc américain a par exemple reconnu qu'une telle justification existe lorsque l'opération est réalisée pour permettre aux salariés de la société mère d'acquérir une participation dans la filiale, ou pour faciliter une émission d'action ou de dette, ou afin d'améliorer les performances de l'entreprise ou sa compétitivité.

31 Internal Revenue Code.

29 Internal Revenue Code – Section 355.

une période de quatre ans, débutant deux ans avant l'opération de *spin-off* fera partie d'un plan qui inclut l'opération de *spin-off*.

Si l'opération n'est pas structurée de la manière décrite ci-dessus, la distribution des actions sera taxée en tant que dividendes :

- la société mère doit reconnaître une plus-value égale à la différence entre la *fair market value* des actions de la filiale et la valeur comptable de la filiale dans ses comptes, cette plus-value étant taxée au taux de l'impôt sur les sociétés ;
- les actions de la filiale nouvellement séparée distribuées aux actionnaires sont taxées de dividendes sur la base de la *fair market value* de la filiale nouvellement séparée.

En raison des conditions liées à l'objectif de l'opération et à la continuité des intérêts dans la société mère et dans la filiale nouvellement séparée, il existe un réel risque de requalification de l'opération de *spin-off* dans l'hypothèse d'une prise de contrôle de la société mère ou de la filiale séparée peu de temps après l'opération dans le cadre d'une fusion ou d'une offre publique d'achat. Par conséquent, le bénéfice du régime fiscal de faveur est en partie hors du contrôle de la société mère puisque l'opération de *spin-off* pourra être requalifiée et devenir ainsi taxable, par exemple en cas de prise de contrôle de la filiale séparée. Un non-respect de cette condition au niveau de la filiale devenue indépendante peut avoir des conséquences très importantes pour la société mère, puisqu'elle entraîne au niveau de la société mère le paiement d'une plus-value égale à la différence entre la *fair market value* de la filiale et la valeur comptable de la filiale séparée dans les comptes de la société mère. Cela entraînera également une taxation de l'ensemble des actionnaires de la société mère au titre des dividendes reçus sous forme d'actions de la filiale séparée, sur la base de la valeur de la filiale séparée.

Afin de transférer à la filiale devenue indépendante et *in fine* à la personne prenant le contrôle de celle-ci le risque de perte de la neutralité fiscale en cas de prise de contrôle de la filiale à la suite de l'opération de *spin-off* entraînant la requalification de l'opération en tant qu'opération taxable pour la société mère et ses actionnaires, il est courant que la filiale nouvellement séparée s'engage à rembourser à la société mère toutes sommes qui seraient dues par la société mère du fait

de la prise de contrôle de ladite filiale avant l'expiration du délai de deux ans.

2. La réglementation boursière américaine

Opération soumise aux formalités des ventes d'actions du Securities Act de 1933.

Les opérations de *spin-off* sont également régies par la réglementation boursière américaine. La première question qui se pose dans le cadre d'une opération de *spin-off* est celle de savoir si l'opération doit obéir aux règles édictées par le *Securities Act* de 1933. En principe, une opération classique de *spin-off* ne sera pas assimilée à une vente de titres et les actions de la filiale nouvellement séparée pourront échapper aux règles applicables en matière d'offre au public. La Securities and Exchange Commission (« SEC ») considère en effet que si les conditions suivantes sont réunies, les actions émises dans le cadre de l'opération de *spin-off* n'auront pas à être enregistrées :

- la distribution des actions de la filiale nouvellement séparée aux actionnaires de la société mère doit être gratuite ;
- la distribution des actions de la filiale nouvellement séparée aux actionnaires de la société mère doit être faite au prorata de leur participation dans la société mère ;
- la société mère doit fournir une information suffisante à ces actionnaires concernant l'opération de *spin-off* (voir ci-après pour les obligations d'information de la société mère) ; et
- l'opération de *spin-off* doit avoir été justifiée d'un point de vue économique et être conforme aux intérêts de la société.

Si ces conditions ne sont pas remplies, l'opération de *spin-off* est considérée comme une vente d'actions aux actionnaires de la société mère. La société mère, en tant que vendeur des actions, et la filiale nouvellement séparée, en tant que société émettrice des actions, devront préparer et soumettre un prospectus aux actionnaires de la société mère et à la SEC ainsi qu'un certain nombre d'informations additionnelles concernant l'opération et la filiale contenues dans un formulaire S-4. Par ailleurs, en conjonction avec le prospectus, la société mère prépare souvent une circulaire de sollicitation de procuration (« *proxy statement* ») à destination des actionnaires. Si l'opération de *spin-off* est réalisée dans le cadre

d'une offre au public par la société nouvellement séparée, celle-ci devra de la même manière préparer et soumettre un prospectus accompagné d'informations supplémentaires contenues dans un formulaire S-1 concernant la société.

Obligations d'information des actionnaires

Qu'il s'agisse d'une circulaire de sollicitation de procuration (si l'opération est considérée comme une vente d'actions) ou d'une déclaration d'information (si les actions doivent simplement être enregistrées), la société mère et la filiale séparée devront fournir les informations suivantes à leurs actionnaires :

- un résumé de l'opération décrivant les termes de l'opération, la filiale séparée, les conditions fiscales et comptables de l'opération ainsi que toute autre information nécessaire à la complète information des actionnaires ;
- les risques liés à l'opération ainsi qu'à l'activité de la société mère et de la filiale séparée ;
- une description de l'activité de la société mère, ainsi que des conséquences de l'opération de *spin-off* pour celle-ci ;
- une description des termes de l'opération de *spin-off*, incluant une description de la répartition des actifs et passifs, les rapports de contrôle entre la société mère et la filiale séparée avant et après la transaction de *spin-off* et tout autre accord passé entre la société mère et la filiale.

Si l'opération est soumise au vote des actionnaires de la société mère ou des actionnaire de la filiale séparée, les actionnaires devront par ailleurs recevoir des informations relatives à la description de l'opération, à la tenue de l'assemblée des actionnaires, à l'existence de droits de refus et de rachat appartenant aux actionnaires, et à l'existence d'intérêts particuliers relatifs à l'opération appartenant aux membres du conseil d'administration, dirigeants et autres personnes intéressées.

Opération soumise à la procédure d'enregistrement des actions de la filiale séparée

Si les conditions décrites ci-dessus sont remplies, la filiale nouvellement séparée sera néanmoins

soumise aux règles du *Securities Exchange Act* de 1934. Par conséquent, elle devra déclarer et faire enregistrer les actions émises auprès de la SEC et fournir à ses actionnaires des informations détaillées sur l'opération et la société (voir ci-dessus). La société mère devra de la même manière fournir à ses actionnaires une information détaillée sur l'opération dans une circulaire de sollicitation de procuration.

La déclaration et l'enregistrement des actions de la filiale séparée requièrent la fourniture d'une information détaillée qui sera revue par la SEC avant que l'opération de *spin-off* puisse être réalisée. Ces informations recourent en de nombreux points les informations devant être fournies dans le prospectus et la déclaration d'enregistrement requis lorsque l'opération de *spin-off* est assimilée à une vente d'actions aux actionnaires de la société mère. Ce document devra notamment présenter : les risques liés à l'opération de *spin-off*, la société et son activité, l'information financière relative à la filiale séparée, l'actionnariat de la filiale séparée, le conseil d'administration et les dirigeants, la rémunération des dirigeants, les transactions avec des tiers, les actions en justice en cours, les informations relatives à la cote des actions émises, et les informations relatives aux caractéristiques des actions émises.

Autorisations par le conseil d'administration

Une opération de *spin-off* est assimilée à une distribution de dividendes par la société mère et devra donc être approuvée par son conseil d'administration. Certaines opérations nécessaires à la réalisation de l'opération devront par ailleurs être approuvées par le conseil d'administration de la société mère et de la filiale séparée.

Gouvernance de la filiale séparée

Lorsqu'à la suite de l'opération de *spin-off*, la filiale devient une société cotée, elle devra être organisée et fonctionner conformément aux règles édictées par la SEC ainsi que par la place de cotation sur laquelle elle est cotée (le plus fréquemment NYSE et NASDAQ). Ces règles concernent essentiellement les règles de gouvernance applicables aux dirigeants et au conseil d'administration de la société ainsi que les règles relatives aux obligations d'information continue et périodique et notam-

ment celles issues du *Sarbanes-Oxley Act* de 2002.

En tout état de cause, une opération de *spin-off* exige aux Etats-Unis la préparation d'une documentation boursière assez détaillée, qui nécessite un temps de préparation. Le but de cette documentation est d'assurer la correcte information des actionnaires de la société mère et du marché sur l'opération elle-même et sur la future entité indépendante dont les actions seront cotées sur un marché réglementé.

B. La réglementation française

Les principales règles françaises encadrant les *spin-off* sont issues de la réglementation fiscale (1.) et du droit des sociétés ainsi que de la réglementation boursière (2.).

1. La réglementation fiscale française

En France, les opérations de scission et de scission partielle peuvent également bénéficier d'un régime de neutralité fiscale.

En cas de scission, le régime de neutralité fiscale est défini par les articles 210 A et 210 B du Code général des impôts.

Les conditions suivantes doivent notamment être remplies pour que ce type d'opération bénéficie de plein droit du régime de neutralité fiscale :

- la société scindée totalement ou partiellement comporte au moins deux branches complètes d'activité;
- les sociétés bénéficiaires reçoivent chacune une ou plusieurs de ces branches d'activité;
- certains actionnaires détenant une part importante du capital de la société scindée s'engagent à conserver pendant 3 ans les titres de chaque société créée au résultat de la scission.

Si certaines de ces conditions ne sont pas remplies, il est toutefois possible de bénéficier du régime de neutralité fiscale sur la base d'un agrément de l'administration fiscale.

Cet engagement de conservation de 3 ans doit être pris par les actionnaires détenant 5 % au moins des droits de vote de la société mère avant réalisation de l'opération. Il est également exigé de ceux qui ont exercé des fonctions de direction, d'administration ou de surveillance au cours des 6 mois précédant la réalisation de l'opération et qui détiennent 0,1 % au moins des droits de vote de la société mère avant réalisation de l'opéra-

tion. Les droits de vote des actionnaires prenant l'engagement de conservation doivent représenter au minimum 20 % du capital de la société mère. Lorsque les actionnaires détenant une part importante du capital de la société scindée prennent cet engagement de conservation d'une durée de 3 ans, l'ensemble des actionnaires de la société scindée bénéficie du régime de faveur.

En l'absence d'application du régime de faveur, (i) l'ensemble des actionnaires de la société mère est taxé au titre de la perception d'un dividende, le montant du dividende étant calculé sur la base de la valeur réelle de la société filiale dont les titres sont distribués aux actionnaires de la société mère et (ii) la société dissoute supporte toutes les conséquences d'une cessation d'activité à savoir l'imposition des bénéfices non encore taxés et des plus-values latentes sur l'ensemble de ses actifs.

En cas de non-respect de l'engagement de conservation de 3 ans par un actionnaire ayant pris l'engagement de conservation, une amende est due par l'actionnaire n'ayant pas respecté son engagement. Cette amende correspond à 25 % de la valeur des titres reçus (estimée au moment de la scission) qui ne sont pas conservés. La société bénéficiaire des apports est solidairement responsable du paiement de cette amende dans la proportion des titres cédés qu'elle a émis.

En cas de scission partielle, au moyen d'un «apport-scission», un régime de neutralité fiscale peut également être appliqué à l'opération par application de l'article 115-2 du Code général des impôts. Pour bénéficier du régime de neutralité fiscale, les conditions suivantes doivent être remplies :

- l'attribution doit être proportionnelle aux droits des actionnaires dans le capital;
- l'attribution doit avoir lieu dans un délai d'un an maximum à compter de la réalisation de l'apport;
- l'apport doit être placé sous le régime de l'article 210 A du Code général des impôts;
- l'apport et l'attribution doivent être justifiés par un motif économique, cette justification économique pouvant par exemple résulter de l'exercice par chacune des deux sociétés d'au moins une activité autonome ou par l'amélioration des structures des deux sociétés;
- l'apport et l'attribution ne doivent pas avoir comme objectif principal la fraude ou l'évasion

fiscale;

- un agrément doit être obtenu auprès de l'administration fiscale;
- certains des actionnaires doivent s'engager à conserver pendant 3 ans les titres de la société bénéficiaire des apports dont les actions sont attribuées aux actionnaires de la société apporteuse (modalités identiques à l'engagement de conservation décrit ci-dessus dans le régime des scissions).

2. Le droit des sociétés et la réglementation boursière française

La réalisation d'une opération de scission ou de scission partielle nécessite la préparation et la rédaction d'une documentation lourde. La documentation requise est dès lors bien plus contraignante que celle requise dans le cadre d'une simple opération de cession. En effet, ce type d'opération nécessite, en synthèse, la préparation :

- du rapport d'un ou plusieurs commissaires aux apports, désignés par décision de justice, à la requête de la société mère, si la société souhaite bénéficier d'un régime fiscal de faveur;
- de la préparation d'un document équivalent à un prospectus, en vue de l'admission des actions de la société séparée, qui présente la société séparée, en particulier ses comptes et ses facteurs de risques.
- Ce document équivalent à un prospectus doit être déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers, deux mois³² avant l'assemblée générale de la société mère devant statuer sur l'opération et enregistré par l'Autorité des marchés financiers;
- Ce document doit être mis à la disposition des actionnaires un mois avant l'assemblée générale de la société mère devant statuer sur l'opération.

La documentation française est particulièrement lourde dans la mesure où, que ce soit dans le cadre d'une scission ou d'une «scission partielle», un projet de scission ou d'apport arrêté et signé par les divers organes dirigeants des sociétés en cause doit être préparé, un commissaire à la scission ou un commissaire aux apports doit être désigné,

ces commissaires devant préparer différents rapports, et les comités d'entreprise des sociétés en cause doivent également être consultés.

C. Identification des éventuels freins dans la réglementation française

Certes, le nombre limité de *spin-off* en France nous semble en partie dû au faible nombre de cibles potentielles pouvant faire l'objet d'une opération de *spin-off*. Ce type d'opération nécessite en effet l'existence de grands groupes ou de grands conglomérats présents sur différents secteurs d'activité et qui souhaitent se recentrer sur certains secteurs, afin de maximiser la création de valeur pour leurs actionnaires.

Il nous semble qu'il peut toutefois exister, dans la réglementation française, un certain nombre de freins à ces opérations qui ne nous semblent pas justifiés.

D'une manière générale, nous identifions deux freins principaux (sur lesquels nous reviendrons à la section III.) à la réalisation de *spin-off* en France :

- les aspects financiers / flux financiers;
- les aspects fiscaux;
- la mise en œuvre / réalisation de ce type d'opération.

Sur le premier point, il faut se rappeler que la direction d'un groupe a deux options pour procéder à la restructuration d'un groupe : distribuer de la valeur aux actionnaires, sans percevoir aucun flux financier dans le cadre d'un *spin-off* ou au contraire céder des actifs afin d'en percevoir le prix. Du côté des actionnaires, la valeur reçue sous forme de titres est potentielle, tant que l'actionnaire n'a pas revendu les titres ainsi reçus.

Sur le second point, si on compare la réglementation française et américaine sur ces sujets, on constate un certain nombre de conditions communes afin de bénéficier du régime fiscal de faveur. Toutefois, trois différences nous semblent importantes :

- la durée de l'engagement de conservation qui est inférieure d'un tiers aux Etats-Unis

³² En pratique, le dépôt de ce document intervient bien plus tôt pour que l'Autorité des Marchés Financiers dispose d'un temps suffisant pour examiner le document et l'opération envisagée.

(on considère en effet que malgré l'absence de limitation textuelle, cet engagement sera respecté au bout de deux ans aux Etats Unis contre trois ans en France) ;

- la réglementation aux Etats-Unis a permis à la pratique de mettre en place des mécanismes de protection contractuels permettant à la société mère de gérer les conséquences financières liées à la remise en cause de la neutralité fiscale en cas de cession de la filiale devenue indépendante avant l'expiration du délai de deux ans courant à compter de la réalisation de l'opération ;
- la nécessité de procéder en France à une opération d'apport (le cas échéant au profit d'une nouvelle entité juridique, créée spécialement à cet effet lorsque les activités à séparer sont déjà rassemblées dans une filiale depuis longtemps) pour pouvoir bénéficier du régime de neutralité fiscale.

Sur le troisième point, l'obligation de procéder à une opération d'apport afin de bénéficier du régime fiscal de faveur rend l'opération de scission partielle beaucoup plus complexe en France. Par ailleurs, les aspects de droit social, notamment l'obligation de consulter les instances représentatives du personnel, ne doivent pas être négligés. Ils sont susceptibles d'allonger le calendrier de réalisation du *spin-off*.

Ces difficultés de mise en œuvre des opérations de *spin-off* sont d'autant plus grandes que l'opération alternative consistant à céder des activités à un tiers paraît en comparaison très simple à réaliser. Cette dernière nécessite seulement la négociation d'un contrat de cession et peut donc être réalisée rapidement, avec des coûts de transaction plus faibles.

III - Pistes de réformes de la réglementation française

Les principales règles françaises encadrant les *spin-off* étant issues de la réglementation fiscale et de la réglementation boursière, l'objet de cette section est d'envisager de manière synthétique les améliorations éventuelles qui pourraient être apportées à la réglementation en matière fiscale (A.) et en matière boursière (B.), afin de faciliter la réalisation de ce type d'opérations.

A. Les pistes d'amélioration de la réglementation

fiscale

Nous ne reviendrons pas ici sur la nécessité de clarifier le régime juridique de ces opérations, en créant dans le Code de commerce un article spécifique consacrant au plan légal les «scissions partielles», invention de la pratique au moyen de la combinaison de différentes dispositions du Code de commerce, celle-ci ayant fait l'objet de diverses démonstrations brillantes³³.

Nous avons préféré dégager quatre pistes de réforme qui nous semblent simples à mettre en œuvre.

Une première piste simple consisterait à ne plus exiger la réalisation d'une opération d'apport préalable pour pouvoir bénéficier du régime de neutralité fiscale.

Une deuxième piste simple consisterait à réduire la durée de l'engagement de conservation de trois ans à deux ans en considérant que la durée de l'engagement de conservation en France est un des principaux freins à la réalisation des opérations de *spin-off*.

Une troisième piste consisterait, toujours s'agissant de cet engagement de conservation, à s'inspirer du régime existant aux Etats-Unis, et à structurer cet engagement non plus comme un engagement de conservation de certains actionnaires mais comme la perte du régime fiscal de faveur bénéficiant à l'ensemble des actionnaires en cas de constatation de la prise de contrôle de la société séparée avant l'expiration d'un certain délai. Une telle évolution permettrait de mettre en place des garanties, visant à faire peser sur la société devenue indépendante et *in fine* sur la personne prenant le contrôle de cette société, au bénéfice des autorités fiscales françaises, les conséquences de la remise en cause du régime de faveur, en cas de transfert du contrôle de la société séparée. Pour l'heure, les conséquences attachées au non-respect de l'engagement de conservation sont en France excessivement pénalisantes.

Une quatrième piste consisterait à aller plus loin et à considérer, au regard de l'intérêt de ces opérations pour l'économie, que toute opération de *spin-off* doit bénéficier d'un régime de faveur, ce régime de faveur devant être soumis à des conditions minimales, voire à aucune condition. Une

33 P.-Y. Chabert, «La figure de la scission partielle en droit français» *Rev. sociétés* 2005, p. 759 ; H. le Nabasque, «Le régime juridique de la répartition des titres entre les actionnaires dans la figure de la scission partielle», *Rev. sociétés* 2005, p. 779.

telle réforme ne nous semble pas constituer un effort injustifié sur le budget de la nation, dans la mesure où le régime pourrait dans les grandes lignes être le suivant : les actions seraient distribuées aux actionnaires de la société mère, sans engagement de conservation de certains des actionnaires et sans que cette distribution ne soit fiscalisée. Les actionnaires qui décideraient de céder les actions reçues devraient être taxés au moment de la cession desdites actions, selon des modalités qui restent à définir.

B. Les pistes d'amélioration de la réglementation boursière

En termes de mise en œuvre, toute réforme qui aurait pour but de réduire le calendrier des opérations de *spin-off* et de simplifier la documentation à préparer dans le cadre de ces opérations, est susceptible d'en faciliter la réalisation.

Afin de bénéficier du régime de faveur, il est aujourd'hui nécessaire de procéder à un apport et à la distribution des actions en résultant. Aucune raison d'ordre juridique, fiscal ou comptable ne justifie à nos yeux de conditionner l'application du régime de faveur aux opérations structurées sous forme d'apport-scission. La suppression de la nécessité de procéder à un apport pour bénéficier du régime de faveur simplifierait grandement la préparation de ces opérations. Les opérations d'apport sont en effet des opérations lourdes et longues à réaliser, notamment dans la mesure où elles nécessitent l'intervention de différents professionnels (commissaires aux comptes, commissaires aux apports, équipes financières de la société et avocats) et la préparation d'une documentation fastidieuse (notamment la préparation des rapports des commissaires aux apports).

Le délai de mise à disposition du document équivalent au prospectus pourrait être réduit de un mois à vingt-et-un jours ou à quinze jours, dans un contexte où l'information circule de plus en plus vite et où il est de plus en plus facile pour les actionnaires d'avoir accès à l'information. Le délai de vingt-et-un jours aurait pour avantage de correspondre à la mise à disposition des documents d'assemblée sur le site internet de la société conformément aux exigences du droit communautaire et par cohérence avec l'article R. 225-73-1 du Code de commerce.

Une manière de faciliter la réalisation de ces opérations, si on décidait de ne pas supprimer la condition de réalisation d'un apport et de la distribution des actions en résultant pour bénéficier du régime de faveur, pourrait consister à limiter le descriptif des opérations d'apport aux informations figurant dans les rapports des commissaires aux apports. Afin d'éviter les doublons entre les informations requises par l'Autorité des marchés financiers et celles figurant dans les rapports des commissaires aux apports, il nous semble préférable qu'un document unique décrive les opérations d'apport et que ce document soit le rapport des commissaires aux apports, qui serait annexé au document équivalent au prospectus. Les organismes professionnels et l'Autorité des marchés financiers pourraient s'entendre sur le contenu précis de ce rapport, afin d'améliorer la qualité de l'information qu'il contient.

Conclusion

Reprenons un constat empirique simple. En période de croissance économique, les entreprises cherchant à promouvoir leur croissance, réinvestir leurs profits et profiter des faibles coûts de l'emprunt se tournent le plus souvent vers les opérations de fusions-acquisitions. C'est ainsi que l'on a pu constater dès le début des années 1990, et particulièrement de 2004 à 2007, une explosion de ces opérations tant en nombre qu'en valeur. Mais dans le contexte actuel d'une reprise économique difficile, les entreprises se tournent désormais vers des opérations de cession mais également de *spin-off*. Elles voient en effet dans ces dernières, une possibilité de générer de la valeur pour leurs actionnaires, basée sur le constat de la déperdition de valeur existant au sein des conglomérats, sans coûts majeurs pour l'entreprise. Elles y voient aussi la possibilité de se recentrer sur leur cœur de métier et se montrer plus réactives face aux évolutions du marché. Certaines problématiques liées à des difficultés d'intégration suite à la vague des fusions-acquisitions ont également montré les limites des hyper consortiums.

Dans ce contexte, il nous apparaît alors essentiel de nous pencher sur les obstacles juridiques pouvant freiner l'adaptation fluide de nos entreprises aux évolutions du contexte économique dans lequel elles opèrent. L'examen du cadre juridique

et fiscal des opérations de *spin-off* aux Etats-Unis où ces opérations sont fréquentes, constitue un point de départ intéressant dans le cadre d'une réflexion sur l'adéquation du droit français actuel en la matière. De cet examen comparé nous tirons plusieurs conclusions. Les contraintes de temps et de mise en place des opérations de scission ou de scission partielle prescrites par le droit Français jouent fortement en défaveur de ces opérations. A cela s'ajoute une réglementation lourde en matière de droit social, inconnue aux Etats-Unis. Enfin, les contraintes fiscales liées à la durée de l'engagement de conservation des titres s'avèrent contre-productives puisque l'accroissement de la valeur des titres de la filiale séparée à la suite d'une opération de *spin-off* s'explique en partie par la possibilité pour cette filiale d'être rachetée. Plus cette possibilité est repoussée loin dans le temps, moins les investisseurs prennent en compte ce facteur dans la valorisation des titres de la filiale séparée. Au résultat, ces contraintes rendent difficile la réalisation de ces opérations en France en comparaison avec la simplicité d'une opération de cession.

Par conséquent, il nous semble que le régime juridique et fiscal permettant de réaliser une opération de *spin-off* pourrait fortement gagner en simplicité et en attractivité par une réforme simple du droit des sociétés et du droit fiscal. En matière fiscale, les points de réforme devraient être articulés autour des axes suivants : 1) disparition de l'exigence d'une opération d'apport préalable pour bénéficier du régime de neutralité fiscale, 2) réduction de la durée d'engagement de conservation des titres, voir suppression pure et simple de cet engagement de conservation, et 3) modification des conditions et des conséquences attachées à l'engagement de conservation afin de pouvoir transférer le risque de prise de contrôle de la société cédée à l'acquéreur de celle-ci. En matière de droit des sociétés et de réglementation boursière, la disparition de l'exigence de réaliser une opération d'apport, la réduction des délais de mise à disposition du document équivalent au prospectus, ainsi que l'harmonisation des exigences d'information édictées par le code des sociétés et la réglementation boursière permettraient de simplifier fortement la procédure et les délais nécessaires à la réalisation de l'opé-

ration. Ces éléments de réforme nous paraissent être justifiés par les effets économiques bénéfiques reconnus des opérations de *spin-off* ainsi que par une réflexion plus large sur l'adaptabilité de la règle de droit aux évolutions des entreprises et de l'économie.



MARGAUX CURIE

La réforme du secteur bancaire : vers quelle forme de réglementation bancaire en Europe ?



Bachelor, McGill University 2007-2010
Master Droit Économique, Sciences Po 2010-2012
Master Droit Bancaire et Financier,
Université Panthéon-Sorbonne 2012-2013

Peu après avoir accédé au célèbre salon ovale de la Maison Blanche, Ronald Reagan déclare en 1981 que « le gouvernement n'est pas la solution à nos problèmes, c'est le problème ». Soutenu par les doctrines économiques et philosophiques de l'époque, le président fraîchement élu prône une véritable déréglementation (deregulation) de l'économie afin de relancer la croissance. La politique initiée alors par le gouvernement américain vise à désengager l'État de la régulation, entre autres, bancaire et financière, et à déléguer le contrôle et le fonctionnement du marché aux acteurs eux-mêmes. Cette tendance à l'autorégulation survivra à l'ère Reagan pour se poursuivre tout au long des années 1990. C'est ainsi qu'en 1999, sous la présidence Clinton, le Congrès abroge le Glass-Steagall Act, adopté en 1933 et qui avait institué une incompatibilité entre les activités de banque de dépôt et de banque d'investissement. Cette politique de déréglementation n'est alors pas spécifique au territoire américain mais se retrouve également en Europe. Sous l'impulsion de Margaret Thatcher, le Royaume-Uni est, dès la fin des années 1970, le théâtre d'une déréglementation des secteurs bancaires et financiers. Ce phénomène s'étend par la suite au reste du continent. Ainsi, la France s'engage dès le début des années 1980 dans le même processus de déréglementation financière, lequel s'accélérera sous l'influence de la Commission européenne et de la poursuite de l'Acte Unique.

Si les bénéfices de l'autorégulation professionnelle sont multiples, la crise de 2008 a brutalement révélé les limites d'un tel système, et mis en exergue les lacunes de la régulation actuelle. Face à ce constat, les États ont, depuis, fortement remis en cause le modèle d'autorégulation jusqu'alors mis en œuvre sur les marchés, afin de mettre en place une régulation « externe » renforcée. Outre-Atlantique, le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, promulgué le 21 juillet 2010 sous le gouvernement Obama, est considéré comme la plus grande réforme bancaire et financière depuis le Glass-Steagall Act. Le Dodd-Frank Act vise en premier lieu à limiter les risques systémiques du secteur financier américain en instaurant, notamment, une agence macro-prudentielle, le Financial Stability Oversight Council (FSOC), ainsi qu'une nouvelle procédure de liquidation permettant « d'ordonner » le démantèlement d'établissements constituant un risque pour la stabilité financière.

Pour sa part, l'Union Européenne a inauguré le 1^{er} janvier 2011 l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF), dotée d'un pouvoir normatif et de coordination entre les différentes autorités nationales, ainsi que responsable de la délivrance d'agrément et de l'enregistrement des agences de notation au sein de l'UE. La Commission a par ailleurs cherché à mieux encadrer les secteurs jusqu'alors peu surveillés grâce à l'élaboration de

plusieurs directives et règlements. On citera, entre autres, la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (FIA) du 8 juin 2011 et le règlement européen du 15 septembre 2010 prohibant les ventes à découvert, récemment entré en vigueur. Conformément à l'impulsion communautaire, la Loi de Régulation Bancaire et Financière du 23 octobre 2010 (LRBF) a, quant à elle, renforcé les pouvoirs de l'AMF et étendue son champ de compétence, ainsi qu'encadré les produits dérivés et les ventes à découvert.

Acteurs de première importance sur les marchés financiers, les banques sont tout naturellement passées sous le microscope des États. Depuis l'éclatement de la crise des subprimes, le secteur bancaire a en effet été secoué par de multiples scandales remettant en cause tant les activités des banques que leur mode de contrôle et de gouvernance. Ainsi, l'effondrement de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 illustre les dangers de ces établissements « too big to fail » à risque systémique dont la taille est un enjeu économique en cas de faillite. Par ailleurs, les scandales mettant en scène des « traders fous » tels que Jérôme Kerviel, Kweku Adoboli ou Bruno Iksil – surnommé « la baleine de Londres » – ou encore la récente manipulation du LIBOR, impliquant des établissements majeurs tel que le britannique HSBC, sont autant d'éléments démontrant la nécessité de repenser le contrôle interne des banques, et plus largement, d'opérer une refonte réelle de la régulation bancaire mondiale. Face au bilan de la crise financière de 2008, les États partagent une volonté commune : celle de sécuriser les établissements bancaires afin que les pouvoirs publics nationaux ne soient pas contraints de voler à leur secours (bail out) pour remédier à des situations d'urgence résultant d'activités spéculatives. Cette refonte structurelle du secteur bancaire a d'ores et déjà fait l'objet de réflexions approfondies outre-Atlantique et outre-Manche (I). Au sein de l'Union Européenne, tant à l'échelle communautaire que nationale, l'heure est aussi au débat quant à la voie à adopter, le président François Hollande ayant fait de la séparation des activités de banque de détail et de banque d'investissement une promesse électorale (II).

I - La refonte de la régulation bancaire aux Etats-Unis et en Angleterre

En réponse à la crise, les autorités américaines et britanniques ont proposé deux approches différentes, deux remèdes distincts afin de répondre à un même mal : la règle Volcker aux Etats-Unis, et le rapport Vickers en Angleterre.

A. La règle Volcker

Objectif : la Section 619 du Dodd-Frank Act a été baptisée la Volcker Rule, d'après l'ex-secrétaire général de la Réserve Fédérale, Paul Volcker. Depuis, cette dernière a été codifiée dans la Section 13 du Bank Holding Company Act de 1956. L'objectif principal de cette règle est de protéger le système bancaire américain en limitant les investissements spéculatifs des banques, notamment grâce à l'interdiction, sauf exceptions, des activités de négociation pour compte propre (proprietary trading), en dehors des limites fixées par la règle. Pour ces activités, il sera par ailleurs interdit aux banques d'investir dans des hedge funds ou des fonds de private equity. En outre, la règle Volcker cherche à prévenir les conflits d'intérêt pouvant toucher les banques d'investissement, lesquelles conseillent à la fois leurs clients tout en investissant sur leur fonds propres contre l'intérêt de ces derniers.

Modalités : toutes les banques assurées par le Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), soit en l'espèce toutes les banques exerçant une activité de dépôt, ainsi que leur maison-mère, sont assujetties à la règle Volcker. De plus, le Dodd-Frank Act ayant une portée extraterritoriale, la règle a vocation à s'appliquer également aux banques étrangères possédant une agence ou une succursale américaine, ainsi qu'à tous leurs affiliés dans le monde détenus à plus de 25%. Seules les banques effectuant des transactions pour compte propre totalement et exclusivement hors du sol américain pourront bénéficier d'une exception à la règle. Les établissements ont deux ans pour se conformer aux nouvelles dispositions, la date butoir étant fixée au 21 juillet 2014, sous réserve d'éventuels prolongements qui seraient a priori exceptionnels.

La mise en place de la règle Volcker ne se fait

évidemment pas sans obstacles. Le seuil de 3% de fonds propres à ne pas dépasser pour les investissements pour compte propre dans les hedge funds et autres fonds de capital-investissement représente un coup dur pour les banques. En effet, ce type de spéculation constitue une activité très lucrative pour les établissements bancaires, jusqu'à 10% du chiffre d'affaires global de Goldman Sachs¹. Cette dernière s'est donc engagée depuis 2010 dans un intense lobbying auprès des politiques américains, sollicitant un assouplissement de la règle Volcker. Parmi ses revendications, la banque américaine cherche à ce que les limites et interdictions ne s'appliquent pas aux fonds de crédit, ces derniers ayant pour vocation de prêter de l'argent à des sociétés rencontrant des difficultés de financement. Plus largement, les banques américaines, ainsi que les banques étrangères touchées par le Dodd-Frank Act, s'inquiètent des coûts d'application d'une telle règle, ainsi que des futures pertes engendrées.

B. Le rapport Vickers

Objectif : en réponse à la crise financière, Sir John Vickers remet le 12 septembre 2011 un rapport au gouvernement britannique, présentant une réforme du secteur bancaire sur le modèle d'un Glass-Steagle Act « revisité ». Le rapport Vickers propose alors un cantonnement (ring-fencing) de l'activité de dépôts des banques commerciales, afin d'assurer une meilleure protection des déposants. L'esprit du rapport est d'isoler les « services bancaires vitaux » (tels que les services de caisse, les dépôts et crédits) à destination des ménages et PME, et de les cantonner dans des structures juridiques propres, fortement capitalisées et auxquelles il est interdit d'effectuer des activités spéculatives. Il ne s'agit pas, en l'occurrence, de démanteler les groupes bancaires, mais de déterminer « quels sont les clients et activités qui doivent être cantonnés, ainsi que les liens possibles entre les entités cantonnées et le reste du groupe ». Par conséquent, seules les banques cantonnées pourront délivrer ces « services bancaires vitaux » (mandated services).

1 « Quand Goldman Sachs veut aménager la règle Volcker », *challenges.fr*, 10 octobre 2012

Modalités : alors que les américains semblent pressés de faire entrer la règle Volcker en vigueur, le calendrier de mise en œuvre de la réforme Vickers est beaucoup plus large. En effet, la Commission Vickers a proposé que ces règles soient votées avant 2015 pour une mise en place début 2019, afin qu'elles coïncident avec celles de Bâle III. En outre, à l'inverse de la réforme américaine, les règles introduites par le rapport Vickers ne sont pas de portée extraterritoriale – par conséquent, seules les banques anglaises seront touchées. Toutefois, le rapport reconnaît que cette restructuration pourrait coûter entre 4 et 7 milliards de livres par an au secteur bancaire².

II - Vers quelle réforme bancaire en Europe ?

Face au développement des réformes aux États-Unis et en Angleterre, l'Union Européenne a dû, elle aussi, prendre des mesures. En guise de réponse, Michel Barnier, Commissaire européen au Marché Intérieur et aux Services, a mandaté un groupe de travail afin de mener une réflexion sur ce thème, alors que les États membres viennent tout juste de s'accorder sur les modalités de la future « union bancaire ». Le gouvernement Hollande, qui fait de la séparation des activités bancaires un « enjeu démocratique », a d'ores et déjà devancé Bruxelles en déposant un projet de loi le 19 décembre dernier, actuellement étudié par le Parlement.

A. Une troisième voie communautaire ?

La réforme du secteur bancaire au sein de l'Union Européenne est bel et bien enclenchée. Malgré les divergences d'opinions entre Paris et Berlin concernant le champ de la supervision et les craintes de Londres de se voir dicter la politique du futur superviseur, le cadre légal de l'« union bancaire » a finalement été trouvé par les ministres des finances de l'UE dans la nuit du 12 au 13 décembre 2012. À partir du 1^{er} mars 2014, la BCE supervisera donc quelques 200 banques européennes³. Victoire pour l'Allemagne qui refusait de céder la supervision

2 « Banques : l'Etat rationne les activités de marché », *lefigaro.fr*, 15 novembre 2012.

3 Les établissements qui pèsent plus de 30 milliards d'euros d'actif ou l'équivalent de 20% du PIB de leur pays d'origine, à condition de présenter au moins 5 milliards d'euros d'actif, seront supervisés par la BCE.

de ses structures bancaires régionales à Francfort, les « Sparkassen », de part les liens forts qu'elles entretiennent avec les pouvoirs politiques des Länder. En contrepartie, la France a obtenu que la BCE puisse prendre le contrôle de n'importe quelle banque si elle le juge nécessaire. En temps voulu, une supervision au cas par cas pourrait ainsi voir le jour pour les banques les plus fragiles. De leur côté, l'Angleterre, la Suède et la République Tchèque restent en dehors du mécanisme de supervision. Ces derniers se sont néanmoins assurés que la BCE ne puisse engager aucune action contraire à leurs intérêts, grâce à un mécanisme de gouvernance renforcée. Cependant, si l'union bancaire, très attendue par les marchés, constitue un formidable bond en avant pour l'Europe, les modalités d'applications restent encore bien incertaines. Alors que la BCE apparaît comme la dernière institution « crédible » de l'Union Européenne, cette dernière ne dispose d'aucune expérience en la matière. Il apparaît essentiel de la doter d'équipes compétentes, autonomes et distinctes, aptes à superviser les plus grosses banques européennes sans être source de conflits d'intérêts. Toute avancée semble pour le moment bloquée, les ministres de la zone euro ne trouvant pas de terrain d'entente quant aux modalités d'accès des banques à l'aide du Mécanisme européen de stabilité (MES).

Par ailleurs, en réponse aux réformes Vickers et Volcker, le Commissaire européen Michel Barnier a mandaté en début d'année 2012 un groupe de travail dont la tâche était de « déterminer si, en plus de la poursuite des réformes réglementaires, des réformes structurelles des banques de l'UE permettraient de renforcer la stabilité financière et d'améliorer l'efficacité de la protection des consommateurs »⁴. Le groupe de travail dirigé par Erkki Liikanen, gouverneur de la Banque de Finlande, avait donc le choix entre suivre l'une des pistes ouvertes par Washington ou Londres, ou opter pour une troisième voie propre à l'espace communautaire. Ayant rendu ses conclusions le 2 octobre 2012, le Comité Liikanen a privilégié une solution propre à l'Union Européenne, sans prôner une interdiction de la négociation pour

compte propre, ni un cantonnement des activités de banque de détail à la Vickers. À l'inverse, le rapport Liikanen propose d'isoler dans une entité séparée les activités de marchés les plus risquées, et de leur allouer plus de capital. En pratique, il s'agit d'une réforme Vickers « inversée ». Un tel isolement deviendrait obligatoire dès lors que ces activités risquées représentent entre 15% et 25% des actifs d'une banque, ou une valeur absolue de 100 milliards d'euros.

À l'image des objectifs visés par Paul Volcker et Sir John Vickers, le mandat du Comité Liikanen était de casser l'aléa moral qui encourage les banques à adopter des comportements risqués, sachant qu'elles ont la garantie des États en temps de crise. Il apparaît ainsi essentiel de délier les mains des pouvoirs publics afin qu'ils ne soient plus contraints de renflouer les établissements systémiques grâce à l'argent des contribuables. En cantonnant les activités risquées, le rapport Liikanen ne crée pas de véritable big bang bancaire consistant à scinder les établissements en deux, avec d'une part la banque de détail et d'autre part les activités de marché. Tout comme la Commission Vickers, le Comité Liikanen cherche simplement à mettre à l'abri les « parties socialement vitales », à savoir les dépôts des particuliers, qui seront alors garantis par les pouvoirs publics, sans vouloir toutefois opérer un retour au Glass-Steagle Act.

Dès sa remise à la Commission, le rapport Liikanen a fait l'objet de vives critiques de la part du secteur bancaire. Les établissements de l'UE continentale sont en effet très attachés à leur modèle dit de « banque universelle », selon lequel ils peuvent exercer toutes les opérations des domaines bancaires et financiers. Sont ainsi regroupées au sein d'un même établissement les activités de banque de détail, de banque d'investissement et de banque de financement (la gestion d'actifs doit, quant à elle, être placée dans une filiale). Le modèle proposé par le Comité Liikanen se devait donc de rester conforme aux caractéristiques de l'économie européenne. Or, les banques européennes « à tout faire » décrient la filialisation des activités de « trading » ainsi proposée, et soulignent les vertus du modèle universel, la diversification des risques réduisant les risques de faillite. La diversité apparaît alors être un élément essentiel pour accroître la

⁴ Rapport final du « Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'UE », présidé par Mr. Erkki Liikanen, 2 octobre 2012.

résistance d'un système aux chocs financiers. Il est vrai que les banques exerçant des activités d'ores et déjà strictement séparées, telle que Dexia, ou encore spécialisées dans l'activité de détail, telle que la banque espagnole Bankia ou la britannique Northern Rock, ont connues de sévères difficultés. Les banques d'investissement comme Lehman Brothers ont, quant à elles, tout simplement disparu, ou ont dû recourir à un bail out des pouvoirs publics. À l'inverse, les banques universelles françaises ont, pour leur part, plutôt bien résisté à la crise. Il semblerait donc que le modèle d'organisation des activités ne soit pas un critère déterminant de la vulnérabilité des banques. Par ailleurs, les établissements bancaires dénoncent la difficulté de mise en œuvre du rapport Liikanen. Il est vrai que ce dernier adopte une acceptation plus large que sa contrepartie américaine en ce qui concerne les activités de trading risquées. Le cantonnement ne se limiterait pas aux pures négociations pour compte propre, mais viserait aussi, entre autres, certaines activités sur produits dérivés, le crédit aux hedge funds, ainsi que des activités de tenue de marché (market making), qui amènent les banques à prendre des positions en propre afin d'animer la liquidité des marchés⁵. Si la liste fixée par le rapport ne concerne aujourd'hui qu'une petite partie des activités de marché possibles, elle n'est cependant pas exhaustive. Le Comité Liikanen a en effet désiré laisser la porte ouverte à d'éventuels élargissements, les régulateurs pouvant l'allonger s'ils l'estiment nécessaire. En guise de défense, le lobbying bancaire souligne l'utilité économique de ces activités, qu'ils considèrent relever du service à la clientèle et non pas de la spéculation, et donc indissociables de l'activité de banque de détail, véritable cœur de métier. Ils soulignent de plus les difficultés organisationnelles quant à la filialisation des activités de trading des autres activités d'investissement. Les activités de détail et de banque de financement et d'investissement (BFI) sont effectivement très largement interdépendantes dans la mesure où les clients « entreprises » recherchent ces deux qualités de services au sein d'un même établissement. Enfin,

5 La directive MIF définit le market maker comme « une personne qui est présente de manière continue sur les marchés financiers pour négocier pour son propre compte et qui se porte acheteuse et vendeuse d'instruments financiers en engageant ses propres capitaux, à des prix fixés par elle ».

la filialisation serait, pour les banques, très coûteuse en fonds propres et se ferait au détriment de leur compétitivité face aux établissements américains.

Les propositions du rapport Liikanen concernent tout particulièrement le secteur bancaire français. En effet, l'obligation de cantonnement des activités risquées – entre 15% et 25% des actifs d'une banque, ou une valeur absolue de 100 milliards d'euros – touche principalement les banques de l'Hexagone. BNP Paribas et la Société Générale arrivent en tête, les activités visées représentant plus de 30% de leur bilan, avec près de 39% pour la première et environ 33% pour la seconde. Dans le bas de la fourchette, le Crédit Agricole et le groupe BPCE sont aussi dans la ligne de mire. Ces quatre établissements figurent en effet sur la liste mondiale des banques systémiques, mise à jour par le Financial Stability Council (FSB), mandaté par le G20⁶. L'une des singularités du système bancaire français réside donc dans sa grande internationalisation. Par ailleurs, on dénote aussi que les activités de banque de financement et d'investissement (BFI) constituent une part importante de leurs bilans, puisque seule BNP Paribas possède une activité de dépôt importante à l'étranger. Pourtant, le système bancaire français a, pour sa part, plutôt bien résisté au choc. Depuis 2008, le montant cumulé des pertes du secteur a été l'un des plus faibles de la zone OCDE (2.3% du PIB en France contre 13.9% en Suisse, 10.1% en Irlande, ou encore 5.3% aux Etats-Unis)⁷.

Le Comité Liikanen affirme pour sa part avoir conservé les avantages de la banque universelle, inscrite dans une logique d'organisation verticale. Si les deux activités doivent être strictement cloisonnées, elles peuvent cependant être menées à l'intérieur d'un même groupe. Or, la filialisation au sein du groupe permettra de délier les mains des États, ne faisant plus du bail out la seule option, toujours très coûteuse pour la collectivité. La réflexion communautaire choisit donc d'opter pour une troisième voie, plus apte, semblerait-il, à répondre à la structure

6 « La nouvelle liste mondial des banques too big to fail », *lesechos.fr*, 1^{er} novembre 2011.

7 H. de Vauplane, « Quel modèle de banque choisir pour l'Europe », *alternative-economique.fr*, 30 août 2012.

économique européenne. Le rapport, qui doit inspirer une réforme en Europe, et par conséquent une loi bancaire en France, n'a pourtant pas été suivi par le gouvernement Hollande. Au vu du projet de loi bancaire présenté en Conseil des ministres par Pierre Moscovici le 19 décembre 2012, la nécessité pour le gouvernement d'opérer une réforme en profondeur apparaît limitée. Fier de ses régulateurs nationaux, le législateur privilégie un renforcement de la supervision et le respect du modèle de banque universelle.

B. La solution française

Dans son engagement de campagne numéro 7, François Hollande avait promis de séparer les activités de banques qui sont « utiles à l'investissement et à l'emploi de leurs opérations spéculatives ». Depuis l'élection présidentielle, le gouvernement a réaffirmé sa volonté de mener une telle réforme contre cette « finance sans visage ». Les travaux préliminaires entamés par le gouvernement avant l'été et menés en tandem par le Trésor et l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), ont reposé sur une consultation à laquelle participaient notamment les banques françaises. Les premières conclusions s'étaient alors orientées vers un « Volcker à la française », visant à limiter, voire interdire, les activités spéculatives risquées, et non pas à cloisonner ces dernières. Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, avait alors indiqué que la seule chose souhaitable était « l'interdiction pure et simple des activités spéculatives et des contrôles internes renforcés sur les risques liés aux activités de marché »⁸. Ce n'est cependant ni cette piste, ni celle proposée par le Comité Liikanen, que le législateur français a décidé de suivre. Alors que l'Union Européenne prêche une harmonisation maximale en matière bancaire et financière, le gouvernement a souhaité quelque peu devancer la Commission et dégager ses propres solutions. Il est vrai que Bruxelles a expressément privilégié le chantier de l'union bancaire, dont le cadre législatif se met peu à peu en place. Erigé au titre « d'enjeu démocratique », le législateur français a donc voulu faire preuve de rapidité quant à la réforme du secteur, et adopter une loi sans attendre les conclusions de la Commission.

⁸ *La Revue de l'Autorité de Contrôle Prudentiel*, n° 9, octobre-novembre 2012.

La France sera alors le premier pays européen à opérer une réforme structurelle des banques.

C'est donc une 4^{ème} voie que Pierre Moscovici a décidé de présenter le 19 décembre dernier. En sortant du Conseil des ministres, ce dernier a clairement déclaré que cette réforme « n'est pas une réforme faite pour le lobby bancaire » mais elle préserve néanmoins « le modèle français de banque universelle qui a fait ses preuves »⁹. Le projet de loi bancaire¹⁰ se décline en plusieurs dispositions, la mesure phare étant la séparation des activités de banque et des activités de marché, faisant échos au discours de François Hollande au Bourget. Cette séparation passerait par l'interdiction faite aux banques de « mener des activités de spéculation engageant leur propre bilan sauf à les cantonner dans des filiales strictement séparées de l'entité principale recevant des dépôts du public et soumises à des exigences prudentielles sévères ». Le projet s'inspire des solutions dégagées par le rapport Liikanen, mais adopte une conception beaucoup plus restrictive quant aux activités à cantonner. A côté de la filialisation des activités dites de « compte propre » dont on considère qu'elles ne sont pas « utiles à l'économie », le texte prône une interdiction totale d'exercer certaines activités spéculatives. Il s'agit, en l'occurrence, du trading à haute fréquence¹¹ et des opérations sur les marchés de dérivés de matières premières agricoles. Les banques ne pourront, en outre, détenir des participations dans des fonds spéculatifs de type *hedge fund*, ni accorder à ces derniers des financements non sécurisés. Par ailleurs, l'autre mesure phare du projet de loi vise à considérablement renforcer les pouvoirs de l'ACP, qui deviendrait l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR).

Cette dernière se voit confier la mission « d'autorité de résolution », ayant à sa disposition une large gamme de pouvoirs afin de prévenir ou de limiter les crises et faillites bancaires. Ainsi, celle-ci doit

⁹ « P. Moscovici : la réforme n'est pas faite pour le lobby bancaire », *bfmvtv.com*, 19 décembre 2012.

¹⁰ <http://www.economie.gouv.fr/projet-loi-reforme-bancaire>

¹¹ Technique qui utilise la puissance de centres de calculs de premier plan couplés à des algorithmes, permettant donc de passer des millions d'ordres dans des temps très courts et de jouer alors sur les effets de marché temporaires afin de tirer parti de petits écarts de prix pour un même actif.

recueillir les plans de résolution des banques (les « testaments bancaires » ou « living will »), et peut, entre autres, modifier l'organisation des banques, nommer un administrateur provisoire, révoquer des dirigeants, ou encore procéder à des cessions d'activités à des établissements tiers (« bridge bank »). A côté de ces mesures phares, le projet contient d'autres dispositions, ayant trait, par exemple, à la protection des consommateurs.

Alors qu'en pleine campagne présidentielle, François Hollande prônait avec véhémence une séparation stricte des activités de détail et des activités de marché, le projet de loi apparaît comme une réforme beaucoup plus consensuelle. À l'inverse du rapport Liikanen, le projet ne propose pas la filialisation de toutes les activités de compte propre. En effet, la plupart des activités de marché devraient être épargnées et rester dans la banque, afin que ces dernières puissent continuer d'offrir des services financiers, tels que la tenue de marché, le courtage d'actions et autres. Concernant l'interdiction du trading à haute fréquence, la disposition renvoie à l'article 235 ter ZD bis du Code Général des Impôts, renvoyant lui-même à un décret sur les transactions financières, pris par Jean-Marc Ayrault cet été. Au titre de ces deux textes, ne seront assujetties à l'interdiction que les opérations annulant ou modifiant les ordres passés dans un délai de moins d'une demi-seconde, et outrepassant 80% des ordres passés dans une même journée. Cet article ne s'applique logiquement pas aux activités de tenue de marché, dans la mesure où les market makers sont obligés de modifier leurs ordres en continu indépendamment de l'état des marchés afin d'assurer leur liquidité. Or, les traders à haute fréquence sont aujourd'hui généralement enregistrés en tant que market maker. Sans une modification du texte, l'interdiction du trading à haute fréquence ne s'appliquera en réalité qu'à une portion minime des activités.

Il ne faut pas conclure de ce projet qu'il ne constitue qu'un effet d'annonce, une loi à minima faite pour arranger le lobby des banques. Si elle est certes moins drastique que la proposition Liikanen, les établissements de l'Hexagone vont néanmoins devoir engager des frais conséquents pour adapter leur structure. La proposition française est surtout une loi de compromis

et plus en prise avec les réalités économiques que sa contrepartie européenne. Par ce projet de loi, le gouvernement exprime sa volonté de maintenir le modèle de banque universelle et de ne pas condamner l'activité de BFI des banques françaises. Ségréger cette activité dans une filiale distincte, autonome et ne bénéficiant d'aucune garantie de la maison-mère ne serait pas viable économiquement, du fait d'un financement par le marché à des taux trop élevés pour être rentable. Les banques françaises, moins compétitives, se retrouveraient à la merci des concurrentes américaines, alors qu'elles possèdent une véritable expertise en matière d'investissement.

De son côté, le rapport Liikanen a été déposé pour étude à la Commission européenne, qui a indiqué privilégier dans son calendrier la mise en place de l'union bancaire. Si, face au bilan de la crise, une réforme européenne du secteur bancaire apparaît nécessaire, la mise en place du modèle Liikanen ne se passera pas en douceur ni sans résistance. En effet, outre l'opposition des acteurs bancaires quant aux solutions proposées, plusieurs obstacles demeurent à l'horizon. Dans l'hypothèse où l'Angleterre adopterait la réforme Vickers, qu'advierait-il si le rapport Liikanen venait lui aussi à s'imposer ? Les banques anglaises seraient alors prises à un véritable casse-tête, obligées de cloisonner à la fois leurs activités de détail et leurs activités de trading. Il en va de même quant à la compatibilité des dispositions du projet français avec les propositions européennes. Par ailleurs, on peut se poser la question de la nécessité d'une telle réforme. Comme ont pu le démontrer les banques françaises, ce n'est pas l'organisation même du secteur qui caractérise sa fragilité et sa capacité à résister aux chocs financiers. De plus, à l'inverse des Etats-Unis, l'Union Européenne applique d'ores et déjà les recommandations issues des accords de Bâle II et mettra en œuvre ceux de Bâle III. La directive CRD IV, transposant les accords de Bâle III, est actuellement à l'étude, et a pour objectif de réviser les exigences de fonds propres pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement afin de mieux appréhender et gérer le risque au sein de ces structures financières. Une réforme trop en profondeur du modèle de banque universelle, couplée avec les nouvelles exigences du Comité de Bâle, semblent être difficilement conciliables.

Comme le souligne Frédéric Oudéa¹², président de la Société Générale, le rapport Liikanen, si mis en œuvre, risque d'handicaper le financement de l'économie alors que les banques, conformément aux dispositions de Bâle III, vont d'autant plus avoir besoin d'activités de marché pour financer les entreprises. Enfin, l'accumulation de règles strictes pourrait engendrer d'autres effets pervers, une réglementation trop abondante pouvant inciter les banques à chercher des échappatoires grâce au shadow banking system¹³ ou à procéder à un arbitrage réglementaire. Les banques européennes se finançant encore majoritairement grâce aux dépôts des particuliers, elles seraient dans l'obligation de trouver des financements de substitution auprès d'autres acteurs et via des techniques financières de transfert des risques (cession de créances, titrisation etc.).¹⁴ En encourageant la désintermédiation et le développement du shadow banking system, une réforme stricte risquerait d'être tout aussi déstabilisante pour les marchés financiers. Si ce système parallèle reste utile pour le financement de l'économie, il comporte de nombreux risques, n'étant pas soumis aux contraintes réglementaires et prudentielles¹⁵. Une réglementation européenne pourrait toutefois s'avérer utile pour les établissements internationaux, notamment pour les banques françaises présentes outre-Atlantique. Touchées par l'extraterritorialité du Dodd-Frank Act, ces dernières pourraient éventuellement bénéficier d'une reconnaissance « d'équivalence » face à la règle Volcker.

Il demeure néanmoins primordial pour la Commission de rester prudente dans la démarche à adopter, une refonte en profondeur du secteur

12 F. Oudéa, « Le modèle de banque universelle français a prouvé sa robustesse en période de crise », *Rev. Banque* n° 742, Rétrospective 2011-Prospectives 2012.

13 Le shadow banking system (ou système bancaire parallèle) est défini par le Financial Stability Board (FSB) comme le système d'intermédiation de crédit qui implique des entités et des activités extérieures au système bancaire classique. Le manque de transparence et de régulation de ce phénomène est régulièrement pointé du doigt.

14 C. Paris, « Séparation entre banque d'investissement et banque de détail : encore trop d'inconnues », *Rev. Banque*, n° 749, mai 2012.

15 Livre Vert de la Commission Européenne sur le « Système bancaire parallèle », mars 2012.

bancaire et une mise en danger du modèle universel n'apparaissant pas nécessaire. Plus de quatre ans après la faillite de Lehman Brothers, il semblerait que l'éclatement de la crise financière soit plus le résultat d'une crise de la supervision, confiée à des autorités trop faibles et n'ayant pas daigné se préoccuper de secteurs opaques, que d'une déficience structurelle des établissements. Le projet de loi bancaire français l'a bien compris. En imposant une filialisation à minima et en renforçant considérablement les pouvoirs de ses régulateurs, le gouvernement propose une réforme économiquement plus juste, avec ses imperfections, mais qui devrait mettre un terme au bail out des banques. Faisant désormais l'objet d'un examen au sein du Parlement, il n'est cependant pas à exclure que les députés optent pour un durcissement du texte... ■

ANSELME MIALON (DROIT ÉCO 2006)

Les enjeux juridiques de la financiarisation des marchés de matières premières



Avocat à la Cour,
chargé d'enseignement
à l'Université Paris-Sud

*L'auteur remercie Aurélie Pélisson
pour son aide dans la préparation de cet article.*

Il faut se référer à la réglementation européenne pour trouver la trace d'une définition de la notion de « matière première ». Les matières premières y sont définies comme « tout bien fongible pouvant être livré, en ce compris les métaux et leurs minerais et alliages, les produits agricoles et les fournitures énergétiques, telles que l'électricité »¹. Le législateur européen a par ailleurs pris soin d'exclure de cette catégorie les « services ou autres éléments qui ne sont pas des biens, tels que les monnaies ou les droits immobiliers, ou qui sont totalement incorporels »². L'hétérogénéité des actifs susceptibles de recevoir la qualification de « matière première » frappe à la lecture de ces dispositions. Il est néanmoins possible de classer ceux-ci dans trois grandes familles :

- les produits agricoles et les denrées alimentaires (blé, riz, café etc.) ;
- l'énergie (pétrole, gaz, électricité etc.) ;
- les métaux (cuivre, or, argent etc.)³.

Comme tout actif, ces produits peuvent être échangés, y compris sur des bourses (par exemple

le marché « au cadran » du chou-fleur en Bretagne). A l'opposé d'une prétendue financiarisation, les marchés de matières premières semblent de prime abord très éloignés des marchés financiers sur lesquels s'échangent des titres financiers :

- les matières premières ont un support matériel que l'on peut toucher, là où les titres financiers sont des actifs incorporels ; il en résulte des contraintes de stockage qui n'existent pas pour les titres financiers, lesquels sont représentés par une inscription en compte contenue dans la mémoire d'un ordinateur ;
- ces contraintes matérielles se répercutent sur la liquidité des biens échangés : le marché des titres financiers est traditionnellement présenté comme l'archétype du marché walrasien⁴ où le cours de bourse résulte d'un ajustement de l'offre et de la demande par tâtonnement, lequel s'opérerait sans friction. A l'inverse, le cours des matières premières ne résulte pas de l'ajustement automatique de l'offre et la demande mais dans une large mesure de facteurs exogènes, par exemple de nature géopolitique ou climatique⁵ ;

1 CE, règlement n° 1287/2006, 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du PE et du Cons. UE concernant les marchés d'instruments financiers : *JOUE* n° L241/1, 2 sept. 2006 : Article 2.

2 CE, règlement n° 1287/2006, 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du PE et du Cons. UE concernant les marchés d'instruments financiers : *JOUE* n° L241/1, 2 sept. 2006 : Considérant 26.

3 B. Meyer « Marché de matières premières : une utilité majeure pour couvrir les risques des producteurs et des consommateurs », *Rev. Banque* n° 736 HS.

4 H. Boutinon-Dumas, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, Coll. Droit et Economie, 2007, Paragraphe 29.

5 Etude de l'AMAFI, « Quels axes de réflexions pour une meilleure régulation au plan international des marchés de matières premières ? Contribution des professionnels de marché à la réflexion que mène le G20 », n° 11/04, 26 janv. 2011.

- les acteurs des marchés de matières premières se positionnent à l'achat ou à la vente dans le cadre d'un cycle physique de production, de transformation ou de consommation.

Malgré ces différences de nature, l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs⁶, sous l'impulsion du G20⁷, a fait en 2010 de la financiarisation des marchés de matières premières un sujet de préoccupation central. Sujet traduit ou en passe de se traduire par des réformes d'ampleur aux Etats-Unis⁸ et en Europe⁹.

Deux tendances illustrent la financiarisation des marchés de matières premières :

- les intervenants sont moins des producteurs et consommateurs de matières premières que des intermédiaires financiers ;
- un nombre grandissant d'intervenants sur les marchés de matières premières n'échangent pas des actifs dans une optique industrielle voire de couverture de leur activité commerciale, mais comme des actifs financiers dans lesquels investir voire spéculer.

Face à ce phénomène de financiarisation, il convient de se demander si la réglementation existante des marchés financiers doit être étendue telle quelle aux marchés de matières premières ou si leur spécificité nécessite des aménagements. Cette question, déjà soulevée à l'occasion du marché carbone¹⁰, impose de s'interroger sur les manifestations de cette financiarisation (I) ainsi que sur les prémices de réglementation auxquelles elle donne lieu (II).

6 OICV, « *Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets* », FR07/11, 16 sept. 2011.

7 Communiqué des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G20, 15 avril 2011.

8 *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 21 juill. 2010 : Section 737.

9 Cet article a été rédigé sur la base du texte de compromis de la présidence chypriote du 20 nov. 2012 relatif à la proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, PE et Cons. UE, 20 oct. 2011 : COM (2011) 651 final ; ainsi que du texte de compromis de la présidence irlandaise du 13 févr. 2013 relatif à la proposition de directive concernant les marchés d'instruments financiers abrogeant la directive 2004/39/CE, PE et Cons. UE, 20 oct. 2011 : 2011/0298 (COD).

10 A. Mialon, « Le système d'échange de quotas de gaz à effet de serre », *RDJscpo*, déc. 2009, n°1, p. 27.

I - La financiarisation des marchés de matières premières et ses enjeux

D'un point de vue juridique, il est possible de parler de financiarisation dès lors qu'un acquéreur ne cherche pas à devenir propriétaire d'un actif corporel mais d'un instrument financier¹¹.

Rappelons que cette notion, qui permet de délimiter l'application du droit des marchés financiers, comprend deux sous-ensembles : les titres financiers et les contrats financiers (également désignés instruments à terme).

S'agissant, en premier lieu, du sous-ensemble « titres financiers », il est possible d'évacuer la question du marché au comptant, c'est-à-dire du marché sur lequel les dates de conclusion de la transaction et de règlement-livraison n'excèdent pas deux jours de bourse ou le délai usuellement admis sur le marché de matières premières concerné. Les transactions qui s'y déroulent s'analysent comme des contrats commerciaux portant sur des biens matériels, et non comme des titres financiers.

Les titres financiers comprennent, outre les titres (de créance ou de capital) détenus en direct, les parts ou actions d'organismes de placement collectif. Il s'agit ici non plus d'une personne investissant en direct dans une matière première, mais d'un investisseur acquérant un titre émis par un organisme de placement collectif soumis à des obligations plus ou moins contraignantes de diversification de ses investissements investissant lui-même dans des matières premières. La réglementation française permet actuellement aux seuls OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) contractuels – véhicules de gestion collective très souples, à tel point qu'ils sont fréquemment comparés à un mandat de gestion¹² – d'investir dans des matières premières sous réserve qu'elles remplissent les conditions suivantes¹³ :

- la propriété de l'actif fait l'objet d'un droit de propriété incontestable ;
- l'actif ne pourra être grevé de sûretés que dans des circonstances limitatives ;

11 C. mon. fin., art. L. 211-1.

12 F. Bussière et S. Puel, « La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité », *Bull. Joly Bourse* 2003, n° 5, p. 555-590.

13 C. mon. fin., art. L.214-36.

- l'actif devra être valorisé, mais pas nécessairement dans le cadre d'un marché ;
- l'actif doit être liquide afin de permettre à l'OPCVM contractuel de satisfaire ses obligations de rachat¹⁴.

Mentionnons également les fonds indiciels ou *exchange traded commodities* qui sont des organismes fermés (en ce qu'ils ne prévoient pas de mécanisme ouvert de rachat-souscription).

Autre sous-ensemble, les contrats financiers ont en commun, d'un point de vue financier, de servir de support au transfert d'un risque. D'un point de vue juridique, ce sont des « contrats dans lesquels les parties prennent en considération la valeur d'une chose sous-jacente [...] plutôt que la chose elle-même »¹⁵. Or, la réglementation prévoit expressément que les matières premières peuvent servir d'actifs sous-jacents à des instruments financiers à terme¹⁶. Sous peine de s'analyser comme des contrats commerciaux à terme, tant la réglementation européenne¹⁷ que la réglementation française¹⁸ imposent que les produits dérivés revêtent plusieurs caractéristiques cumulatives permettant de présumer de leur « financiarité »¹⁹ :

- le contrat est négocié sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation ou un système de négociation analogue d'un pays tiers ;
- le contrat est compensé par une chambre de compensation ou fait l'objet d'un accord bipartite de collatéral ;
- le contrat est normalisé.

Deux fonctions sont classiquement attribuées aux instruments dérivés : une fonction de couverture – en vue de neutraliser les fluctuations de la

valeur d'un bien – et une fonction de spéculation – consistant à parier sur la valeur d'un actif dont on anticipe une hausse ou une baisse de la valeur. Or, les régulateurs relèvent depuis les années 2000 que la finalité de spéculation – à laquelle ont plutôt recours les intermédiaires purement financiers – prend le pas sur l'activité de couverture – à laquelle avaient plutôt recours les utilisateurs finaux dans le cadre de leur activité industrielle²⁰.

Il serait pour autant artificiel de chercher à délimiter le bon grain de la couverture de l'ivraie de la spéculation. D'abord, pour qu'une partie se couvre, il faut nécessairement qu'une contrepartie spéculé²¹. Ensuite, si l'on en revient à la typologie des intervenants opposant utilisateurs finaux d'un côté et investisseurs financiers de l'autre, on constate que les comportements spéculatifs ne sont pas l'apanage des investisseurs financiers, dès lors que les utilisateurs finaux n'interviennent pas nécessairement pour couvrir un risque « réaliste »²².

Il reste que cette financiarisation des marchés de matières premières suscite des interrogations. Au premier rang de celles-ci figure le rôle de la spéculation dans l'instabilité des prix relevée sur les marchés physiques de matières premières. La Commission européenne a pointé du doigt la corrélation – mais non la causalité – entre les positions prises sur les marchés dérivés et les prix des matières premières²³. Il semblerait cependant qu'il n'y ait à ce jour pas d'étude concluante tendant à démontrer un lien entre intervention sur le marché dérivé et hausse des prix des actifs sous-jacents en ce qui concerne les matières premières. Si certains imputent l'aggravation de la volatilité des marchés de matières premières à la montée en puissance de nouveaux acteurs financiers, comme les fonds indiciels²⁴, d'autres

14 S. Puel et A. Sarailler, « OPCVM contractuel : la France accroît sa compétitivité internationale », *RTDF* 2009, n°4, p. 115-120.

15 A. Gaudemet, *Les dérivés*, Coll. Economica, 2008, Paragraphe 47.

16 PE et Cons. UE, directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers : *JOUE* n° L145/1, 30 avril 2004 : Annexe I, section C, point 7 et C. mon. fin., art. D. 211-1 A.

17 CE, règlement n° 1287/2006, 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du PE et du Cons. UE concernant les marchés d'instruments financiers : *JOUE* n° L241/1, 2 sept. 2006 : Article 38.

18 C. mon. fin., art. D. 211-1 A.

19 S. Agbayissah, « Les quotas d'émission de gaz à effet de serre : un camaïeu juridique », *RD banc. fin.* n° 3, p. 116-119.

20 Entretien d'E. Vieillefond, « Des limites de position pour optimiser le processus de formation des prix », *Rev. Banque* Dossier « Matières premières, la faute aux marchés ? » n° 734 p. 28-30.

21 A. Constantin, « Les outils contractuels de gestion des risques financiers », *RD banc. fin.* 2010, n°6, p. 32-39.

22 Etude de l'AMAFI : *supra*.

23 Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Relever les défis posés par les marchés des produits de base et les matières premières », (COM(2011) 25 final), 2 févr. 2011.

24 Rapport du Sénat américain, *Excessive speculation in the wheat market, Majority and minority staff report*, Permanent subcommittee on investigations, United States Senate, 21 juill. 2009.

voient dans l'existence de marchés à terme bien organisés une solution à l'instabilité des marchés agricoles²⁵, par la mise à disposition de références de prix aux filières agricoles et d'instruments de couverture du risque de prix²⁶.

Un risque supplémentaire, tenant également dans le lien entre les marchés de produits dérivés sur matières premières et les marchés des actifs sous-jacents, réside dans la possibilité, non réprimée en l'état actuel de la réglementation, de procéder à des manipulations, dites « croisées », c'est-à-dire quand la négociation d'un produit dérivé peut servir à manipuler des contrats au comptant.

Autre enjeu soulevé par la financiarisation des marchés de matières premières : le risque systémique, qui résulte de la défaillance d'opérateurs en chaîne. Le risque systémique est traditionnellement invoqué pour justifier la mise à l'écart des règles de droit commun des procédures collectives²⁷ par la reconnaissance accrue du mécanisme de compensation avec déchéance du terme (*close out netting*). Il reste que ce mécanisme pose deux difficultés :

- le calcul du solde de résiliation peut s'avérer délicat du fait de la faible liquidité de certains dérivés et de leur nature non standardisée ;
- par construction, la contrepartie défaillante ne pourra pas se placer sous la protection du droit des procédures collectives et devra payer le solde de résiliation, de sorte que l'exercice de ces droits à résiliation peut précipiter la chute de la contrepartie²⁸.

Face à ces risques, les autorités ont cherché à renforcer l'encadrement des marchés de matières premières.

25 Voir notamment, J.-P. Jouyet, C. de Boissieu, et S. Guillon, *Rapport d'étape : Prévenir et gérer l'instabilité des marchés agricoles*, 22 sept. 2010 : « les stratégies de « squeeze » qui consistent à créer une situation réelle ou artificielle de rareté du sous-jacent grâce par exemple à d'importants volumes d'achats sur le marché à terme et sur le marché physique. »

26 *Gestion des aléas économiques en agriculture*, Rapport de la mission confiée à D. Perrin, Ph. Helleisen, déc. 2009.

27 Préface d'H. Synvet à la thèse d'A. Gaudemet, *Les dérivés*, 2008, Coll. *Economica*, p. VI.

28 F. Lacroix et R. Dammann, « Groupes bancaires européens transfrontaliers : problématiques, enjeux et perspectives », *Rev. Banque & Stratégie* n° 308, p. 26-32. A tel point qu'il est envisagé dans le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires mentionné supra de suspendre la réalisation des accords de *close-out netting* conclus par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement en situation de défaillance. Cf. A. Gaudemet, *RD banc. fin.* n° 1 - 2013, p. 48-49.

II - Les prémices de l'encadrement des marchés de matières premières

La transparence est un préalable indispensable à toute réflexion sur l'encadrement des marchés de matières premières. Or, les données disponibles en la matière sont pour le moins parcellaires. Tout au plus dispose-t-on de chiffres sur la part de marché des intervenants traditionnels sur les marchés américains de matières premières, passée entre juin 2006 et décembre 2009 de 20% à 3% sur les marchés à terme de cuivre, ou de 20% à 13% pour le pétrole²⁹. Ces chiffres sont limités aux marchés américains parce que les marchés physiques de matières premières ne relèvent ni de la compétence des régulateurs financiers ni de tout autre régulateur en Europe, contrairement aux Etats-Unis où la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) est compétente en matière de dérivés sur matières premières.

L'encadrement des marchés de matières premières passe, en premier lieu, par l'obligation d'agrément administratif des intervenants sur les marchés dérivés y associés. Aux termes de la nomenclature des services d'investissement prévue par la réglementation européenne, la conclusion de dérivés sur matières premières relève de la négociation pour compte propre dès lors que le négociateur engage ses propres capitaux. Or, compte tenu de la spécificité de la négociation pour compte propre (dans laquelle l'opérateur ne rend pas tant un service à un client mais est plutôt en situation de face-à-face avec sa contrepartie), certaines dérogations ont été prévues à l'obligation d'agrément :

- l'exemption existante concernant les négociateurs pour compte propre ne rendant aucune prestation au bénéfice d'un client (via la tenue de marché ou l'internalisation systématique) trouve actuellement à s'appliquer aux négociants d'instruments dérivés sur matières premières ; ce ne serait plus possible si la proposition de Directive MIF était adoptée en l'état³⁰ ;

29 Données de la CFTC rapportées par J.-P. Jouyet dans son intervention de clôture au colloque 2011 du Conseil scientifique de l'AMF, « La financiarisation des marchés de matières premières : quels enjeux pour les régulateurs ? », 6 mai 2011.

30 Article 2 (d) de la version visée supra de la proposition de directive modifiant la directive MIF.

- une autre exemption existante vise les personnes fournissant des services d'investissement concernant des instruments dérivés sur matières premières aux clients de leur activité principale, à condition que ces activités soient accessoires par rapport à leur activité principale ; cette exemption serait maintenue et étendue aux teneurs de marché dans les marchés de produits dérivés sur matières premières³¹ ;
- enfin, les personnes dont l'activité principale consiste à négocier pour compte propre des matières premières ou des dérivés y associés, dès lors que ces personnes ne font pas partie d'un groupe bancaire ou financier, bénéficient également d'une exemption. C'est sur la base de cette exemption qu'un certain nombre de sociétés industrielles (par exemple les compagnies aériennes) sont dispensées d'agrément alors même qu'elles négocient pourtant pour compte propre des instruments dérivés (par exemple pour se couvrir contre les variations du prix du kérosène). Cette exemption est désormais réservée dans un cadre intra-groupe aux négociateurs de dérivés de matières premières aux seules fins de couvrir les risques de leurs maisons-mères dès lors que celles-ci sont producteurs d'électricité ou de gaz naturel³². Donnant raison aux préconisations de certains auteurs³³, les opérateurs rentrant dans le champ de cette exemption seront dispensés d'agrément mais seront cependant soumis à des règles plus légères de gestion des conflits d'intérêts.

Une autre piste d'amélioration de l'encadrement des marchés de matières premières concerne la répression des abus de marché. Rappelons que les

31 Article 2 (i) de la version visée *supra* de la proposition de directive modifiant la directive MIF, et article 4 définissant la notion de « teneur de marché » : « une personne qui est présente de manière continue sur les marchés financiers pour négocier pour son propre compte et qui se porte acheteuse et vendeuse d'instruments financiers en engageant ses propres capitaux, à des prix fixés par elle. ».

32 Article 2 (k) de version actuelle qui devient l'article 2 (o) de la version visée *supra* de la proposition modifiant la directive MIF.

33 B. Bréhier et P. Pailler, « La régulation du marché des matières premières », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 3, p. 122 : « Si le statut de PSI ne leur est pas forcément adapté, notamment les règles prudentielles, un minimum de règles devrait leur être applicable, comme celles visant à prévenir et gérer les conflits d'intérêts par exemple. »

abus de marché comprennent les manquements d'initié et les manipulations de cours, en ce compris la diffusion de fausses informations. Les marchés de matières premières se prêtent *a priori* davantage à des stratégies de manipulation qu'à des opérations d'initié. La proposition de règlement révisant la Directive Abus de Marché permettrait de réprimer les cas de manipulation croisée, c'est-à-dire le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier ou de contrats sur matières premières au comptant qui lui sont liés, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente, ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables³⁴.

On relèvera à cet égard que le législateur français, dans le cadre du projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires (en discussion devant le Parlement à l'heure de l'écriture de ces lignes), prévoit de mettre en œuvre avant l'heure plusieurs textes communautaires, dont le nouveau dispositif Abus de marché. C'est ainsi qu'il serait désormais possible de réprimer, tant sur le plan administratif par la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers que sur le plan pénal par le juge correctionnel, les abus des marchés dits « croisés » par lesquels des investissements financiers sont utilisés pour manipuler le cours des matières premières.

Aux États-Unis, des manipulations de marché ont été commises par des acteurs intervenant physiquement sur le marché et bénéficiant de positions dominantes. Le risque d'abus de position dominante dans un marché peu liquide permet en effet de faire artificiellement monter les prix, ce qui, combiné à une position à terme ouverte, obligerait la contrepartie à acquérir les actifs sous-jacents à un prix artificiellement élevé. Face à ce risque de constitution de position dominante potentiellement manipulateur, l'idée d'introduire des limites de positions – ainsi que la CFTC en a compétence – se fait progressivement jour : selon la proposition modifiant la Directive MIF, les autorités compétentes doivent établir des limites de position concernant le volume d'une

34 Article 8 de la version visée *supra* de la proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

position sur un instrument dérivé sur matière première qu'une personne peut détenir au cours d'une période déterminée³⁵.

Dans ce domaine également, le projet de loi susmentionné anticipe les textes européens. Dans le droit fil du projet MIF II, l'Autorité des marchés financiers se verrait habilitée aux fins d'imposer des limites aux positions sur instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole qu'une personne est autorisée à détenir et de fixer les dérogations à ces limites d'emprise dès lors que les positions en cause ont notamment été constituées à des fins de couverture.

Mentionnons également les voix qui, se fondant sur le constat que seul l'encadrement des instruments financiers relève de la compétence d'autorités de régulation (financières), militent en faveur de la création d'une autorité de supervision des marchés spot, à l'instar de ce qui existe en matière d'électricité et de gaz³⁶. Cette recommandation semble aujourd'hui faire l'objet d'un consensus et trouve des échos tant auprès de la Commission européenne que de l'Autorité des marchés financiers.

S'agissant, ensuite, des dérivés sur matières premières, il a été souligné que tous n'étaient pas des instruments financiers. Or, les deux obligations de compensation³⁷ et de cotation³⁸ prévues par la réglementation européenne auront pour effet de « rapatrier » ces instruments dérivés dans le champ de la réglementation financière, dès lors qu'ils ressortiront de la catégorie des contrats financiers au sens de la réglementation européenne.

35 Article 59 de la version visée *supra* de la proposition de directive modifiant la directive MIF.

36 Agence de coopération des régulateurs de l'énergie (ACER) au niveau européen, investie de la mission de superviser les autorités nationales de régulation.

37 PE et Cons. UE, règlement n° 648/2012, 4 juill. 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux : *JOUE* n° L201/1, 27 juill. 2012.

38 PE et Cons. UE, Proposition de règlement du 20 oct. 2011 concernant les marchés d'instruments financiers : COM(2011) 652 final, 2011/0296 (COD).

de la version visée *supra* de la proposition de directive modifiant la directive MIF 20 oct. 2011.

L'obligation de compensation passe par l'interposition d'une contrepartie centrale (devenant de ce fait acheteur de tous les vendeurs et vendeur de tous les acheteurs) pour les contrats financiers suffisamment standardisés : l'Autorité des marchés financiers voit dans ces contreparties centrales des « pare-feu », tout en reconnaissant que leur rôle est moins crucial pour les marchés des dérivés sur matières premières que pour d'autres classes de dérivés aux volumes beaucoup plus importants³⁹.

Enfin, au plan national, dans le cadre de la filialisation de certaines activités de marché imposée à certaines banques françaises prévue par le projet de loi susvisé, la filiale se verrait interdire de réaliser des opérations sur instruments financiers à terme dont l'élément sous-jacent est une matière première agricole⁴⁰. En l'état actuel du texte, le *trading* sur matières premières n'est pas interdit à la banque mère.

Au terme de ce bref tour d'horizon, il apparaît bien, comme l'avait relevé le Professeur Daigre à propos des biens divers – autre sujet inexploré! – que le champ de la régulation financière s'est peu à peu écarté de son cœur d'origine, les valeurs mobilières. Le marché carbone en offrait une excellente illustration, les matières premières aussi. ■

39 Discours précité de J.-P. Jouyet.

40 Projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, n° 566, déposé le 19 déc. 2012 par le Gouvernement : projet d'article L. 511-47 V. du C. mon. fin.

CLAIRE MALRIEU & NIMA HAERI

Franchissement de seuils et transparence des marchés financiers :

La jurisprudence et les réformes successives annoncent-elles la fin du bal masqué ?



Of counsel,
département Capital Markets,
Jones Day



Élève-avocat,
Étudiant en Master “Entreprises,
marchés, régulation”,
trésorier de l’AJSP

“*Celui qui rampe ne tombe jamais*”, écrivait Stoyan Mikhailovski. Voilà une formule que souhaiterait assurément faire sienne l’investisseur désireux d’acquérir de manière discrète et progressive les titres d’une société cotée sur un marché réglementé en vue d’en prendre ultérieurement le contrôle. Un tel procédé, connu par les marchés sous le nom d’*“acquisition rampante”* est doublement efficace : il neutralise les défenses de la cible prise sur le vif, et augmente les chances de succès de l’acquisition envisagée.

Cependant, la volonté affichée par les autorités de régulations à l’échelle européenne, comme en France, d’assurer une transparence sans cesse accrue quant aux opérations réalisées sur le capital des sociétés cotées et la mise en place de mécanismes de plus en plus contraignants pour forcer les investisseurs à dévoiler aux actionnaires leurs objectifs ultimes laisse à penser que le temps des acquisitions secrètement préparées est révolu. Ainsi, en France, le régime des déclarations de franchissement de seuils et des déclarations d’intentions a connu onze réformes successives en douze ans, dont la dernière vient d’entrer en vigueur, le 1^{er} octobre dernier. Avec le régime des offres publiques et la notion d’action de concert, il s’agit de l’un des aspects du droit boursier

les plus mouvants, et surtout les plus présents comme fondement des sanctions de l’AMF et de la jurisprudence boursière.

L’article L.233-7 du Code de commerce prévoit en effet que toute personne agissant seule ou de concert, et venant à franchir, à la hausse ou à la baisse, certains seuils significatifs de participation dans le capital ou les droits de vote d’une société cotée, doit en informer la société ainsi que le marché. Le franchissement de certains seuils emporte également l’obligation, pour l’acquéreur, de préciser plus avant ses intentions quant à la société cible et notamment d’indiquer s’il envisage ou non d’en acquérir le contrôle. L’Autorité des marchés financiers (l’« AMF ») contrôle le respect de ces obligations de déclarations et de transparence afin d’assurer la clarté de l’information diffusée au marché.

Contraignant la marge de manoeuvre des investisseurs, ces obligations de déclaration de franchissement de seuils et d’intentions ont eu pour conséquence de stimuler leur imagination, et de les conduire à mettre en place des montages sophistiqués et souvent complexes ; le recours à des formes variées de produits dérivés s’est ainsi fortement développé au cours des dix dernières

années, obligeant le législateur à s'aligner, au fur et à mesure et souvent à contre-temps, sur l'imagination des praticiens¹. Jusqu'à la réforme du 1^{er} octobre 2012, les produits dérivés n'étaient pas inclus dans les titres soumis aux obligations de déclaration de franchissement de seuils et d'intentions. Ils ont dès lors été fortement décriés par les pouvoirs publics, notamment parce que certains dérivés du crédit sont réputés avoir été à l'origine d'une croissance excessive menant à la crise des *subprimes* de 2007. Dans l'affaire emblématique Wendel – Saint Gobain, l'AMF tout d'abord, puis la Cour d'appel de Paris ont relevé le caractère nocif d'une prise de participation significative par le biais de tels produits, jetant de ce fait dans l'opinion publique et de manière regrettable, un certaine forme d'opprobre sur toute utilisation des produits dérivés dans la phase préparatoire d'une acquisition.

Depuis lors, la réglementation française a significativement évolué, et les produits dérivés sont désormais soumis à des obligations de déclaration et ce dans la logique des réformes initiées antérieurement à la crise par la directive 2004/109/CE, dite directive Transparence, qui avait donné des objectifs aux Etats membres concernant leur législation relative aux instruments financiers à terme. Elle imposait ainsi une obligation de déclaration de franchissement de seuils recouvrant l'ensemble des instruments financiers qui donnent le droit d'acquérir des actions à la seule initiative du porteur, dès lors que le sous-jacent est déjà émis.

La réglementation française s'est donc alignée sur le régime européen et pourtant, à vouloir rétablir à tout prix la confiance des investisseurs pour endiguer la crise, ce souci de transparence accrue entraîne des conséquences significatives quant aux options stratégiques à la main d'un potentiel acquéreur d'une société cotée et n'est pas sans conséquence sur les règles et pratiques qui avaient jusqu'alors semblé permettre un fonctionnement efficient des marchés. Ainsi si l'AMF

et la Cour d'appel de Paris ont, en sanctionnant le recours par Wendel à l'utilisation de produits dérivés pour monter au capital de Saint-Gobain, conduit à une évolution de la réglementation (I), la recherche d'une transparence absolue consacrée par le nouveau régime des franchissements de seuils marque peut-être la fin des acquisitions rampantes ou du moins de leur caractère masqué (II).

I - Les enseignements et conséquences de l'affaire Wendel - Saint-Gobain

Les transactions réalisées par la société Wendel sur les actions de la société Saint-Gobain en 2007 ont été sanctionnées par une décision de la Commission des sanctions de l'AMF, confirmée par un arrêt de la Cour d'appel de Paris (A), et ont ensuite appelé une première réforme, néanmoins incomplète, de la réglementation en vigueur en matière de franchissements de seuils (B).

A. Retour sur le cas Wendel - Saint-Gobain

1. Rappel des circonstances de l'espèce et des mécanismes « TRS » mis en place

Les circonstances de l'espèce mettent en relief la complexité des montages et des instruments financiers auxquels il est aujourd'hui fréquemment recouru sur les marchés financiers.

Dès juillet 2005, la société Wendel avait exploré la voie d'une possible prise de participation dans le capital de la société Saint-Gobain. Des discussions avaient même eu lieu entre les parties au cours desquelles Wendel avait évoqué la perspective de devenir un actionnaire significatif et stable de Saint-Gobain. Par la suite, entre le 21 décembre 2006 et le 21 juin 2007, Wendel avait conclu, par l'intermédiaire de sociétés luxembourgeoise des contrats dits « *Total Return Swap* » (ou « *TRS* ») portant chacun sur des titres de la société Saint-Gobain avec quatre établissements bancaires distincts (HSBC, Deutsche Bank, Natixis et Société Générale). De tels contrats TRS sont des opérations par lesquelles deux acteurs économiques échangent les revenus et le risque d'évolution de la valeur de deux actifs différents, pendant

¹ On désigne communément par « *produit dérivé* » un contrat entre deux parties qui fixent des flux financiers futurs fondés sur ceux d'un actif sous-jacent. S'ils ne permettent d'acquérir que fictivement une participation dans une société, des montages juridiques ou financiers permettent aux détenteurs de ces produits d'accéder rapidement au capital sans avoir à déclarer préalablement les différents seuils franchis.

une période de temps donnée². Ces instruments financiers, appartenant à la gamme de ce que les marchés financiers connaissent sous le nom de « *produits dérivés* », permettent donc d'acheter ou de vendre économiquement un actif sans avoir à en acquérir ou à en céder la propriété. Ils permettent une exposition économique sur la valeur d'un titre.

En l'espèce, pendant la durée du contrat mis en place sur les actions Saint-Gobain, Wendel s'acquittait d'une rémunération auprès des quatre banques concernées, et percevait de celles-ci l'équivalent des dividendes attachés aux actions Saint-Gobain sous-jacentes. En revanche, Wendel pouvait à tout moment dénouer les TRS mis en place et obtenir le paiement par les banques d'une somme égale à la différence entre la valeur de l'action Saint-Gobain lors de la mise en place des TRS (prix de référence), et sa valeur à la date du dénouement (prix de dénouement). Toute plus-value revenait à Wendel, alors qu'en cas de moins-value, Wendel était tenue de verser la différence aux banques. En conséquence, pour couvrir le risque de plus-value auquel elles étaient exposées, les banques avaient été conduites à acquérir un nombre d'actions Saint-Gobain équivalent à la valeur du sous-jacent des TRS. Chacune des banques ayant acquis, à titre de couverture un nombre d'actions Saint-Gobain représentant moins de 5% du capital ou des droits de celles-ci, aucune d'entre elles n'avait eu à déclarer publiquement le franchissement d'un quelconque seuil de détention³.

Les TRS ainsi structurés présentaient la particularité d'être facialement de purs instruments spéculatifs de transfert intégral de risque et n'avaient pas vocation à permettre à Wendel d'acquérir les actions Saint-Gobain sous-jacentes au moment de leur dénouement prévu en numéraire.

² P. Vernimmen, *Finance d'entreprise 2013*, Dalloz, Paris, 2013

³ En effet, en ce qui concerne les sociétés cotées sur un marché réglementé, les seuils dont le franchissement à la hausse ou à la baisse exige une déclaration à l'AMF sont, au titre de l'article L. 233-7 du Code de commerce, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33%, 50%, 60%, 90% et 95%, ces seuils étant calculés en capital ou en droit de vote. Pour les sociétés cotées sur Alternext, seuls les franchissements à la hausse ou à la baisse des seuils de 50% et 95% doivent être déclarés.

En parallèle, la société Wendel avait négocié avec diverses banques, dont celles impliquées dans le montage des TRS, l'ouverture de crédit dont les montants correspondaient quasi-parfaitement aux montants de chacun des TRS mis en place, certains crédits ayant même été obtenus aux dates de conclusion des TRS.

En septembre 2007, le directoire de Wendel décida le dénouement progressif des TRS et l'acquisition d'actions Saint-Gobain. Les quatre banques concernées revendirent alors sur le marché les actions Saint-Gobain acquises à titre de couverture, permettant à Wendel d'en faire l'acquisition et l'amenant à franchir à la hausse les seuils de 5, 10, 15 puis enfin 20% du capital de Saint-Gobain. Wendel détenait à fin décembre 2007, 17,9% du capital et 17,2% des droits de vote de Saint-Gobain et en était devenu le premier actionnaire. En avril 2008, sa participation atteignait 21,5% du capital de Saint-Gobain, soit une montée au capital rapide et très significative que cette dernière n'avait aucunement été en mesure d'anticiper.

2. Approche de l'AMF puis de la Cour d'appel de Paris

Prises isolément, aucune de ces opérations présentées ci-avant ne contrevenait à la réglementation en vigueur. En effet, les TRS n'étaient alors pas soumis à une quelconque obligation de déclaration lors de leur conclusion et la société Wendel s'était, au moment de leur dénouement, conformée à ses obligations de déclarations de franchissement de seuils, conformément aux dispositions conjuguées des articles L.233-7 du Code de commerce et du Règlement Général de l'AMF (RGAMF).

Pour autant, la Commission des sanctions de l'AMF a, le 13 décembre 2010, prononcé à l'encontre de la société Wendel, et de Monsieur Jean-Bernard Lafonta, ancien Président du Directoire de la société Wendel, une sanction pécuniaire d'un montant, pour chacun de 1,5 million d'euros et ordonné la publication de la décision de sanction, décision ultérieurement confirmée par un arrêt de la Cour d'appel de Paris rendu le 31 mai 2012⁴.

⁴ CA Paris, n°2011-05307, *Wendel et Lafonta c/ AMF*

La Commission des Sanctions reprochait aux mis en cause de ne pas avoir dévoilé au marché l'intention de Wendel de prendre une participation significative dans Saint-Gobain, qui existait selon elle dès l'origine, c'est-à-dire dès la mise en place des TRS, fondant sa décision de sanction sur deux articles distincts du RGAMF, les articles 223-6⁵ et 223-2⁶.

L'AMF leur faisait en effet grief de ne pas avoir, en violation de l'article 223-6 du RGAMF porté à la connaissance du marché les caractéristiques de « *l'opération financière* » préparée par Wendel destinée à lui permettre d'acquérir une participation significative dans le capital de Saint-Gobain, et de ne pas avoir, en violation de l'article 223-2 du RGAMF, qui prévoit que tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée le concernant directement, c'est-à-dire toute information précise étant susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de l'émetteur, omis de divulguer l'information privilégiée que constituait la mise en place de l'opération financière mentionnée ci-avant.

L'élément clé retenu par l'AMF pour rentrer en voie de sanction à l'encontre de Wendel et de son ancien dirigeant résidait dans la concomitance entre la conclusion des TRS et la mise en place, avec les mêmes établissements bancaire de financements dans des montants d'ordre de grandeur similaires (soit près de six milliards d'euros au total), permettant à Wendel, si elle le souhaitait, d'acquérir les titres Saint-Gobain sous-jacents une fois les TRS dénoués. La chronologie des événements propres à l'espèce faisait selon l'AMF ressortir que les mécanismes mis en œuvre l'avaient été « *dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescrip-*

5 « Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération.

Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité, la personne mentionnée au premier alinéa peut prendre la responsabilité d'en différer la publication ».

6 - « I. Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement [...] ».

tions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et révélant ainsi une fraude à la loi ».

La Cour d'appel de Paris a retenu une approche similaire pour confirmer les sanctions rendues à l'encontre de Monsieur Lafonta et de la société Wendel, cette dernière s'étant désistée de son recours avant le prononcé de l'arrêt, tout en cherchant à conférer une portée plus normative à la définition d' « *opération financière* » au sens de l'article 223-6 du RGAMF, qui peut sembler contestable.

3. Enseignements et portée

Comme rappelé ci-avant, l'article 223-6 du RGAMF impose à toute personne prévoyant une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier d'en porter les caractéristiques à la connaissance du public. La Commission des sanctions a ainsi vu dans le montage financier mis en place par Wendel – c'est-à-dire la mise en place des TRS avec diverses banques et l'ouverture concomitante de lignes de crédit – la préparation d'une opération financière qui aurait dû faire l'objet d'une information au marché.

Surprenante et inédite, l'application de l'article 223-6 au cas d'espèce a fait l'objet de diverses interrogations et critiques, qui peuvent être appréhendées sous trois aspects : au regard du principe de légalité tout d'abord, pour évoquer l'approche globale adoptée par l'AMF ensuite, et enfin, pour évoquer l'élargissement du champ d'application de la notion d'opération financière.

En premier lieu, les produits dérivés n'étaient pas, au moment des faits, soumis à une quelconque obligation d'information au marché ou de déclaration, ni à l'AMF, ni à la société dont les titres constituaient le sous-jacent. Or, « *la loi ne doit point frapper sans avertir* »⁷. Aussi, selon les requérants, le manquement au principe de légalité protégé par l'article 7 de la Convention Européenne de Sauvegarde des Droits de l'Homme (CESDH) procédait d'une part de l'imprécision des textes

7 J.-E.-M. Portalis, Discours préliminaire du premier projet de Code civil, Dalloz.

au regard du comportement sanctionné, l'article 223-6 n'ayant jamais donné lieu à une condamnation, et d'autre part du fait qu'aucun texte antérieur à l'ordonnance n°2009-104 du 30 janvier 2009 n'obligeait à déclarer au marché les actions sous-jacentes des TRS. La Cour d'appel écarta le moyen avec une certaine indolence, considérant qu'il ne pouvait y avoir de violation de l'article 7 de la CESDH, au simple motif que les dispositions de l'article 223-6 du RGAMF étaient en vigueur au moment des faits, quand bien même ce n'était pas l'existence de cet article qui fut remise en cause par les requérants, mais bien son interprétation extensive.

L'approche retenue par l'AMF puis par la Cour d'appel fut néanmoins habile. Puisque c'est par leur approche globale de divers faits, qui isolément ne pouvaient être sanctionnés, qu'elles ont fondé leur sanction. Pour l'AMF, comme pour la Cour d'appel, l'objectif recherché par Wendel était dès l'origine la mise en place d'une « *opération financière* ».

Ce fut alors pour l'AMF et pour la Cour d'appel l'occasion d'apporter, pour la première fois, des précisions sur la notion d'opération financière, sur laquelle les praticiens demeuraient divisés, certains considérant qu'il ne pouvait s'agir, pour un émetteur que d'une opération susceptible d'avoir un impact sur le cours de ses propres actions, d'autre qu'elle visait les seuls projets d'offre publique ou de prise de contrôle d'une société⁸, au regard de son utilisation par l'AMF préalablement à la mise en place du dispositif « *anti-rumeurs* » introduit à l'article 433-1 du Code monétaire et financier en 2006.

La Cour d'appel de Paris apporte une précision significative, en décidant que constitue une opération financière au sens de l'article 223-6 du RGAMF, une opération « *visant à acquérir dans le capital de Saint-Gobain une participation mettant Wendel en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société* ». En outre, s'appuyant sur l'un des considérants de la Commission des sanctions, la Cour d'appel de Paris revient sur le *momentum* de l'affaire Wendel – Saint-Gobain pour clarifier ce qu'elle qualifie d'« *opération financière* », puisqu'il doit s'agir, à son sens, d'une opération « *suffisamment avancée* » pour

pouvoir être mise en œuvre par la seule décision de l'investisseur, et ce dans la logique de la Cour, pour que l'information mise à la disposition du public soit « *exacte, précise et sincère* », comme le requiert l'article 223-1 du RGAMF.

Certes, la notion d'opération financière, telle que consacrée dans ces deux décisions est conforme à la lettre et à l'esprit du texte, en ce qu'il impose l'information au public dans le seul cas où l'opération a pour objet une modification de l'équilibre du pouvoir chez l'émetteur cible et de nombreux auteurs s'accordent à le reconnaître. Cependant elle semble demeurer dans le même temps large, et complexe à manier, en ce que la Cour d'appel n'exige pas, au nombre de ses critères, que la préparation de l'opération financière en question ait une issue certaine ou quasi certaine. Aussi, si l'intention des juges est louable, la solution retenue pourrait ouvrir la voie à une certaine insécurité dans sa mise en œuvre et générer pour les émetteurs des questionnements multiples sur le choix du bon moment pour communiquer : comment déterminer le degré de certitude requis pour déclencher l'obligation de déclaration ? Les praticiens retrouveront ici des similitudes nombreuses avec les questionnements auxquels ils doivent faire face dans la définition précise du moment à partir duquel une information ou un projet devient une information privilégiée au sens de la réglementation et doit être divulguée au marché, sans qu'il ne puisse ensuite être reproché à l'émetteur d'avoir cherché à manipuler son cours. L'AMF aura sans doute l'occasion de se prononcer à nouveau à l'avenir sur cette question au vu des incertitudes que la jurisprudence Wendel Saint-Gobain laisse subsister.

En outre, l'affaire Wendel – Saint-Gobain est remarquable en ce que la Commission des sanctions, puis la Cour d'appel, ne sont pas arrêtées à juger de la simple conformité ou non du comportement de Wendel aux textes alors en vigueur. Elles ont également considéré chacune à leur tour, que la société Wendel s'était rendue responsable d'une fraude à la loi, sans qu'il ne soit réellement possible de savoir s'il s'agissait dans leur esprit d'un chef supplémentaire de condamnation, ou d'une circonstance d'aggravation de la sanction prononcée. Au delà de la rédaction retenue par la Commission des sanctions comme par la Cour d'appel, c'est la logique juridique sous-

8 H. le Nabasque, *Rev. sociétés*, 2012, p. 586

jacente qui laisse perplexe. La fraude à la loi se définit en effet comme un acte régulier en soi, mais accompli dans l'intention d'éluider une loi impérative ou prohibitive, et qui est donc frappé d'inefficacité par la jurisprudence⁹. Il paraît dès lors singulier de faire coexister, dans une même sanction, un grief fondé sur la violation d'un texte et, concomitamment, un autre grief relatif à son contournement qui suppose un acte régulier. Les deux notions sont, semble-t-il exclusives, l'une de l'autre.

Enfin, il paraît utile de rappeler que l'application de l'article 223-2 du RGAMF au cas Wendel – Saint-Gobain a également fait l'objet de nombreux commentaires et critiques¹⁰. Ainsi, la Commission des sanctions de l'AMF puis la Cour d'appel de Paris ont toutes deux retenu que l'information en question relative à la préparation d'une opération financière qui pouvait avoir une incidence sur le cours du titre des sociétés concernées, était bien une information privilégiée, alors même qu'il n'était pas possible de savoir si cette influence s'exercerait à la hausse ou à la baisse. Nous ne nous attarderons pas toutefois sur ces critiques qui ne font, en l'espèce, pas l'objet de la présente analyse

B. Conséquences et suites de l'affaire Wendel – Saint-Gobain

1. Une réforme incomplète des franchissements de seuils

À la suite des remous engendrés par l'affaire Wendel / Saint-Gobain, et alors même qu'aucune décision de sanction n'avait encore été prise, l'AMF confia à Bernard Field, membre de son collège, la présidence d'un groupe de travail sur les franchissements de seuils de participation et les déclarations d'intentions. Le groupe de travail rendit son rapport en octobre 2008, formulant des propositions sur ces deux sujets, et appelant à diverses réformes dont une partie seulement furent reprises par l'ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009, avec la volonté de s'adapter aux pratiques en place.

Parmi les réformes significatives entreprises alors, l'ordonnance du 30 janvier 2009 imposa aux investisseurs de déclarer leurs intentions lors du franchissement des seuils de 15% et 25%, alors qu'auparavant, seul le franchissement des seuils de 10% et 20% donnait lieu à de telles déclarations.

En outre, l'ordonnance allongea la liste des informations à fournir dans les déclarations d'intentions afin de contraindre les sociétés à se positionner avec plus de clarté. Enfin, prenant la mesure de la volatilité des marchés et de l'adaptation des stratégies des investisseurs, le délai de douze mois sur lequel devait porter les déclarations d'intentions fut ramené à six mois. Par ailleurs, alors que par le passé un investisseur ne pouvait modifier ses intentions au cours de cette période qu'en cas de modifications importantes dans « *l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées* », la réforme supprime cet exigence pour disposer que tout changement d'intention donne simplement lieu à l'établissement d'une nouvelle déclaration motivée, communiquée à la société et à l'Autorité des marchés financiers et portée à la connaissance du public dans les mêmes conditions.

Enfin, conformément aux recommandations du groupe de travail présidé par Bernard Field, l'ordonnance de janvier 2009 décida la réduction du délai imparti aux investisseurs pour déclarer les franchissements de seuils, de cinq jours à quatre jours de bourse, et ce en vue de lutter contre les pratiques volontairement dilatoires permettant de prendre une position significative dans le capital d'un émetteur, notamment à l'approche de l'assemblée générale¹¹.

Toutefois, si l'ordonnance de 2009 a, en matière de déclarations d'intentions, fait preuve d'un certain pragmatisme, elle a sans conteste manqué d'ambition quant au champ des instruments financiers couverts par les obligations de déclarations, tout particulièrement quant à l'assimilation des produits dérivés à dénouement monétaire, à l'acquisition de titres en dur, ouvrant ainsi la voie à de nouvelles applications litigieuses et à une nouvelle réforme.

9 Gérard Cornu, Association Henri Capitant, *Vocabulaire Juridique*, PUF, Paris, 2007

10 Voir notamment P. Pailler, « La Cour d'appel de Paris consacre la décision Wendel », *JCP E* n°31, 2 Août 2012.

11 Voir notamment le rapport du groupe de place présidé par Y. Mansion sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, publié en janvier 2008.

2. Les failles du nouveau régime : l'affaire LVMH-Hermès

Le groupe de travail présidé par Bernard Field, avait ambitieusement souhaité réformer en profondeur le champ des déclarations de franchissement de seuil. Selon lui, et comme l'affaire Wendel avait pu le démontrer, la sophistication des techniques financières ouvrait la voie à de nombreux outils de contournement de la réglementation alors en vigueur.

Prenant l'exemple de l'Italie avec le cas Fiat¹², et de la Suisse avec l'affaire Implemia¹³, le groupe de travail présidé par Bernard Field préconisa que les instruments financiers à terme à dénouement monétaire procurant une exposition économique aux actions d'un émetteur, soient assimilés aux participations détenues dans le capital de ce même émetteur aux fins d'être déclarés au marché. Radicale, cette assimilation aurait permis de donner une image fidèle de l'ensemble de l'exposition économique réellement détenue au capital de l'émetteur. « *Toute autre approche [serait] susceptible de donner lieu à contournement* », avait ainsi conclu le rapport.

Or sur ce point, l'ordonnance du 30 janvier 2009 adopta une approche plus mesurée, et semble-t-il, bien moins efficace.

Contrairement aux préconisations, l'ordonnance retint que les instruments financiers dénouables en numéraires ne sont pas « *assimilés* » aux actions devant faire l'objet d'une déclaration. L'ordonnance retint qu'ils feraient l'objet d'une déclaration séparée, conditionnée à l'existence d'une déclaration de franchissement de seuil en

« *dur* », soit en actions ou autres valeurs mobilières assimilées. Certes, la solution parut logique, puisque le dénouement de l'instrument financier étant envisagé en numéraire seulement, il n'était pas nécessaire d'en faire des titres assimilés. Pour autant, et comme l'avait déjà démontré l'affaire Wendel, c'était obérer les montages de plus en plus complexes utilisés par des investisseurs désireux d'avancer masqués pour préparer la montée au capital d'une société cotée.

L'affaire LVMH – Hermès contribue à mettre en relief ces insuffisances. Signe probant de l'inaboutissement des réformes initiées par le rapport Field, et mis en place par l'ordonnance du 30 janvier 2009, les faits sont à bien des égards similaires à l'affaire Wendel.

Au cas d'espèce, LVMH avait conclu, au premier semestre 2008, des contrats dits « *equity swaps* » auprès de plusieurs banques, à des fins de couverture et pour pouvoir bénéficier de l'accroissement de valeur de l'action Hermès. Les *equity swaps* sont des produits dérivés dénouables en numéraire, mais qui peuvent toutefois par avenant conclu entre les parties, faire l'objet d'un dénouement en titres, contrairement aux TRS qui, en dépit de leurs similitudes avec les *equity swaps*, sont exclusivement dénouables en numéraire. Dans le cas des *equity swaps* comme pour les TRS, les banques constituent leur couverture par le biais de l'acquisition de la valeur de titres sous-jacents correspondants.

Or, en l'espèce, un avenant permettant le dénouement des *equity swaps* mis en place non pas en numéraire, mais par livraison physique des titres Hermès sous-jacents fut conclu avec les établissements financiers concerné et permit à LVMH de porter sa participation totale dans Hermès à 10,74 % en droits de vote et 17,07 % en capital. Le 15 décembre 2011, LVMH détenait ainsi 22,28% du capital, et 16% des droits de vote.

Alertée par les procédures judiciaires initiées par Hermès, pour délit d'initié et complicité et pour manipulation de cours¹⁴, et après s'être inquiétée des conditions de cette montée secrète au capital d'Hermès, l'AMF confirmait à la presse,

12 Exor Group SA, holding du groupe Agnelli, avait contracté avec Merrill Lynch un contrat d'*equity swap* dénouable exclusivement en numéraire, portant sur quatre-vingt dix millions d'actions Fiat. Suite à la conclusion d'un avenant, le contrat fut dénoué par anticipation par livraison des actions sous-jacentes. L'opération permit à Exor de dégager une plus-value de 66 millions d'euros et d'établir une participation à hauteur de 30% dans le capital de Fiat.

13 Laxey Partners Ltd avait violé ses obligations de déclaration de franchissement de seuil dans le cadre de sa prise de participation dans Implemia AG, en contractant auprès de cinq banques des *contrats for difference* ou *CFD*. Laxey résilia les *CFD* en numéraire, et acheta les actions correspondantes auprès des banques qui les avaient acquises à titre de couverture. L'opération fut qualifiée « *d'acquisition indirecte d'actions* » par l'autorité de régulation suisse.

14 LVMH ayant en réponse, riposté à Hermès en annonçant le dépôt d'une plainte pour chantage, dénonciation calomnieuse et concurrence illicite.

le 1^{er} octobre 2012 que le Collège avait notifié à la Commission des sanctions l'examen des conditions dans lesquelles LVMH était monté au capital d'Hermès.

Même si l'AMF, assure par la voix de son Président, Gérard Rameix, que rien n'est décidé à ce stade, il est probable que cette nouvelle affaire donnera lieu à une sanction de l'AMF si l'on en croit la nature quelque peu opportuniste de la position adoptée par la Commission des sanctions puis par la Cour d'appel dans le cas Wendel, mais aussi les déclarations du président de l'AMF Jean-Pierre Jouyet en 2010, selon lequel « toute sorte d'instrument qui permet d'acheter des actions d'une autre société doit être déclarée. [...] Je ne veux connaître aucune exception »¹⁵.

Le Président de l'AMF ayant semble-t-il écarté la possibilité que la montée au capital de Hermès par LVMH soit constitutive d'un quelconque manquement ou délit d'initié, ou d'une manipulation de cours, il ne semble subsister que de possibles griefs quant à l'insuffisance de l'information donnée au marché à l'occasion de la mise en place des contrats d'*equity swaps*. Il ne s'agirait là que d'une suite cohérente à la position arrêtée par la Cour d'appel de Paris, le 31 mai 2012.

Au-delà de la question d'une possible sanction, l'affaire LVMH – Hermès a surtout révélé au grand jour les faiblesses d'une législation française qui ne s'est définie qu'avec peine et par à-coups. La loi dite « Warsmann », du 22 mars 2012, semble définitivement mettre un terme aux hésitations du passé.

II - Vers plus de transparence pour prévenir toute acquisition rampante et restaurer la confiance des marchés ?

A. Une nouvelle réforme des franchisements de seuils et l'état actuel de la réglementation

Aussi incomplète fut-elle, notre réglementation en matière de franchissement de seuils semblait surtout à la traîne en comparaison avec celle en vigueur chez nos voisins européens (Allemagne, Portugal, Royaume-Uni, Suisse) qui avaient déjà

adopté un régime d'assimilation des produits dérivés aux titres détenus « *en dur* ».

Si l'ordonnance du 30 janvier 2009 n'avait pas franchi le pas en se contentant d'un régime d'information séparée, c'est la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite loi « Warsmann » qui, en anticipant la réforme annoncée de la directive 2004/109/CE dite « Transparence », est venue parfaire la réforme jusqu'alors inaboutie du régime des franchissements de seuils.

Ainsi, l'article 25 de la loi Warsmann a modifié l'article L. 233-9 du Code de commerce pour prévoir l'assimilation des instruments dérivés à dénouement monétaire aux actions, droits de vote et instruments financiers à dénouement physique. Cette disposition a pour mérite d'apporter de la clarté au dispositif antérieur et d'aller au bout de la logique initiée par le rapport du groupe de travail présidé par Bernard Field. Pour autant, il paraît légitime de s'interroger sur l'efficacité de ces mesures, face à une réglementation qui semble tirer les conséquences des abus constatés plus qu'elle ne les prévient, et qui à la recherche d'une absolue transparence, impose la fin de toute montée silencieuse (ou « rampante ») au capital d'une société cotée, au risque d'affecter le fonctionnement efficient des marchés.

1. Le nouveau régime en vigueur

La loi Warsmann laissait au RGAMF le soin de fixer les modalités de calcul des seuils de participation (article L.233-7, II al. 2). A cette fin, l'AMF lançait le 19 juin 2012 une consultation publique portant sur les modifications envisagées de son règlement général relatives aux déclarations de franchissement de seuil et d'intention. Celle-ci a conduit à compléter les dispositions de la loi Warsmann par diverses modifications du RGAMF validées par un arrêté du 27 septembre 2012 (JO du 30 septembre 2012).

Ainsi, depuis le 1^{er} octobre 2012, tout produit dérivé, qu'il soit dénouable en numéraire ou en action doit être pris en compte (« *assimilé* ») dans le calcul des seuils donnant lieu à l'établissement d'une déclaration de franchissement de seuil, ce qui revient à étendre le champ des produits

15 *Latribune.fr* : « Entrée de LVMH dans Hermès : l'Autorité des marchés financiers va enquêter », 5 novembre 2010.

assimilés aux actions ou droits de vote détenus aux produits dérivés dénoués en espèce (article 223-11 du RGAMF), avec une exception quant au mode de calcul des seuils déclencheurs d'une offre publique obligatoire¹⁶, prévue par l'article 234-1 du RGAMF.

Désormais, les produits dérivés dénouables en numéraire devant être assimilés aux actions ou droits de votes détenus par la personne tenue à déclarer le franchissement de seuils s'entendent des « actions déjà émises sur lesquelles portent tout accord ou instrument financier réglé en espèce et ayant pour cette personne [...] un effet équivalent à la possession desdites actions [...] »¹⁷. Ces nouvelles dispositions incluent par exemple les *equity swaps*, les *contracts for difference*, ou les options d'achat pouvant être dénouées en espèce.

En outre, un déclarant sera tenu de renouveler sa déclaration (par le biais d'une déclaration dite « bis ») dans l'hypothèse d'une modification au sein de sa détention, de la répartition entre les actions possédées et les titres financiers assimilés (RGAMF, article 223-11-1-I).

Enfin, le RGAMF est venu préciser, de manière pertinente qu'un même titre financier ne pouvait être assimilé qu'une seule fois par un même déclarant, alors même qu'il serait simultanément visé par plusieurs cas d'assimilation (RGAMF, art.223-11-1, II).

Si l'AMF a écouté les observations de certains praticiens quant à la mise en œuvre des réformes envisagées, sur certains aspects, la réforme ainsi opérée n'est pas exempte de critiques.

A titre d'exemple, en ce qui concerne la comptabilisation des instruments dérivés à dénouement monétaire, l'AMF avait tout d'abord retenu une comptabilisation en nominal de ces instruments, qui semblait moins conforme à la réalité économique qu'une comptabilisation dite en

« *delta* »¹⁸, plus à même, dans le cas des options d'achat à dénouement monétaire d'appréhender le pouvoir potentiellement détenu par le titulaire de l'instrument sur le capital de l'émetteur. Elle a toutefois changé d'avis pour retenir une comptabilisation en delta, méthode qui a vocation à être retenue *in fine* par les rédacteurs de la directive Transparence modifiée.

2. Portée et critiques

Cette nouvelle réforme du régime des franchissements de seuils, si elle tend à clarifier le régime applicable pour les investisseurs, n'est pour autant pas exempte de critiques.

Tout d'abord car on ne peut s'empêcher d'y déceler une certaine volonté d'opportunisme, tant dans le contenu de la réforme que dans le choix de son tempo, et ce au moment même où l'AMF annonce la probabilité qu'elle rentre en voie de sanction à l'encontre de LVMH, auquel il est précisément reproché de ne pas s'être conformé à l'esprit d'une réforme que ni le législateur, ni l'autorité de régulation n'avaient alors mené à terme, en dépit des voix qui les enjoignaient à le faire.

De plus, la succession de plusieurs réformes sur une même matière, celle du régime des déclarations de franchissement de seuils et d'intention contribue à générer une certaine forme d'insécurité juridique, qui pourrait s'avérer préjudiciable dans un climat économique déjà affecté par la crise financière. Si pour des investisseurs sophistiqués, ou pour des sociétés cotées de grande taille il est ainsi possible de suivre aisément les évolutions successives de cette matière, il n'en est pas de même pour des investisseurs de plus petite taille, voire pour des investisseurs étrangers qui ne sont pas nécessairement familiers des obligations de déclarations et pour qui le franchissement « *automatique* » de certains seuils, du seul fait des modifications de la réglementation en vigueur peut soulever des difficultés.

Parmi les réponses à la consultation en place de l'AMF, certains praticiens se sont notam-

16 Ces seuils étant, pour mémoire, fixé à 30% du capital ou des droits de vote pour les sociétés sont admises aux négociations sur un marché réglementé, ou à 50% du capital ou des droits de vote pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisée tel qu'Alternext.

17 Nouveau paragraphe 4^{bis} de l'article L. 233-9, I du Code de commerce.

18 Cette méthode consiste, pour un déclarant détenteur d'un instrument financier à dénouement en espèce, à n'assimiler les actions et droits de vote sous jacents qu'à hauteur du nominal, multiplié par le « *delta* », c'est-à-dire par le coefficient, compris entre -1 et +1 qui indique la variation d'un instrument financier pour une variation infinitésimale du cours du titre sous jacent.

ment inquiétés du sort des nombreux investisseurs détenteurs d'instruments dérivés qui allaient, du seul fait de l'entrée en vigueur de la loi Warsmann, le 1^{er} octobre 2012 et des nouvelles règles d'assimilation, franchir certains seuils de détention donnant lieu à déclaration. Peu sensible aux difficultés encourues par certains investisseurs pour comprendre la portée des réformes annoncées et l'impact sur leur propre situation, l'AMF a jugé que la publication d'un communiqué de presse appelant les investisseurs à la vigilance serait suffisante pour résoudre ce sujet.

Au surplus, il est intéressant de relever que pour atteindre son objectif d'une transparence absolue sur les positions prises par les investisseurs dans le capital des sociétés cotées, la réforme revient à les contraindre à une certaine forme de rétroactivité puisque, de par le dispositif d'assimilation entrant en vigueur sans période transitoire au 1^{er} octobre 2012, ces derniers se voient contraints de déclarer immédiatement l'intégralité des positions qu'ils avaient préalablement constituées grâce à l'utilisation d'instruments dérivés dénouables en numéraire, et ce dès lors que leur assimilation conduit au franchissement de seuils déclarables.

Enfin, la réforme laisse en suspens des questions et des pistes de réflexions inabouties, qui pourraient amener, dans un avenir proche à de nouvelles remises en question du régime applicable. Prenant acte des dispositions en vigueur chez nos voisins européens, notamment au Royaume Uni, le rapport du groupe de travail présidé par Bernard Field appelait à la création d'un nouveau seuil déclaratif, fixé à 3% du capital ou des droits de vote et qui serait venu s'ajouter aux seuils déjà existants. Si le débat sur ce sujet a été relancé au début de l'année 2012, la réforme a choisi de ne pas retenir cette position... pour le moment. L'introduction de ce nouveau seuil conduirait assurément à une inflation de déclarations et risquerait de saturer les émetteurs comme l'AMF sous un flux incessant de déclarations pas nécessairement utiles ou pertinentes¹⁹, mais si l'idée a été écartée pour le moment, il n'est pas exclu qu'elle revoie le jour, appelée par une recherche sans cesse croissante de transparence.

19 S. Torck, « Vent de réforme sur les déclarations de franchissement de seuils », *Dr. sociétés* n°2, février 2012, comm.30

B. L'entrée en vigueur du nouveau régime des franchissements de seuils sonne-t-elle le glas de toutes prises de contrôle rampantes ?

1. Contenu, entrée en vigueur du nouveau régime

Le nouveau régime des franchissements de seuils entré en vigueur le 1^{er} octobre dernier s'inscrit dans la prolongement des démarches initiées à l'étranger comme en France pour assurer la transparence la plus parfaite possible des marchés financiers, vecteur pour certains²⁰ de sécurité économique et seule propre à restaurer la confiance des investisseurs dans le bon fonctionnement des marchés financiers.

Signifie-t-elle pour autant la fin de toute forme d'acquisition rampante qui permettrait à un acquéreur hostile de préparer sa prise de contrôle d'une cible cotée par le biais d'une montée au capital progressive et silencieuse ? La prise de contrôle rampante s'entend de « *la prise de contrôle par un actionnaire d'une société cotée en bourse, sans proposer à l'ensemble des actionnaires une offre sur la totalité du capital avec une prime de contrôle dans le cadre normal d'une offre publique. Une prise de contrôle rampante est une pratique occulte, à l'inverse de l'offre publique qui, en principe, doit respecter non seulement l'égalité des actionnaires, mais aussi la transparence des opérations et le principe du libre jeu des offres et de la surenchère* »²¹.

Doit-on dès lors envisager qu'une prise de contrôle soit nécessairement « massive » ou se dirige-t-on vers des prises de contrôle systématiquement négociées ?

Dans une certaine mesure, et il semble devenu aujourd'hui quasiment impossible pour un acquéreur hostile de préparer sa montée au capital d'une cible sans que celle-ci n'en soit informée, la réglementation ayant cherché à couvrir de manière exhaustive tous les cas de figure envisageables.

C'est toutefois sans compter sur l'ingéniosité des investisseurs et praticiens, rompus à recourir

20 Voir notamment : « La transparence financière, vecteur de sécurité économique », portail de l'IE, 14 février 2012.

21 A. Maréchal, « Lutte contre les prises de contrôle rampantes : où en est-on ? », *Fusions-Acquisitions*, 20 novembre 2012

à des montages d'ingénierie financière et à des produits dérivés toujours plus complexes, et sur le défi que peut représenter pour certains d'entre eux la mise en place d'une réglementation qui se veut « *imparable* », dont ils n'auront de cesse que de trouver la faille. Certes, ces mécanismes sont aujourd'hui quelque peu passés de mode sous l'effet de la crise financière, mais il reste probable que certains ne cherchent à tester les limites et failles du nouveau régime mis en place. Il reste toutefois à rappeler que s'il était encore possible de déjouer la lettre du texte, l'AMF pourrait, comme à l'occasion des affaires Wendel – Saint-Gobain, et LVMH – Hermès, en rappeler l'esprit et que de tels mécanismes ne seraient pas à l'abri de possibles sanctions.

En outre, la transparence n'exclut pas nécessairement la possibilité d'une montée progressive et hostile au capital, pouvant déboucher ensuite sur des accords négociés. C'est par exemple ce que démontre la montée hostile d'Eric Jacquet au capital de la société IMS entre 2008 et 2009. Après avoir gravi progressivement, mais de manière hostile plusieurs seuils dans le capital d'IMS, et réalisé les déclarations de franchissement de seuils requises par la réglementation alors en vigueur, Eric Jaquet, détenant 33,19% du capital d'IMS s'était trouvé en position de force pour négocier avec celle-ci son entrée dans les instances dirigeantes de la société. Il avait ensuite lancé une OPE hostile sur IMS qui déboucha, après un rapprochement entre les parties, sur un accord de fusion lui permettant, au début de l'année 2010 de prendre le contrôle d'une société dont la capitalisation boursière était deux fois supérieure à celle de sa société. De même, l'acquisition hostile par Pardus et Centaurus d'une participation significative dans le capital d'Atos Origin en 2008, qui avait donné lieu à plusieurs déclarations de franchissement de seuils, leur avait ensuite permis d'imposer leurs vues sur la gouvernance et la stratégie de cette SSII.

La question de l'efficacité de ces mécanismes destinés à assurer la transparence des marchés financiers est enfin étroitement corrélée aux sanctions associées à leur non respect. En effet, si la loi Warsmann persiste à sanctionner les contrevenants en les privant des droits de vote attachés aux actions « *excédant la fraction qui n'a pas*

été déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification », il est légitime de s'interroger sur la pertinence d'une telle sanction dans le contexte du nouveau dispositif.

Si la proposition d'une sanction monétaire, formulée par la proposition de loi Marini n'a pas été retenue, on peine à comprendre la portée d'une telle sanction, et son caractère dissuasif dans l'hypothèse d'instruments financiers dénouables en numéraire, jusqu'à ce que leur détenteur ne choisisse de procéder à leur dénouement physique ou à l'acquisition de leur couverture. On pourrait concevoir que la privation de droits de vote se reporte alors sur les actions ainsi acquises même si le détenteur avait procédé, lors du dénouement aux déclarations requises, mais cela supposerait une nouvelle réforme qui porterait cette fois sur l'article L.233-14 du Code de commerce, qui ne semble pas à l'ordre du jour.

Enfin, si la volonté du législateur et de l'autorité de marché est de favoriser une transparence maximale et de mettre un frein à toute acquisition rampante et ce dans le but d'assurer aux sociétés cotées un actionnariat stable, ils ne pourront se reposer sur les seuls dispositifs de déclarations de franchissement de seuils et d'intention dont les limites ont été évoquées. Il leur faudra sans doute poursuivre cet objectif par le biais du renforcement d'autres mécanismes à même de protéger les sociétés cibles et leurs actionnaires minoritaires, comme par exemple le droit des offres publiques.

2. Cette recherche d'une transparence absolue est-elle utile ou nécessaire pour restaurer la confiance dans les marchés financiers ?

L'objectif poursuivi par ces réformes successives est la recherche d'une plus grande transparence et ce, dans l'objectif clairement énoncé par le régulateur de renforcer la confiance dans les marchés financiers, après que celle-ci eût été fortement ébranlée par la crise financière.

C'est notamment le constat formulé par Gérard Rameix, Président de l'AMF dans une intervention devant l'AFTE le 9 octobre 2012 inti-

tulée « *Peut-on encore avoir confiance dans les marchés financiers ?* ». Il insistait à cette occasion sur la nécessité de restaurer le rôle essentiel des marchés dans l'apport de financements aux entreprises, vocation cruciale au moment où les financements bancaires sont appelés à se tarir du fait des nouvelles normes Bâle III et Solvency II. Dans ce contexte, Gérard Rameix déplorait le fait que les marchés se soient concentrés sur la technologie et la sophistication plus que sur leur mission première, le financement de l'activité. Il indiquait que pour ce qui est de son ressort, l'AMF avait « *pour priorité de restaurer la confiance et d'améliorer la lisibilité des marchés, c'est un des facteurs clés de la croissance* »²².

La transparence est-elle le remède à la crise ou du moins la pilule de survie des marchés financiers ? C'est une piste mais au succès incertain. Certes la transparence s'est imposée comme une vertu, pilier de « *bonne gouvernance* » et de fonctionnement harmonieux des marchés sous l'effet des théories néo-libérales d'Eugène Fama ou encore Michaël Jansen, permettant aux opérateurs de faire des placements rationnels en étant pleinement informés sur les entreprises. Ils en ont également fait un modérateur de la spéculation financière, la transparence réduisant les asymétries d'information et les profits qui peuvent en découler. Cependant la croissance constante du volume d'information disponible pourrait, en contrecoup, mettre à mal l'objectif initial recherché. Ainsi pour certains²³, plus l'information est fournie et dense, plus elle peut prêter à des interprétations divergentes, ce qui reviendrait à accroître la spéculation, et non la diminuer, mettant à mal la confiance encore fragile des investisseurs. Enfin, face au coût de traitement de l'information, il existe un risque non négligeable que les opérateurs se concentrent sur les infor-

mations les plus simples²⁴, négligeant les informations plus complexes désormais disponibles et que celle-ci perde de son efficacité pour permettre d'évaluer la réalité capitaliste et économique des sociétés cotées. ■

22 Le Figaro, « *Les marchés sont devenus opaques* », 26 septembre 2012.

23 Voir notamment « *The pros and cons of higher transparency ; the case of speculative attacks* », J.-P. Allégret et C. Cornan, *Louvain Economic Review*, n°72/3.

24 « *Marchés financiers, les effets pervers de la transparence* », P.-Y. Gomez, *Le Monde Economie*, 30 septembre 2008.

BENOIT MARPEAU & MARINE BONNAIRE

Prévention et caractérisation des actions de concert dissimulées



Avocat associé
Cotty Vivant Marchisio
& Lauzeral



Étudiante à
l'École de Droit
de Sciences Po.

Le législateur français a délibérément adopté une définition souple de l'action de concert¹. L'objectif de cette approche était de permettre de s'adapter à la diversité des situations rencontrées tout en satisfaisant à l'exigence du bon fonctionnement des marchés financiers². Le problème posé par une telle imprécision est qu'elle peut s'avérer inadaptée lorsqu'il s'agit de distinguer un simple parallélisme de comportements d'une véritable concertation répondant à une intention de prise de contrôle d'une société.

Or, «savoir qui marche ensemble dans les prises de participation et les prises de contrôle des sociétés cotées»³ présente des enjeux importants. La caractérisation des actions de concert emporte en effet agrégation des droits de vote des concertistes, ce qui engendre des conséquences sur le contrôle et le fonctionnement de la société visée ou encore en matière de franchissements de seuils.

Face à de tels enjeux, la société concernée par une concertation de ses actionnaires se heurte pourtant à des difficultés lorsque l'existence de

l'action de concert est contestée. Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires peut alors être tenté, dans des moments critiques, de prendre les mesures nécessaires à la prévention d'une action de concert, sans y avoir été invité par les autorités compétentes. C'est ainsi que le bureau de l'assemblée générale de la société Eiffage a, dans une affaire qui a donné lieu par ailleurs à de nombreuses précisions jurisprudentielles, pris l'initiative lors d'une assemblée générale de priver les concertistes potentiels ou supposés de leur droit de vote en invoquant des franchissements de seuils non déclarés.

Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires – organe social chargé du bon ordre des débats et du vote en séance – s'est à cette occasion érigé en interprète de l'article L. 233-10 du Code de commerce afin de caractériser l'existence de l'action de concert. Si la Cour de cassation a finalement refusé de reconnaître ce pouvoir au bureau de l'assemblée dans deux décisions du 15 mai 2012, toutes les interrogations pratiques n'ont pas été levées.

I - Les enseignements de l'affaire Eiffage

Au cours de l'assemblée générale de la société Eiffage du 18 avril 2007, le bureau de l'assemblée a décidé de priver de leur droit de vote 89 actionnaires de la société au motif qu'ils n'auraient pas déclaré avoir franchi de concert,

1 C. com., art. L. 233-10 : «Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société.»

2 D. Schmidt, «Action de concert : 20 années de fluctuations de la notion», *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} décembre 2012, n° 12, p. 624.

3 P. Le Cannu, «L'action de concert», *Rev. sociétés*, 1992, p. 675.

avec la société Sacyr, le seuil du tiers du capital d'Eiffage⁴. Les actionnaires privés de leur droit de vote contestaient cependant l'existence même d'une action de concert.

Au-delà de la caractérisation en l'espèce d'une action de concert, la question posée était celle de savoir si, en pareille situation, le bureau de l'assemblée générale des actionnaires avait le pouvoir de priver certains actionnaires de leur droit de vote, pour se prémunir contre les conséquences d'une action de concert.

Par une ordonnance de référé du 1^{er} juin 2007, le président du Tribunal de commerce de Nanterre⁵ avait validé la décision du bureau de l'assemblée générale des actionnaires en jugeant que celui-ci avait le pouvoir, et même le devoir, de faire respecter la réglementation, le cas échéant en privant immédiatement du droit de vote les actions excédant la fraction déclarée. Ce jugement était confirmé par la Cour d'appel de Versailles, celle-ci allant jusqu'à ajouter que le bureau avait ainsi pu agir comme un premier «juge de l'évidence»⁶.

Toutefois, cette vision très large des pouvoirs du bureau a suscité de nombreuses critiques, de la part de la doctrine comme des praticiens⁷.

Plusieurs actionnaires de la société Eiffage ayant assigné celle-ci aux fins d'annulation de la décision du bureau les concernant, le Tribunal de commerce de Nanterre, par un jugement du 6 mai 2008⁸, ultérieurement confirmé par la Cour d'appel de Versailles⁹, a annulé la décision du bureau. La Cour d'appel de Versailles affirmait, à cette occasion, que si le bureau peut relever l'existence d'une action de concert, c'est uniquement en procédant au constat objectif de

l'existence d'un critère statutaire précisément défini par la loi¹⁰.

Par deux arrêts du 15 mai 2012, la chambre commerciale de la Cour de cassation confirme cette solution en rappelant «qu'aucun texte n'attribue au bureau de l'assemblée le pouvoir de priver des actionnaires de leur droit de vote au motif qu'ils n'auraient pas satisfait à l'obligation de notifier le franchissement d'un seuil de participation dès lors que l'existence de l'action de concert d'où résulterait cette obligation est contestée»¹¹. La Cour de cassation juge ainsi que le bureau ne peut s'ériger en juridiction. Cette solution vaut également, par renvoi des textes, pour le bureau de l'assemblée des obligataires¹².

Par ces deux arrêts, la Cour de cassation clarifie les compétences du bureau de l'assemblée générale des actionnaires. Le rôle du bureau est précisé, celui-ci disposant uniquement d'un pouvoir de constatation, sur la base des éléments objectifs et matériels ayant été portés à sa connaissance.

Lorsque l'action de concert est avérée ou lorsqu'elle rentre dans le champ des présomptions légales prévues par la loi¹³ et qu'elle conduit à des franchissements de seuils non déclarés, le bureau doit alors appliquer la sanction de privation des droits de vote prévue par l'article L. 233-14 alinéa 1 du Code de commerce.

En revanche, lorsque l'action de concert est contestée, le bureau n'est pas compétent pour rapporter la preuve de l'existence de l'action de concert. Il ne peut apprécier les indices qu'il a relevés afin de qualifier la situation. La loi ne confie pas au bureau, qui est un organe éphémère ne présentant aucune garantie d'impartialité, l'imperium nécessaire lui permettant de juger l'existence d'une action de concert contestée¹⁴.

En d'autres termes, le bureau de l'assemblée des actionnaires n'a pas le pouvoir de priver les actionnaires de leur droit de vote lorsqu'il les soupçonne de ne pas avoir déclaré un franchissement de seuils lié à une action de concert.

4 C. com., art. L. 233-7.

5 T. com. Nanterre, ord. réf., 1er juin 2007, *Sté Grupo Rayet c/ Sté Eiffage*.

6 CA Versailles, 14e ch., 27 juin 2007, *Sté Grupo Rayet c/ Sté Eiffage*.

7 N. Rontchevsky, «Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires peut-il constater l'existence apparente d'une action de concert occulte ?», *RTD Com.*, 2007, p. 796 ; P. Le Cannu, B. Dondero, «Précisions attendues sur les pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires d'une SA», *RTD Com.*, 2007, p. 779 ; F. Martin Laprade, «Action de concert : risque d'instrumentalisation par le bureau de l'assemblée», *D.* 2008, p. 2411.

8 T. com. de Nanterre, 6 mai 2008, *D.* 2008, p. 2411, note F. Martin Laprade ; *Bull. Joly*, p. 688, note M. Storck.

9 CA Versailles, 10 juin 2010, *Société Geciter et autres*, *Rev. Sociétés* 2011, p. 106, note Y. Paclot ; CA Versailles, 28 octobre 2010, *Société Grupo Rayet*, *Bull. Joly* 2011, p. 197, note D. Schmidt.

10 CA Versailles, 12e ch., 28 oct. 2010, n° 09/08083, *Sté Eiffage c/SAS Eiffage*.

11 Cass. com., 15 mai 2012, n° 10-23.389, P+B et n° 10-28.151.

12 C. com., art. L. 228-60-1, L. 245-13 et R. 228-73.

13 C. com., art. L. 233-10.

14 CA Versailles, 12e ch., 28 oct. 2010, n° 09/08083, *Sté Eiffage c/SAS Eiffage*.

II - Une limitation inévitable des pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires

La position de la Cour de cassation ne peut qu'être approuvée. Une telle solution était justifiée dans la mesure où il aurait été très aléatoire de confier au bureau de l'assemblée générale des actionnaires un tel pouvoir d'appréciation.

Tout d'abord, le droit positif ne reconnaît que peu de pouvoirs au bureau de l'assemblée générale des actionnaires. C'est un organe social dont le rôle est davantage issu de la pratique et de la jurisprudence que des textes. Il a pour mission d'assurer le bon déroulement des débats et du vote en séance. Il est ainsi compétent pour décompter les voix des actionnaires, examiner les constitutions de quorum et contrôler les règles de majorité. Il est composé d'un président et de deux scrutateurs. Cependant, la loi ne lui reconnaît aucun pouvoir lui permettant d'enquêter sur une action de concert. Il ne dispose pas du droit de trancher les conflits entre actionnaires, exception faite pour les «menues contestations qui peuvent surgir en cours de séance, sous réserve pour l'intéressé du droit d'en référer à l'assemblée qui statue souverainement»¹⁵.

La décision de la Cour de cassation apparaît également inévitable au regard de l'importance accordée par le juge français au droit de vote des actionnaires.

A ce titre, l'affaire Eiffage illustre parfaitement le caractère fondamental du droit de vote des actionnaires. La primauté de ce droit a notamment été soulignée par la décision du Tribunal de commerce de Nanterre¹⁶. En l'espèce, l'actionnaire dont le droit de vote avait été supprimé avait tout de même pu participer à l'assemblée générale, événement lors duquel il avait même pris la parole afin de contester la décision du bureau le concernant. Cependant, le Tribunal de commerce de Nanterre a considéré que participer à une assemblée ne revenait pas à avoir le droit d'y voter.

En outre, accorder une telle compétence au bureau de l'assemblée générale des actionnaires aurait présenté un risque de partialité dans la mesure où cet organe ne dispose ni des garanties

d'indépendance ni des moyens nécessaires pour apprécier l'existence d'une action de concert. Cet organe social n'a pas été créé dans le but de trancher la question de l'existence d'une action de concert et, le cas échéant, de priver des actionnaires de leur droit de vote. En s'octroyant un tel pouvoir, le bureau de l'assemblée générale des actionnaires excède sa mission et crée un risque d'instrumentalisation dans la mesure où des membres du bureau pourraient être tentés de priver un actionnaire de son droit de vote à d'autres fins que la prévention des actions de concert.

Par ailleurs, en limitant les compétences du bureau de l'assemblée générale des actionnaires à celles d'un simple bureau de vote, on évite que la question de la composition du bureau ne devienne l'enjeu d'une véritable lutte de pouvoir au sein de l'assemblée.

La limitation des pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires était d'ailleurs préconisée par la doctrine et les praticiens. L'AFEP soulignait par exemple dans son Vade Mecum à l'attention des membres du Bureau des assemblées générales d'actionnaires, élaboré en liaison avec l'ANSA, que «si un actionnaire ou la direction générale de la société a connaissance d'un défaut de déclaration d'un franchissement de seuil, ce manquement doit être porté à la connaissance du bureau. Pour le bureau, l'information est donc «portable» et non «quérable»¹⁷.

Cependant, si la décision de la Cour de cassation se justifie, la situation actuelle reste peu adaptée aux cas d'urgence. Elle laisse en effet entier le problème de savoir comment réagir en pratique lorsque l'existence d'une action de concert est soupçonnée sans être révélée.

III - La difficile prévention des actions de concert rampantes

En présence d'une action de concert contestée, le pouvoir de qualifier l'action de concert – dont le bureau de l'assemblée générale des actionnaires est dépourvu – appartient en premier lieu à l'autorité des marchés financiers (AMF) et

15 F. Mansuy, J.-Cl. Sociétés Traité, fasc. 136-35, v° Assemblées d'actionnaires, n° 36.

16 TC Nanterre, 1^{ère} ch., 6 mai 2008, n° 2007F2086.

17 Vade Mecum à l'attention des membres du Bureau des assemblées générales d'actionnaires, élaboré par l'AFEP, en liaison avec l'ANSA, septembre 2011, n° 11-045.

aux juridictions. Lorsqu'il y a concurrence des compétences, «le dernier mot appartient au juge»¹⁸.

Toutefois, la répartition des compétences est complexe car le bureau de l'assemblée a également un rôle à remplir. Il est en effet tenu d'exécuter la décision de l'AMF ou du juge. S'il ne doit pas anticiper la décision de l'AMF ou du juge et priver de leur droit de vote des actionnaires en cas d'action de concert contestée, il doit en revanche tirer les conséquences d'une décision de l'AMF ou du juge.

Ainsi, il a été jugé dans l'affaire Gecina que le refus délibéré des concertistes d'appliquer la restriction du droit de vote qui leur était imposée par l'AMF et le choix du bureau de l'assemblée de s'abstenir d'exécuter la décision de l'AMF¹⁹, dans l'attente d'une décision judiciaire à intervenir, avait interdit le fonctionnement légal de la société et causé un dommage imminent conduisant à la désignation d'un mandataire ad hoc chargé de faire respecter la règle des droits de vote par le bureau²⁰.

En outre, le bureau a également l'obligation d'agir lorsque l'action de concert est avérée sur la base d'éléments objectifs et matériels. L'AFEP et l'ANSA ont donné plusieurs éléments d'information sur le comportement que doit adopter le bureau le cas échéant : «Le bureau, parce qu'il doit se prononcer dans l'urgence, doit, prendre les mesures urgentes qui s'imposent, au vu des apparences et à partir des éléments matériels qui lui sont soumis. Pour éviter tout soupçon d'arbitraire, il est souhaitable qu'il entende les explications du ou des actionnaire(s) visé(s), les consigne dans le procès-verbal de la réunion, et motive sa décision»²¹.

En second lieu, la prévention des actions de concert rampantes s'avère problématique au regard de la longueur des procédures judiciaires, difficilement compatible avec les situations auxquelles ont à faire face les sociétés concernées ou leurs dirigeants.

En cas de suspicion d'action de concert, il revient à l'un des organes de la société de saisir le juge des référés afin de prévenir le dommage imminent que pourrait causer l'usage, par les concertistes, de leur droit de vote.

Cependant, le même problème que pour le bureau de l'assemblée générale des actionnaires se pose alors car le juge des référés apparaît, dans ces hypothèses, difficilement compétent pour apprécier l'existence d'une action de concert, cette question relevant de la compétence des juges du fond.

Puisque le juge des référés ne peut trancher la question de l'existence d'une action de concert, il ne pourra qu'ordonner l'ajournement de l'assemblée. Il sera alors nécessaire de saisir le juge du fond, ce qui, même à bref délai, peut s'avérer long et inadapté dans la pratique. Le temps judiciaire semble donc ici incompatible avec celui des marchés financiers.

Pour remédier à ces difficultés, différentes mesures semblent envisageables.

Premièrement, il serait possible de redéfinir les pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires dans les textes. Aujourd'hui, les fonctions du bureau sont principalement définies par la jurisprudence. Les sources textuelles demeurent lacunaires. Cette situation est inadaptée compte tenu du rôle que le bureau peut avoir à jouer, les assemblées générales des actionnaires étant particulièrement importantes en France²². Par ailleurs, si cet organe social n'existe pas dans tous les systèmes juridiques, d'autres mécanismes sont parfois prévus pour assurer le bon déroulement du droit de vote et la police de l'assemblée. Ainsi, en droits anglais et allemand, ce rôle est assuré par le Président de séance dont le mode de désignation et les fonctions sont principalement régis par les statuts²³.

18 D. Schmidt, Rép. Sociétés Dalloz, V° Action de concert, n° 109 et s.

19 Avis AMF n° 207C2792, 13 décembre 2007.

20 T. com. Paris, 14 mai 2009 ; partiellement confirmé par CA Paris, pôle 1, 2e ch., 10 juin 2009, n° 09/11337.

21 Vade Mecum à l'attention des membres du Bureau des assemblées générales d'actionnaires, élaboré par l'AFEP, en liaison avec l'ANSA, septembre 2011, n° 11-045.

22 J.-P. Valuet, «Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires», *Rev. sociétés*, 2012, p. 543, n° 1 : «Le rôle de l'assemblée générale des actionnaires est fort important en France, plus important en tout cas que dans un grand pays développé comme les Etats-Unis, puisqu'après avoir été informée et après débat, elle prend les principales décisions de façon souveraine : désignation des administrateurs, orientations sur les opérations financières, modification des statuts. Il est donc crucial que les travaux de l'assemblée se déroulent de façon ordonnée : c'est le rôle du bureau, dont les fonctions sont davantage issues de la pratique que des textes».

23 ANSA, «Le bureau de l'assemblée générale, Eléments de droit comparé, droit anglais et droit allemand», avril 2011, n° 11-018.

Face aux hésitations jurisprudentielles et aux insuffisances réglementaires en la matière, l'AMF a fait plusieurs propositions. Dans son rapport final sur les assemblées générales des sociétés cotées du 2 juillet 2012, un groupe de travail de l'AMF recommande d'ailleurs de mieux définir les pouvoirs du bureau de l'assemblée et de combler le vide juridique concernant son existence et ses pouvoirs.

A la lumière des différentes décisions rendues dans l'affaire Eiffage, ce rapport propose «de consacrer le pouvoir de police du bureau dans la partie réglementaire du Code de commerce». En effet, il souligne que si un certain consensus s'est formé sur le fait que le bureau soit en charge de «la police de l'assemblée», aucun texte ne le prévoit expressément²⁴. Dans ce cadre, l'AMF préconise d'inscrire que le bureau «ne peut se voir reconnaître le droit de suspendre le droit de vote d'un actionnaire en dehors des cas d'évidence où seule une constatation purement matérielle est nécessaire, et à l'exclusion de toute appréciation, factuelle ou juridique, de sa part». Ainsi, les textes prévoiraient qu'il n'appartient pas au bureau «de juger de l'existence d'une éventuelle action de concert qui n'aurait pas été déclarée ou qui serait contestée».

Deuxièmement, afin de renforcer la détection «en amont» des actions de concert, il est impératif de renforcer les outils indirects permettant de déceler l'existence d'une action de concert, notamment au niveau des franchissements de seuils. Plusieurs affaires ont en effet montré que la réglementation française relative aux franchissements de seuils pouvait potentiellement être contournée. En effet, certains actionnaires sont susceptibles, grâce à des outils financiers complexes, de ne pas avoir à déclarer leurs franchissements de seuils ou leurs franchissements de seuils potentiels. Face à de tels agissements, le bureau de l'assemblée générale des actionnaires se retrouve alors privé de tout pouvoir d'action.

Or, cette situation pouvait provoquer un déséquilibre d'informations dangereux au niveau de l'assemblée générale des actionnaires. Le législateur a tenu à y remédier en adoptant la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012. Cette loi, dite loi Warsmann II, modifie le régime des franchissements de seuils depuis le 1^{er} octobre 2012 en prévoyant notamment que certains

instruments financiers à dénouement monétaire (cash-settled derivatives) soient intégrés dans le calcul des seuils légaux.

Du fait de la prise en compte de nouveaux instruments financiers dérivés, cette loi a permis un meilleur encadrement du régime des franchissements de seuils. Cela favorise une meilleure information au niveau de l'assemblée et donc, une meilleure prévention des risques.

Par ailleurs, l'AMF conseille également aux sociétés d'agir a priori et de procéder «à un travail de vérification, en amont de l'assemblée, des situations et éléments susceptibles d'entraîner une suspension des droits de vote». A ce titre, l'AMF recommande de disposer «d'informations précises sur l'actionnariat connu au jour de la record date, d'avoir établi une liste des cas de non-déclaration que la société a pu constater ainsi qu'un relevé détaillé des franchissements de seuils légaux déclarés dans l'année à la société, avec la mention d'un éventuel retard»²⁵.

Ces mesures de prévention peuvent permettre de faciliter l'exercice du pouvoir de suspension des droits de vote et d'éviter que des situations litigieuses ne surviennent en cours d'assemblée générale. Ces mesures de précaution sont déjà pratiquées par certains grands groupes et se présentent notamment sous forme de «fiches, rassemblées dans un guide à l'attention du président de l'assemblée»²⁶.

Au-delà d'une clarification nécessaire du rôle du bureau des assemblées générales, qui ne peut selon nous pas conduire à lui conférer trop de pouvoirs sans présenter des risques significatifs, c'est ainsi en amont des assemblées générales qu'il apparaît le plus efficace de tenter de prévenir les actions de concert dissimulées. ■

24 AMF, *Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires dans les sociétés cotées*, p. 32.

25 AMF, *Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires dans les sociétés cotées*, p. 33.

26 J.-P. Valuet, «Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires», *Rev. sociétés* 2012, p. 543, n° 55.

ADRIEN KHAZNADJI (DROIT ÉCO 2007)

Les enjeux de l'élaboration de la taxe sur les transactions financières européenne.



Fiscaliste,
Nissan Europe

La fiscalité peut-elle, au-delà de sa fonction première de financement des dépenses publiques, servir d'instrument de régulation pour les marchés ? Tel est l'enjeu posé par la mise en place de taxes sur les transactions financières.

L'idée d'une taxe qui serait prélevée lors de transactions financières (TTF) est ancienne, mais le contexte de la crise financière provoquée par l'explosion de la bulle de la dette hypothécaire *subprime* l'a ramenée sur le devant de la scène. On a pu considérer qu'une telle taxe pourrait contribuer à assainir les pratiques de la sphère financière, et donc contribuer à prévenir la réémergence d'une crise. Le sommet du G20 à Cannes, les 3 et 4 novembre 2011, a reconnu l'intérêt de cette taxe comme moyen de financement du développement.

La Commission Européenne a émis, le 28 septembre 2011, une proposition de directive¹ visant à établir un système commun de taxe sur les transactions financières dans les 27 États membres de l'Union Européenne. Le texte de la proposition propose de prélever la taxe sur toutes les transactions financières dès lors qu'au moins une des parties à la transaction est établie dans un État membre et qu'un établissement financier établi sur le territoire d'un État membre est partie à la transaction (pour son propre compte ou pour le

compte d'un tiers, ou au nom d'une partie à la transaction). C'est ainsi que les transactions portant sur des actions ou des obligations seraient taxées à un taux minimal de 0,1%, et que les produits dérivés supporteraient la taxe au taux minimal de 0,01 %.

Fervente promotrice de ce projet, la France a décidé d'anticiper l'adoption de la proposition et de mettre en œuvre une taxe sur les transactions financières en espérant qu'elle donnera une impulsion favorisant la généralisation de la taxe au niveau européen (Union, ou Eurogroupe ou un nombre plus restreint d'États membres). Ce choix n'étonnera pas ceux qui sont familiers du système fiscal français. En effet, l'idée que la fiscalité puisse remplir un rôle de régulation est une idée à laquelle sont attachés aussi bien les gouvernements que le législateur français, et qui a connu des développements successifs importants, notamment dans le domaine de la fiscalité environnementale ou « verte ». Au contraire, d'autres États membres se sont farouchement opposés à un tel projet.

L'objet de cet article est de faire le bilan du dispositif français à date puis de faire état de la procédure d'adoption du projet de directive, suite à la récente approbation par le conseil des ministres européens de la mise en œuvre d'une coopération renforcée entre un nombre limité d'États membres.

¹ Proposition de directive du Conseil 2011/0261 établissant un système commun de taxe sur les transactions financières et modifiant la directive 2008/7/CE

I. BILAN DU DISPOSITIF FRANÇAIS

A. Économie générale de la taxe sur les transactions financières

La taxe sur les transactions financières² a actuellement un champ d'application plus restreint que la proposition de directive principalement parce qu'elle ne concerne qu'un nombre limité d'instruments financiers.

Elle recouvre trois taxes distinctes

1. *La taxe sur les acquisitions de titres (TAT)*

La TAT est due lors de l'acquisition à titre onéreux :

- d'un titre de capital ou d'un titre de capital assimilé ;
- admis aux négociations d'un marché réglementé français, européen ou étranger, et
- émis par une société ayant son siège social en France, avec une capitalisation boursière de plus d'un milliard d'euros au 1er janvier de l'année concernée.

Le taux de la TAT a été fixé à 0,2 %³ et elle est applicable aux acquisitions réalisées depuis le 1er août 2012.

Le critère du siège social de l'émetteur démontre la volonté du législateur de prévenir les manœuvres de contournement de la taxe qui auraient consisté à localiser les opérations hors de France, si le lieu de réalisation avait été retenu comme critère pour le champ d'application de la taxe. De même, la taxe inclut dans son assiette les titres représentatifs de titre de capital de sociétés françaises (ex. ADR)⁴.

Sur le plan fiscal, l'économie générale de la TAT ne peut se comprendre sans son articulation avec les droits d'enregistrement dus sur les cessions à titres onéreux d'actions. Le champ d'application de la TAT se définit, non pas subjectivement à

raison de la nationalité des parties, mais, comme en matière de droits d'enregistrement, objectivement, en fonction du lieu de situation du titre, assimilé au lieu du siège de l'émetteur.

Par ailleurs, l'application des droits d'enregistrement à une transaction exonère celle-ci de la TAT. Ainsi, les cessions à titre onéreux d'actions négociées sur un marché réglementé constatée par un acte demeurent soumises au droit d'acte prévu à l'article 726 du CGI. Il n'aura d'ailleurs échappé à personne que le taux actuel de la TAT est supérieur à celui prévu pour les cessions de titres, qui s'établit à 0,1%, malgré les annonces du gouvernement Ayrault de prévoir son relèvement.

2. *La taxe sur les ordres annulés et la taxe sur les contrats d'échange sur défaut*

Ces deux taxes ont été également introduites par la première loi de finances rectificative pour 2012.

Ce sont deux taxes de circonstance.

En effet l'introduction d'une taxe de 0,01% sur l'acquisition de certains contrats d'échange sur défaut (*credit default swap* en anglais, CDS) d'un État de l'Union Européenne est contemporaine de l'aggravation de la crise de la dette souveraine des pays du Sud de l'Europe (Grèce, Italie, Espagne ou Portugal). Il a en effet pu être considéré que l'importance grandissante des transactions sur CDS réalisées par des agents financiers tels que des hedge funds avait contribué à aggraver la crise en augmentant l'écart de taux d'emprunt (*spread*) entre ces pays et le reste de l'Europe, alors que ces contrats sont censés permettre aux détenteurs d'obligations de se couvrir. La taxe limite donc son champ d'application à l'achat par une entreprise française ou assimilée de CDS « nus », c'est-à-dire lorsque l'acquéreur du CDS ne détient pas de position longue sur la dette de l'État européen.

L'introduction de la taxe sur les opérations annulées dans le cadre d'opérations à haute fréquence relève de la même logique, suite à l'émoi provoqué par le développement du « *trading* à haute fréquence » réalisé par des moyens informatique et sa possible responsabilité dans un « flash crash » survenu le 6 mai 2010 à la bourse de New York. Le taux de la taxe est fixé à 0,01 % du montant des ordres annulés ou modifiés. Le but affiché par le législateur est d'éradiquer ce type

2 Codifiée à l'article 235 ter ZD du Code Général des Impôts, introduite par l'article 5 de la loi de finances rectificative pour 2012 du 14 mars 2012, puis aménagée par la loi de finances rectificative n°2012-958 du 16 août 2012.

3 La loi de finances rectificative pour 2012 n°2012-354 du 14 mars 2012 prévoyait un taux de 0,1%, qui a été relevé à 0,2% par la loi de finances rectificative pour 2012 n°2012-958 du 16 août de 2012.

4 Pour des raisons techniques, l'application de la TAT aux transactions sur ces titres a été reportée au 1^{er} décembre 2012.

d'opérations sur le marché par une fiscalité qui se voudrait dissuasive.

L'efficacité et le rendement de ces deux taxes restent à ce jour à démontrer.

B. Les exonérations prévues en faveur des opérateurs de marché

La doctrine s'est largement étendue sur les difficultés posées par l'application des exonérations en faveur des opérateurs agissant sur les marchés financiers. La taxe n'a pas, dans l'esprit du législateur, pour objet de taxer les opérations réalisées par les intermédiaires qui n'agissent pas pour leur propre compte et se limitent à exécuter des ordres pour le compte d'autrui. Cependant le législateur n'a pas prévu une exception liée à l'appartenance à un statut réglementé, souhaitant soumettre les activités pour compte propre à la taxe. La volonté régulatrice sous-jacente à l'institution de la TAT affleure à nouveau.

Le législateur s'est donc attaché à prévoir des exonérations sur un nombre limité d'opérations :

1. Opérations d'achat réalisées dans le cadre d'une émission de titre de capital
2. Opérations réalisées par les chambres de compensation et par les dépositaires centraux
3. Acquisitions d'obligations échangeables ou convertibles en actions
4. Opérations de tenue de marché
5. Opérations en vue de favoriser la liquidité des actions
6. Acquisitions intra-groupes et opérations de restructuration
7. Cessions temporaires de titres
8. Acquisitions par des véhicules d'actionnariat salarié

Les deux premières exceptions ne posent pas de difficultés d'application. Les trois dernières exceptions sont la reprise d'exceptions déjà prévues pour les besoins des droits d'enregistrement. Il convient toutefois de s'arrêter sur les difficultés rencontrées par la communauté financière pour délimiter le champ exact des exonérations prévues pour les opérations de tenue de marché et les opérations en vue de favoriser la liquidité des actions.

En effet, la taxe sur les transactions financières n'ayant vocation à s'appliquer qu'aux seules acquisitions d'actions ou assimilé, les opérations ne donnant pas lieu à une inscription des titres au portefeuille de valeurs mobilières du client devraient en principe être exclues de son champ d'application.

L'exonération particulière pour les acquisitions réalisées dans le cadre d'activités de tenue de marché couvre les activités i) d'une entreprise d'investissement, ou ii) d'un établissement de crédit, ou iii) d'une entité d'un pays étranger ou d'une entreprise locale membre d'une plateforme de négociation ou d'un marché d'un pays étranger⁵, intervenant en tant qu'intermédiaire d'un instrument financier dans les cas suivants :

- a) la communication simultanée de cours acheteurs et vendeurs fermes et compétitifs de taille comparable, avec pour résultat d'apporter de la liquidité au marché sur une base régulière et continue ;
- b) dans le cadre de son activité habituelle, à l'exécution des ordres donnés par des clients ou en réponse à des demandes d'achat ou de vente de leur part ;
- c) la couverture des positions associées à la réalisation des opérations mentionnées aux points a) et b).

Il suffit de répondre à l'une des situations mentionnées en (a), (b) ou (c) pour bénéficier de l'exonération ; ceci étant le (c) n'est applicable que si l'une des conditions (a) ou (b) est remplie par ailleurs.

Cette règle concerne au premier chef les prestataires de service d'investissement (PSI) proposant à leur clientèle de conclure certains contrats de dérivés, tels que les *contracts for difference* (CFDs) portant sur des actions d'émetteurs français. Les PSI proposant ce genre de produits se couvrent généralement en acquérant les actions sur lequel

⁵ Le teneur de marché, aussi appelé animateur de marché, est un PSI dont la tâche est de garantir, par l'intermédiaire d'un contrat d'animation, la liquidité du titre qui lui est confié par l'entreprise émettrice. Généralement assuré par une banque d'investissement, le rôle de teneur de marché consiste ainsi à transmettre, en continu, à sa propre clientèle ou bien à l'ensemble du marché, un prix d'achat et un prix de vente pour les titres dont il a la charge. Pour alimenter le carnet d'ordre, les PSI doivent acquérir des titres sur le marché, opérations qui, faute d'exception, entreraient dans le champ de la TTF.

porte le contrat. Or, si cette opération constitue sans conteste une opération de couverture tel que visée au c), le PSI doit soit établir un lien avec des opérations entrant dans le cadre de l'exception de teneur de marché visée au a), soit avoir reçu un ordre d'achat de la part de son client tel que requis par le b). Faute pour le PSI de se rattacher à une de ces deux opérations, il est à craindre que celui-ci ne soit redevable de la TAT à raison des transactions réalisées à titre de couverture. Les transactions liées à des couvertures prises dans le cadre d'activité pour compte propre, ou en tant que contrepartie mais en dehors du cadre strict de la tenue de marché, sont donc taxables.

À l'inverse, la transaction réalisée par le client n'entre pas dans le champ de la taxe sur les transactions financières puisqu'il acquiert un contrat financier, alors même qu'il s'expose aux mêmes variations que s'il détenait l'action en direct. Ces produits disposent donc d'un avantage comparatif important par rapport à la détention en direct d'actions françaises.

La taxe sur les transactions financières « à la française » reste donc une construction inachevée.

II. VERS UNE TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES EUROPÉENNE ?

Comme rappelé en préambule, l'initiative visant l'instauration d'un système commun de taxe sur les transactions financières dans l'Union européenne revient à la Commission européenne. Toutefois, la proposition de directive s'est heurtée très vite à des divergences fondamentales et insurmontables au sein des Vingt-sept. Or, dans le domaine fiscal, les décisions se prennent à l'unanimité. Lors des réunions du Conseil du 22 juin et du 10 juillet 2012, il a été acté officiellement qu'il était impossible de s'entendre sur cette proposition et qu'en conséquence, il était impossible de mettre en place un système commun de taxe sur les transactions financières sur l'ensemble du territoire de l'Union européenne.

Toutefois, une solution est apparue pour ne pas abandonner totalement ce projet de taxe sur les transactions financières auquel certains États étaient très attachés. Cette solution était de passer par une « coopération renforcée » au sens de l'article 20 du traité sur l'Union européenne. Ce serait la première fois en matière fiscale et la troisième fois (après le divorce et le brevet) que ce mécanisme serait utilisé.

Onze États membres (la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie et la Slovaquie) ont adressé, le 9 octobre 2012, une demande officielle tendant à instaurer entre eux cette coopération renforcée, à laquelle la Commission a répondu favorablement et présenté une proposition de décision du Conseil autorisant le lancement d'une coopération renforcée.

Les onze États membres ont obtenu le 22 janvier dernier l'aval des autres États membres pour mettre en place une taxe sur les transactions financières, lors de la réunion des ministres des finances européens à Bruxelles. Ceci constitue donc l'ultime étape dont les onze États membres avaient besoin pour initier les négociations.

Face aux arguments avancés par certains États Membres opposés à l'adoption de la taxe, le recours en dernier ressort à la coopération renforcée risque donc d'imprimer sa marque sur le texte final.

À cet égard, il convient de rappeler le but premier de la taxe sur les transactions financières, tel qu'exposé dans la proposition de directive : « *la volonté de faire supporter au secteur financier une partie des coûts de la crise [...], de dissuader les établissements financiers de prendre des risques excessifs, de compléter les mesures réglementaires destinées à prévenir de nouvelles crises et de créer des recettes supplémentaires pour financer le budget général* ». La dimension régulatrice est donc présente dans le projet européen, mais elle a été sérieusement atteinte par l'absence d'unanimité sur le projet.

Étant donné qu'un nombre limité d'États membres s'est joint à l'initiative, il y a fort à parier que la question du champ territorial d'application de la taxe est le point crucial des discussions à venir. Dans la proposition initiale, la taxe était exigible pour toute transaction financière dont un « établissement financier » établi dans l'UE était partie, qu'il le soit pour son compte ou pour un tiers. Il s'agit donc d'un critère « subjectif » lié à la personne partie à l'opération. Ce critère large était apparu aux yeux de la Commission comme pertinent car de nature à s'appliquer à toute transaction ayant un « lien économique » avec l'Union Européenne mais (i) on a pu lui reprocher de présenter le risque d'empiéter sur la souveraineté fiscale des États tiers et (ii) il pourrait être

contourné par les groupes bancaires internationaux en organisant les opérations via des filiales situées hors des Etats membres concernés.

Ce critère est-il toujours aussi pertinent dans le cadre particulier de la coopération renforcée ? Il pourrait se révéler plus perméable aux stratégies de contournement et avantager les établissements financiers des Etats membres n'ayant pas adhéré à la coopération renforcée. Doit-on dès lors s'attendre à ce que la proposition évolue pour retenir le critère « objectif » du lieu de situation de l'émetteur retenu pour les taxes sur les transactions financières française et, plus récemment, italienne ?

Des rumeurs relayées dans la presse⁶ ont fait part de la volonté de faire échec aux tentatives de contournement de la taxe en reprenant le principe selon lequel la taxe exigible en reprenant dès lors qu'une des parties à la transaction financière est établie dans un des pays membres ayant adopté la directive, mais aussi en prévoyant l'application de la taxe sur les transactions ayant lieu hors de l'Union européenne si le produit financier concerné a été émis par un Etat membre partie à la coopération renforcée.

Les premières réponses à ces questions seront apportées prochainement par la Commission européenne, à qui il revient désormais de faire aux onze une proposition, en se basant sur sa proposition initiale présentée il y a un an et demi. ■

⁶ Financial Times, *Wider euro 'Tobin tax' will net €35bn*, article du 29 janvier 2013.

ANASTASIA CHRISTIN, AURÉLIEN VEIL

Les agences de conseil en vote



Avocat à la Cour,
August & Debouzy,



Présidente de l'Association
des Elèves et Diplômés Juristes
de Sciences Po
M2 Entreprises, Marché, Régulation

Les auteurs remercient M. Pierre-Henri Leroy, Président de Proxinvest, pour l'entretien qu'il a bien voulu leur accorder et le temps qu'il leur a consacré à cette occasion.

L'assemblée générale des actionnaires est l'organe suprême de la société au sein duquel les actionnaires veillent à la protection de leurs intérêts patrimoniaux et se prononcent sur les décisions les plus importantes concernant la vie de l'entreprise, telles que l'approbation des comptes, les modifications statutaires et la nomination des dirigeants. Voter à l'assemblée générale est un droit fondamental de l'actionnaire dans la démocratie actionnariale. Parfois qualifié de « *vache sacrée du droit des sociétés* »¹, le droit de vote des actionnaires bénéficie d'une protection quasi-absolue de la jurisprudence : la Cour de cassation refuse catégoriquement d'admettre d'autres hypothèses de privation du droit de vote de l'actionnaire que celles énoncées par le législateur².

La participation et le vote des actionnaires à l'assemblée générale sont la contrepartie du risque financier auquel sont soumis les actionnaires par leur investissement dans la société. Ils revêtent donc une importance toute particulière, l'efficacité de l'assemblée générale comme organe de décision et forum d'échange entre les actionnaires

et les dirigeants dépendant en pratique de la participation effective des actionnaires à cet organe social.

Or la faiblesse récurrente de la participation des actionnaires aux assemblées générales transforme celles-ci en événements de relations publiques pour la direction, sinon en chambre d'enregistrement sans véritable discussion de fond. L'inefficacité des assemblées générales est d'ailleurs un fait commun à l'ensemble des pays développés³. Cette faible présence des actionnaires aux assemblées constitue un souci constant, en France, dans l'équilibre des pouvoirs entre émetteurs et investisseurs, d'autant plus qu'une proportion notable des sociétés cotées françaises disposent d'un actionnariat de référence⁴ réduisant le rôle des minoritaires à celui de faire-valoir, la politique réelle de la société étant adoptée en dehors de l'assemblée au cours des échanges entre les dirigeants et les principaux actionnaires.

1 A. Viandier, « Observations sur les conventions de vote », *JCP E* 1986, 15405.

2 Arrêt « *Château d'Yquem* », Ch. comm., 9 fév. 1999 ; *RJDA* 5/99 n°566.

3 M. Siems, *Convergence in shareholder law*, Cambridge University Press, 90, 2008.

4 M. Albouy et A. Schatt, « Quand les actionnaires déclarent la guerre au management », 198-9, *Revue Française de Gestion* 305 (2010). Selon cette étude, sur 600 sociétés cotées en France, environ 65% possèdent un actionnariat comprenant une holding familiale actionnaire détenant au moins 20% des titres.

La désaffection des actionnaires minoritaires est d'autant plus problématique que l'assemblée générale permet également de corriger en partie l'asymétrie d'information dont souffrent les actionnaires par rapport aux dirigeants, qui disposent d'éléments bien plus précis sur la situation et les perspectives de l'entreprise. Ainsi s'expliquent les multiples obligations d'information en faveur des actionnaires réunis en assemblée générale qui pèsent à la charge des dirigeants, notamment dans les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé⁵.

Comme le développe la théorie de l'agence⁶, l'intérêt des actionnaires (maximiser la valeur de leurs titres) ne coïncide pas nécessairement avec l'intérêt des dirigeants (maximiser les rémunérations qu'ils reçoivent de la société). Les actionnaires ne pouvant s'assurer que les dirigeants agissent toujours au meilleur de leurs intérêts, ils doivent trouver des méthodes d'évaluation de la qualité des dirigeants et du respect par ceux-ci de l'intérêt de leurs mandants.

Tel est le rôle des cabinets de conseil en vote (*proxy voting advisers*), qui ont notamment pour mission de réduire l'asymétrie d'information dont pâtissent les actionnaires en procédant à une analyse détaillée des résolutions soumises au vote des actionnaires et en élaborant, à cet effet, des guides de « bonnes pratiques » dont le respect par les émetteurs est censé favoriser la protection des intérêts des investisseurs.

Outre cette mission, les agences de conseil en vote proposent parfois également leur assistance logistique en matière d'organisation du vote des actionnaires⁷. Nous concentrerons toutefois notre analyse dans le présent article sur la mission des cabinets de conseil en vote consacrée à l'évaluation des résolutions qui sont présentées par le Conseil d'administration aux actionnaires lors des assemblées générales des actionnaires des sociétés cotées.

5 C. com., articles L.225-100, L.225-100-2 et L.225-100-3, articles 222-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

6 Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976). «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.

7 M. Thouch *Les sociétés spécialisées dans l'exercice du droit de vote* (*proxy voting providers*), Actes pratiques Droit des sociétés, mai-juin 2006, p. 29.

Il conviendra d'examiner la nature de ces sociétés, puis de comprendre comment leur rôle croissant sur l'organisation et les résultats des assemblées générales a décidé les autorités de contrôle à encadrer (légèrement) l'activité de ces acteurs. L'absence de contraintes réglementaires lors de la création des agences de conseil en vote n'a pas manqué en effet d'attirer les critiques de certains acteurs financiers sur leur impartialité revendiquée et le risque de conflits d'intérêts que la diversité de leurs missions peut engendrer.

Il n'en demeure pas moins que les agences de conseil en vote, par leur mission d'évaluation et de transparence, nous semblent favoriser la démocratie actionnariale, condition d'existence de la confiance qui est essentielle au bon fonctionnement des marchés financiers.

Les agences de conseil en vote ont pour mission de fournir aux actionnaires et plus particulièrement à leurs clients (c'est-à-dire les actionnaires institutionnels) des analyses et des recommandations de vote sur les résolutions soumises aux actionnaires lors des assemblées générales.

En effet, ainsi que le démontre le succès du Code de Gouvernement d'Entreprise des Sociétés Cotées publié par l'AFEP et le MEDEF en avril 2010, les sociétés cotées, elles-mêmes soumises au marché concurrentiel de l'investissement, sont sensibles à l'élaboration de codes de bonnes pratiques leur permettant d'adresser aux investisseurs un signe de comportement vertueux⁸.

I - Le rôle croissant des agences de conseil en vote

A. Une extension des obligations de vote des actionnaires...

Les agences de conseil en vote sont d'abord apparues aux Etats-Unis dans les années 1980, avec la création de la firme internationale et leader mondial ISS, fondée par Bob Monks et Nell Minow. Il faut cependant attendre les années 1990 et l'émergence du concept de *corporate governance* (gouvernance d'entreprise) pour constater leur influence croissante.

8 Voir la théorie du signal présentée dans M. Spence (1973). «Job Market Signaling». *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, p.355–374.

Certains analystes ont avancé que le vote des actionnaires en assemblée générale permettait d'améliorer la gouvernance d'entreprise et donc diminuer les risques et augmenter la performance de la société. En outre, avec la crise et les scandales financiers, la position du « *wall street walk* » est devenue difficilement soutenable. Selon cette théorie, les fonds d'investissement, qui représentent aux Etats-Unis une fraction très substantielle des investisseurs, sont dépourvus d'*affectio societatis*. Leur seul objet étant la poursuite exclusive du profit, ils n'entendent pas engager les coûts de transaction requis par une réforme du management, et préfèrent désinvestir et transférer leurs titres s'ils sont en désaccord avec la direction de la société, plutôt que de tenter de réformer le fonctionnement de celle-ci.

Ce mouvement de responsabilisation des actionnaires s'est accompagné de réformes législatives et réglementaires ayant rendu obligatoire dans de nombreux pays l'exercice de leur droit de vote par les investisseurs institutionnels, dans l'intention louable de les inciter à exercer un meilleur contrôle sur la gouvernance des émetteurs, une bonne gouvernance étant supposé accroître la valeur de l'investissement. La démocratie actionnariale se prête donc fort bien à l'adaptation des concepts développés par Albert Hirschman⁹, la loyauté qui motive la prise de parole (c'est-à-dire l'exercice du droit de vote) permet une amélioration de l'organisation, en l'espèce de la gestion des sociétés, que la défection (adoptée par les fonds d'investissement jusqu'à l'adoption de ces réformes) ne permettait pas.

Aux Etats-Unis, le grand changement fut matérialisé en 1988 par la mise en place d'une obligation pour les fonds de pension de voter lors des assemblées générales des sociétés dont ils sont actionnaires¹⁰. Par la suite, l'obligation de vote est devenue plus contraignante, obligeant les gérants de fonds à « utiliser tout le soin, toute l'expertise, toute la prudence et toute la diligence » requis dans l'exercice de leurs droits de vote. Chaque

pouvoir en blanc devait être justifié et présenté en cas d'inspection. Enfin, le 24 février 1995, le ministère du travail a étendu l'obligation de voter aux assemblées générales des sociétés étrangères dans lesquelles les fonds de pension américains détenaient des participations¹¹.

Peu de temps après, la SEC a consacré cette obligation de vote en *fiduciary duty of loyalty and care* avant de publier en 2003 une recommandation faisant obligation aux fonds d'élaborer et de publier leur politique de vote, leurs votes réels, afin de les obliger à prendre part au vote des résolutions soumises en assemblée dans le meilleur intérêt de leurs clients.

Au niveau européen, la directive d'application 2010/43/UE du 1er juillet 2010¹² impose aux sociétés de gestion l'élaboration de stratégies appropriées et efficaces d'exercice des droits de vote, afin que ces droits bénéficient exclusivement à l'OPCVM concerné. Notamment, la stratégie doit définir des mesures destinées à permettre de garantir que les droits de vote sont exercés conformément aux objectifs et à la politique d'investissement de l'OPCVM, et à prévenir ou gérer tout conflit d'intérêts résultant de l'exercice de ces droits.

En parallèle, les réglementations nationales ont également accru les obligations des investisseurs. Ainsi sous la pression unificatrice de l'OCDE et de la Commission européenne, la France a été amenée notamment à reconnaître un devoir de révélation relatif aux pratiques de vote. Ainsi, la loi n°2003-706 de sécurité financière du 1er août 2003 a imposé aux sociétés de gestion de portefeuille l'obligation d'exercer les droits de vote détenus dans les OPCVM qu'elles gèrent, « *dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces OPCVM* », ainsi que l'obligation de « *[rendre] compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF* ». Lorsque les sociétés de gestion n'exercent pas ces droits de vote, « *elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des OPCVM* ».

9 A. Hirschman, « *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* », Harvard University Press, 1970.

10 Le ministre du travail américain avait envoyé au président de la caisse de retraite de la société Avon Products Inc une lettre lui indiquant que les droits de votes rattachés aux actions étaient dorénavant assimilés à des actifs financiers donc susceptibles d'être protégés comme tels.

11 Les gérants ont néanmoins la possibilité de contourner cette recommandation en démontrant le coût prohibitif de l'exercice de leur droit de vote à l'étranger, ce qui semble être le cas dans de nombreux pays émergents mais aussi dans les pays scandinaves.

12 Notamment son article 21

Cette règle figure aujourd'hui à l'article L.533-22 du Code monétaire et financier, complété par les articles 314-100 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers entrés en vigueur au 1er novembre 2007.

La création de cette nouvelle réglementation a été critiquée par beaucoup d'investisseurs professionnels qui ont eu peur des coûts additionnels qu'elle allait engendrer. C'est la raison pour laquelle le législateur a décidé de ne pas forcer les gérants de fonds à voter si leur part représente un pourcentage trop bas ou pour les assemblées générales tenues à l'étranger. L'AMF a introduit une nuance importante en pratique : la politique de vote par la société de gestion est une politique globale, facilitée par la mise en place d'un mandat unique de vote pour tous les OPCVM d'un même gestionnaire.

Cette réforme était nécessaire car subsistaient des doutes sur l'indépendance de beaucoup de gérants de fonds français. En effet 75% des OPCVM cotés en France sont liés à des banques et ces dernières ont peur de compromettre leur relation d'affaires avec leur client ou leur futur client¹³.

La réglementation obligeant certains investisseurs à voter lors des assemblées mais aussi à élaborer et publier leur politique de votes, ainsi que la volonté de s'investir dans la gouvernance de l'entreprise de la part d'investisseurs institutionnels eux-mêmes plus étroitement contrôlés par leurs mandants, a amené un certain nombre d'investisseurs à prendre conscience qu'ils sont incapables de se conformer à ces obligations à un coût raisonnable pour toutes les assemblées auxquelles ils sont censés participer. Cette prise de conscience les a poussés à externaliser ce service auprès des agences de conseils en vote.

B. ... à l'origine du développement des *proxy advisors*

En effet, les investisseurs institutionnels détenant des portefeuilles larges, diversifiés et internationaux ne sont pas capables de définir une politique de vote pour chaque résolution qui est soumise à leur approbation. De surcroît, les assemblées générales devant être tenues dans les six

mois de la clôture de l'exercice¹⁴, afin notamment d'approuver les comptes annuels, une proportion importante des assemblées se tient entre mars et juin chaque année, à savoir sur une période assez restreinte.

Or les investisseurs institutionnels ne disposent pas nécessairement des ressources matérielles et humaines pour faire face à ce travail d'analyse saisonnier. Sans parler du caractère long et coûteux du processus pour les actionnaires non-résidents, ou des dates limites strictes imposées par les intermédiaires financiers, de telle sorte que les actionnaires ont à peine le temps de découvrir les documents de vote avant la tenue de l'assemblée. Enfin, le nombre des points qui sont présentés à l'assemblée ou des résolutions qui lui sont soumises, la complexité et la longueur de celles-ci, spécialement en matière de délégations d'augmentation de capital ou de rémunération des dirigeants, ajoutés, le cas échéant, à la barrière de la langue, font du vote une tâche difficile pour les actionnaires, notamment étrangers. Ce qui constituait un vrai problème de circulation de l'information.

Compte tenu de la différence de taille du marché concerné, les agences de conseil en vote ont longtemps joué en France un rôle plus limité qu'aux Etats-Unis. Le marché français des agences de conseil en vote est principalement occupé par deux acteurs, ISS d'une part, succursale du géant multinational et Proxinvest, d'autre part, société française indépendante fondée et par M. Pierre-Henri Leroy.

Proxinvest, qui a été créée en 1995, est désormais la première société européenne de conseil en vote. Le souhait du dirigeant, M. Leroy, en créant cette société indépendante, était de montrer ce que le système ne révélait pas aux actionnaires.

ISS et Proxinvest ont la forme de sociétés commerciales. Si une partie de leurs analyses est adressée au public (notamment leur politique globale de vote), l'examen détaillé des résolutions proposées aux assemblées générales est réservée à leurs clients, ce qui est parfois à l'origine de certaines critiques sur l'absence d'indépendance de l'agence de conseil en vote ou l'existence de conflits d'intérêts.

13 Rapport du groupe de travail de l'AMF.

14 Article L.225-100 C. com.

Un dernier acteur intervient enfin sur le marché français de l'analyse des résolutions soumises aux assemblées générales. Il s'agit d'une entité non lucrative, AFG, qui représente les intérêts des gérants d'actifs français, et qui communique à ses membres des recommandations sur les assemblées générales des sociétés de l'indice SBF 120. AFG a notamment mis en place à cet effet des alertes sur leur site internet lorsque l'émetteur ne suit pas ses recommandations en matière de gouvernance d'entreprise.

La notoriété des cabinets de conseil en vote vis-à-vis du grand public est encore relativement limitée, alors que leur influence peut être déterminante. Compte tenu en effet de leur impact sur le vote des investisseurs institutionnels, une fraction croissante des émetteurs intègre leur intervention dans le processus de préparation et d'organisation des assemblées générales.

Ainsi, la mise à jour annuelle des lignes directrices de la politique de vote propre à chacune des agences de conseil en vote est faite annuellement, notamment pour tenir compte des évolutions réglementaires mais aussi de nouveaux critères de gouvernance que l'agence de conseil en vote souhaite promouvoir. Chaque client peut ensuite demander la personnalisation de ces lignes directrices en fonction de ses critères personnels.

Pour illustration, on peut détailler le calendrier suivant pour la préparation des assemblées annuelles. Proxinvest tient en octobre un séminaire sur les politiques de vote à destination du public. En novembre se tient un comité d'orientation qui permet la parution des rapports Proxinvest dès le mois de décembre, c'est-à-dire avant même la clôture de l'exercice. La politique de vote est ainsi disponible sur le site internet de Proxinvest dès le début du mois de janvier pour application aux assemblées qui se tiennent dès le mois de mars.

De même, ISS procède à la mise à jour annuelle de sa politique. Après la saison des votes, chaque analyste de marché envoie un questionnaire aux clients pour savoir leur point de vue concernant la politique de vote et ses mises à jour, l'étude globale est publiée sur le site internet d'ISS afin de mettre tout investisseur en mesure d'y répondre, puis un groupe de réflexion est mis en place pour chaque région afin de confronter ses idées.

Leurs propositions sont ensuite adressées à un comité composé de représentants des différents marchés. Si certains points posent des problèmes spécifiques, le comité peut faire un appel public pour commentaires (ce qui se passe environ 3 ou 4 fois par an), et la nouvelle politique de vote est enfin publiée en novembre.

En ce qui concerne les résolutions afférentes à des émetteurs français, les cabinets de conseil en vote précisent leur analyse dès la publication par les émetteurs de l'avis de réunion détaillant les projets de résolutions qui est publié au Bulletin des annonces légales obligatoires au moins 35 jours avant la tenue de l'assemblée générale¹⁵. L'analyse porte sur tous les documents relatifs à l'assemblée générale. L'agence peut également engager un dialogue avec l'émetteur lorsqu'une information est insuffisante ou qu'un point doit être clarifié. La plupart des émetteurs ayant une capitalisation élevée, en particulier ceux dont la structure de capital comprendra un nombre élevé d'actionnaires étrangers ou un flottant important contacteront d'eux-mêmes les cabinets de conseil en vote afin de limiter le risque de contestation lors de l'assemblée. Il est vrai aussi que certaines agences (comme Proxinvest) ne souhaitent pas discuter avec les émetteurs préalablement à l'assemblée afin de conserver leur impartialité.

Généralement les agences utilisent une méthodologie prédéfinie et des algorithmes pour séparer les points de l'ordre du jour et les comparer aux données afin de faciliter le processus d'évaluation. Le système modèle de vote qui génère les recommandations de vote est souvent une combinaison de questions objectives et de questions plus subjectives. Enfin les cabinets de conseil en vote finalisent leurs recommandations au travers d'un rapport destiné à leurs clients, personnalisé pour chacun d'eux. En général, ils attendent pour communiquer leurs conclusions la publication de l'avis de convocation afin de tenir compte des modifications apportées aux projets de résolutions et d'éventuels projets de résolutions déposés par des actionnaires. Ces conclusions sont également adressées aux émetteurs afin de limiter le risque d'erreurs factuelles. De cette manière, le client des agences dispose des recommandations pour chaque résolution soumise à l'assemblée générale plusieurs jours avant la tenue de celle-ci.

¹⁵ Article R.225-73 C. com.

Les investisseurs institutionnels les plus importants achètent parfois les conseils de plusieurs cabinets. Les cabinets de conseil en vote eux-mêmes peuvent affiner leur analyse en utilisant les services des autres « *proxy advisors* ». C'est notamment le cas d'Amundi, qui complète ainsi son travail d'analyse¹⁶.

Il est très important de noter que les recommandations des agences n'affectent en aucune manière la liberté de vote des investisseurs qui peuvent décider de suivre ou pas les recommandations. Il s'agit donc d'une assistance à la gestion d'un portefeuille diversifié mais en aucun cas d'une assurance : les investisseurs conservant leur entière liberté de vote, ils ne peuvent mettre en cause la responsabilité des agences de conseil en vote à moins de prouver les manœuvres dolosives et l'intention de nuire de celles-ci.

Alors que l'influence de ces agences est un fait assez reconnu et admis aux Etats-Unis¹⁷, elle est beaucoup plus récente en Europe et de surcroît en France. Il n'existe malheureusement pas d'études précises et empiriques du marché des cabinets de conseil en vote ni de l'influence quantitative de leurs recommandations sur les votes. Cependant, étant donné l'importance des investisseurs étrangers en France et le nombre de leurs clients, il est vraisemblable qu'ils acquièrent une influence grandissante. Ainsi, la Commission européenne a reconnu leur influence substantielle sur les votes (et celle d'ISS en particulier) notamment vis-à-vis des actionnaires étrangers¹⁸.

Selon une étude de HBQ Partners, les résolutions rejetées par les actionnaires lors des assemblées des sociétés du CAC 40 tenues en 2008 avaient toutes reçu une recommandation négative de la part d'ISS¹⁹. Une résolution ne faisant l'objet d'aucune recommandation de vote négative obtient rarement moins de 95% de vote favorable ; en revanche, si elle fait l'objet d'une recommandation négative, même d'une seule agence, le

taux d'approbation tombe à 78%. Dans le même ordre d'idée, les résolutions sujettes à une recommandation négative de la part d'ISS ont reçu une moyenne de seulement 72,3% d'approbation en 2010 comparé à 78,8% en 2009. Il convient de rappeler que ces analyses concernent les émetteurs appartenant au CAC 40, indice composite qui regroupe des émetteurs avec et sans actionnaires de référence.

Le rapport de HBQ sur les assemblées générales tenues en 2011 souligne toutefois que les investisseurs ne suivent pas aveuglément les recommandations des cabinets de conseil en vote, qui constituent un élément parmi d'autres dans leur prise de décision. Ainsi d'après le rapport d'exercice de vote d'Amundi, l'influence des cabinets de conseil en vote n'est pas disproportionnée. Ainsi, 10% des 19.467 résolutions ont été votées dans un sens différent de leurs recommandations. Et lorsqu'ISS recommandait un vote négatif, la résolution a néanmoins été adoptée dans plus de 30% des cas.

L'influence des agences de conseil en vote ne doit pas être envisagée de manière uniforme selon les résolutions. Il y a une forte corrélation entre la recommandation et le vote final de l'investisseur pour les résolutions un peu « routinières », ou bien pour les résolutions concernant les grands principes de gouvernance. Mais lorsqu'il s'agit de résolutions très spécifiques, la corrélation semble diminuer fortement. Les investisseurs gardent en effet la responsabilité finale de leur vote.

Néanmoins, le rejet par l'assemblée générale d'une résolution présentée par la direction possède un impact très important, car elle symbolise la perte par la direction du soutien des actionnaires. Ceci est particulièrement notable pour les résolutions extraordinaires qui exigent l'approbation d'une majorité des deux des actionnaires, ou bien lorsque les émetteurs ne disposent pas d'actionnaires de référence sur lesquels la direction peut s'appuyer. Dans ce cas, les dirigeants ont une forte incitation à suivre les lignes directrices des agences les plus influentes.

Ceci traduit l'influence grandissante des cabinets de conseil en vote sur l'ensemble du système de gouvernement d'entreprise. On peut ainsi les considérer comme des régulateurs de gouver-

16 Rapport d'exercice des votes d'Amundi.

17 Selon une étude réalisée aux Etats-Unis par le cabinet de conseil Semler Brossy, une recommandation d'ISS peut ainsi faire varier les résultats du vote d'une résolution dans une proportion de 30%.

18 Green paper 2011, COM(2011) 164 final, voir: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2.

19 HBQ, CAC 40 AGM season trends and observations, 2011.

nance et les qualifier de « *soft law makers* ». En pratique, leur influence est réelle sur la rédaction des projets de résolutions, les émetteurs essayant de se conformer aux prescriptions des agences les plus influentes.

Cette influence a été particulièrement manifeste lorsque M. Jean-René Fourtou, Président du Conseil de surveillance de Vivendi, a présenté la gouvernance de Vivendi au regard des recommandations des principales agences de conseil en vote comme Proxinvest et ISS²⁰.

La politique des agences de conseil en vote est orientée vers la défense de la démocratie actionnariale. Qu'il s'agisse des conventions réglementées, de la désignation des administrateurs ou de la rémunération des dirigeants²¹, l'objectif systématique des agences de conseil en vote est d'établir un contrôle effectif des actionnaires sur le conseil d'administration et la direction générale des émetteurs. Doivent être sanctionnées les lacunes en matière de gestion, d'information financière ou de gouvernance.

La défense des actionnaires individuels s'étend également aux relations entre actionnaires, qui doivent reposer sur le concept « Une action, une voix ». Ceci se traduit notamment par la critique des dispositions statutaires prévoyant un droit de vote double, ou au contraire limitant les droits de vote, la structure sociale de la commandite par actions qui distingue entre actionnaires commandités et actionnaires commanditaires, ou encore la création d'actions de préférence.

La protection de l'investissement des actionnaires passe enfin par le contrôle des délégations de compétence ou de pouvoirs consenties au conseil d'administration. Celles-ci doivent être limitées et justifiées, notamment lorsqu'elles emportent la suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires

Les agences sont vigilantes face aux défenses anti-OPA et généralement opposées aux « Bons

Breton », au motif qu'il appartient aux actionnaires d'apprécier l'intérêt d'une offre publique le moment venu. Ainsi, en 2006, Saint-Gobain proposait une résolution de bons d'offre, qui ne remplissait pas les conditions de Riskmetrics. Cette résolution a été adoptée difficilement avec seulement 55% de votes favorables. En 2007, la résolution relative aux bons qui respectait les conditions posées par Riskmetrics a été adoptée à 81%. Le constat est similaire pour les bons d'offre de Veolia Environnement : en 2007, la résolution non conforme aux prescriptions de Riskmetrics a obtenu seulement 54% de votes favorables alors que l'année suivante la résolution conforme et soutenue par Riskmetrics a reçu 74% de votes favorables. Dans les deux cas, les deux votes ont eu lieu sans changement d'actionnariat notable. En 2008, les dirigeants de Capgemini et de Vallourec qui avaient présenté une résolution de bons d'offre n'ayant pas obtenu une recommandation positive de Riskmetrics, ont décidé après analyse des formulaires de vote par procuration de ne pas soumettre la résolution aux actionnaires.

En juin 2009, l'OCDE a mis en avant dans un rapport relatif au gouvernement d'entreprise les risques associés à l'absence de réglementation applicable aux cabinets de conseil en vote malgré leur influence croissante sur le vote en assemblée générale de sociétés cotées. Système issu de la pratique, les cabinets de conseil en vote ont été victimes de leur succès, qui a entraîné les critiques des autres intervenants des marchés financiers et favorisé l'adoption d'une réglementation par l'autorité de régulation.

II - L'influence des agences de conseil en vote a nourri la critique et entraîne leur réglementation

Du fait de leur influence croissante sur le vote en assemblée générale et sur la gouvernance globale des sociétés cotées, les agences de conseil en vote ont concentré un certain nombre de critiques portant notamment sur leur impartialité et le risque de conflits d'intérêts afférent à leur structure de fonctionnement comme sociétés commerciales. L'absence de toute réglementation, alors que les marchés financiers sont un secteur intensément régulé, a abouti à une réglementation du fonctionnement des cabinets de conseil en vote par l'Autorité des marchés financiers.

20 Bilan des assemblées générales de 2011. Source : Capitalcom et DLA Piper

21 Par exemple, en matière de rémunération des dirigeants, Proxinvest fixe le plafond de rémunération « socialement tolérable » à 240 fois le SMIC brut avec la répartition suivante : 25% de rémunération fixe, 25% de bonus annuel, 50% en options ou actions de performance.

A. Les critiques formulées à l'encontre des *proxy advisors*

On a tout d'abord reproché aux agences de conseil en vote d'émettre leurs recommandations selon la méthode « *one size fits all* », à savoir qu'elles ne prenaient pas toujours en compte, avant d'émettre leurs recommandations de vote, la spécificité de l'émetteur concerné et les circonstances particulières prévalant au moment où la résolution étant soumise à l'assemblée. On leur a ainsi reproché d'appliquer des lignes directrices établies à l'avance et de fait pas nécessairement adaptées à l'assemblée à venir. A ces critiques se sont ajoutées, pour les agences transnationales, l'absence de prise en compte des différences juridiques et culturelles d'un pays à l'autre.

On a également reproché aux cabinets de conseil en vote un problème majeur de conflit d'intérêt, qui pouvait faire douter de la fiabilité de leurs recommandations. En effet, il peut y avoir conflit d'intérêt lorsque les cabinets de conseil en vote, concomitamment aux recommandations de vote aux investisseurs, fournissent des services de consultation aux émetteurs sur l'amélioration de leur gouvernance ou leur plan de stock-options. Il peut également y avoir conflit d'intérêt lorsque les propriétaires ou dirigeants des agences ont des intérêts au sein de l'entreprise évaluée. L'agence américaine ISS demeure la plus souvent critiquée à cet égard, notamment en raison de ses activités de conseil auprès des émetteurs opérées par une autre division, la mise en place de simples « murailles de Chine » n'étant pas nécessairement suffisante. Ce service étant toutefois limité aux Etats-Unis, l'absence d'activité de conseil aux émetteurs en France limite le bien-fondé de cette critique.

Enfin, se pose la question de la compétence du personnel procédant à l'analyse des résolutions. Du fait d'une réglementation toujours plus dense, la rédaction des résolutions suppose un important travail de réflexion des directions juridiques des émetteurs, et l'analyse de certaines résolutions peut s'avérer un travail complexe nécessitant une expertise et des connaissances approfondies en droit des sociétés. Or le personnel des cabinets de conseil en vote n'ont à justifier d'aucune compétence particulière et ne sont soumis à aucune obligation légale ou réglementaire,

ou code professionnel. L'emploi de personnel saisonnier pour ces analyses lors de la période des assemblées générales est par conséquent très critiqué. Certains intervenants de marché se sont ainsi interrogés sur le fait que l'activité d'analyse pour autrui à titre habituel et rémunéré puisse constituer une « consultation juridique » au sens de la loi n°71-1130 du 31 décembre 1971, ce qui obligerait les analystes des cabinets de conseil en vote à justifier de compétences juridiques appropriées sous peine de sanctions pénales.

B. L'adoption d'une réglementation contraignante

Aux Etats-Unis, fournir un conseil de vote constitue une sollicitation et est sujet à des obligations d'information et de dépôt (*filing requirements in the proxy rules*). Cependant la SEC a adopté une exemption (Exchange Act Rule 14a (b)(3)) dont peuvent bénéficier les agences de conseil en vote à certaines conditions. Celles, comme toute personne intervenant sur les marchés financiers, demeurent cependant sujettes à l'interdiction de diffuser des informations fausses ou trompeuses. Pour certains services qu'ils fournissent, les agences de conseil en vote sont soumises au statut de conseillers en investissement (*investment advisers*) prévu par le Investment Advisers Act de 1940. Or la réglementation américaine prévoit que si un intervenant de marché doit être enregistré auprès de la SEC, il doit publier des informations sur les conflits d'intérêt le concernant éventuellement. Par ailleurs, s'ils ne sont pas réglementés au niveau fédéral, les cabinets de conseil en vote peuvent l'être en fonction de l'Etat dans lequel ils interviennent.

Les Américains ont commencé à se soucier du manque d'encadrement de l'activité des cabinets de conseil en vote et, en 2008 la SEC a lancé une alerte (*compliance alert*) mettant en avant les déficiences des procédures de vote.

En France, le rapport Mansion de 2005 avait déjà évoqué la nécessité de clarifier la nature des activités des agences de conseil en vote et l'éventualité de contraindre celles-ci à se fonder sur une analyse sérieuse et indépendante des résolutions²².

Au vu des critiques et de l'influence grandissante de ces agences, il est apparu nécessaire à l'AMF

²² Recommandation n° 11.

d'inciter les agences de conseil en vote à modifier leurs pratiques afin de s'assurer qu'elles procèdent à un travail d'analyse réel basé sur des informations précises et fiables dans l'intérêt exclusif de leurs clients. L'AMF a ainsi publié la recommandation n°2011-06 le 18 mars 2011, dont on peut relever la concomitance avec la publication de l'ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010 et de son décret d'application, le décret n°2010-1619 du 23 décembre 2010 qui ont introduit des dispositions nouvelles destinées à favoriser une participation effective des actionnaires lors des assemblées générales de sociétés cotées, les actionnaires ayant maintenant toute liberté dans la désignation d'un mandataire aux fins d'exercice de leurs droits de vote (il est d'ailleurs probable que les agences vont étendre leur domaine d'activité à la collecte de mandats).

Cette recommandation a pour objet d'assurer la transparence en encadrant l'élaboration et la communication de la politique de vote par les agences d'une part et l'exigence de qualité du travail qu'elles fournissent d'autre part. Pour le premier objectif, l'AMF a invité les agences à appliquer au plus tard à compter des assemblées générales qui se tiendront en 2012 un ensemble de mesures analogues à celles imposés aux sociétés de gestion de portefeuille, qui sont tenues de rendre compte aux actionnaires et porteurs de parts d'OPCVM de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote. Les agences de conseil en vote doivent donc désormais diffuser auprès des investisseurs les règles sur la base desquelles leurs équipes élaborent leurs analyses, ce qui signifie notamment les mettre en ligne sur leur site internet, motiver le sens de leurs recommandations et favoriser le dialogue avec les sociétés cotées concernées en amont de l'assemblée. Concernant ce dernier point, l'AMF recommande que l'agence de conseil en vote transmette à l'émetteur son rapport préalablement à sa diffusion. Dans le cas contraire, elle doit indiquer les raisons de ce refus. L'agence doit immédiatement corriger toute erreur matérielle figurant dans son rapport et en informer les investisseurs. L'émetteur doit disposer d'au moins 24 heures pour faire part de ses remarques et indiquer s'il souhaite que ses observations soient insérées dans le rapport d'analyse. Mais ce délai s'applique uniquement si la société a elle-même communiqué à l'agence de conseil en vote ses projets de résolution au moins

35 jours avant l'assemblée générale et que cet envoi a été accompagné de l'ensemble des rapports afférents aux projets de résolution. Ce dialogue doit permettre de respecter le respect du droit à l'information et du contradictoire.

Concernant le second objectif d'exigence de qualité, l'AMF insiste sur les compétences et les moyens dont doivent disposer les agences pour l'exercice de leur activité. L'AMF met aussi en place un mécanisme de prévention des conflits d'intérêts. Les agences de conseil en vote doivent publier sur leurs site internet une charte éthique ou un code de conduite définissant les mesures mises en place afin de prévenir d'éventuels conflits d'intérêts, notamment en cas de pluralité d'activités (conseil aux émetteurs, plateforme de vote ou sollicitation de vote). En outre, le rapport doit aussi indiquer les éventuels liens d'intérêt avec l'émetteur dont les agences analysent les résolutions, les principaux actionnaires de ce dernier ou les actionnaires minoritaires déposant des résolutions. Enfin, les agences sont invitées à faire un bilan de la mise en place de la réglementation avec l'AMF après la campagne de 2012.

L'AMF a souligné qu'elle souhaitait que sa démarche soit suivie au sein de l'Union Européenne. Ce souhait a été pris en compte dans le Livre Vert publié par la Commission européenne le 4 avril 2011. Ainsi la Commission met en place une discussion sur les règles de transparence qui devraient être imposées aux agences de conseil en vote au niveau européen.

De surcroît, l'ESMA a publié une note (*discussion paper*) afin de consulter les parties prenantes de ce débat. Les questions posées aux participants concernent l'indépendance et la fiabilité des conseils des agences de conseil en vote étant donné les conflits d'intérêt potentiels, leur méthodologie et leur dialogue avec les émetteurs. L'ESMA propose plusieurs options afin de résoudre ces difficultés. La première serait de ne pas mettre en place d'action au niveau européen du fait des différences de marché trop marquées entre pays. Cependant, les agences de conseil en vote fournissent des conseils à des investisseurs ayant des participations dans plusieurs Etats membres. Le deuxième choix serait d'encourager les Etats à développer des réglementations. La troisième option consisterait pour l'ESMA à

publier des lignes directrices ou des recommandations pour les agences ou les investisseurs eux-mêmes, qui seraient soumis au principe désormais traditionnel « *comply or explain* ». Enfin, la quatrième réponse proposée consisterait en l'élaboration d'un instrument législatif de niveau européen.

Il est important de noter qu'un rapport de la Commission européenne sur la gouvernance devrait être publié prochainement, ce rapport incluant également un chapitre sur les agences de conseil en vote.

2. Des critiques excessives

La réglementation élaborée par l'AMF dans le cadre de la Recommandation n°2011-06 a été critiquée. Tout d'abord son apport semble relatif, la plupart des agences ayant déjà adopté, en pratique, des règles de procédure en publiant leur politique générale de vote ainsi que leurs recommandations particulières, en dialoguant avec les émetteurs, ou en cherchant à prévenir les conflits d'intérêt. Le fondement de ces recommandations sur le droit de l'émetteur à l'information et au contradictoire ne semble pas nécessairement justifié, étant donné qu'il s'agit d'une relation contractuelle agent-principal entre l'agence et son client investisseur.

Concernant la critique du principe « *one size fits all* » qui serait appliqué par les agences de conseil en vote, celles-ci sont en réalité tiraillées d'un côté entre l'obligation de formuler des lignes directrices claires, précises, compréhensibles et non subjectives auxquelles on peut reprocher trop de rigueur, et des lignes générales plus flexibles que l'on qualifierait facilement d'« *arrangentes* ». Il ne faut pas non plus sous-estimer la différence entre les agences américaines qui sont plus globales et les agences européennes qui sont organisées de manière plus locale.

En outre, la réglementation semble incomplète : l'AFD, qui procure les mêmes services que les agences de conseil en vote, mais de manière gratuite, est exemptée des obligations auxquelles sont soumises ces dernières. De plus, selon M. Leroy, l'obligation pour les dirigeants de montrer le rapport des agences de conseil en vote lors de

l'assemblée générale n'est pas appliquée par les émetteurs²³.

On peut également relever la contradiction dans le comportement des émetteurs : ceux qui prônent d'habitude le plus vivement l'autorégulation en matière de gouvernance ont été les lobbyistes les plus intransigeants en matière de surveillance des agences de conseil en vote. Selon certaines agences de conseil en vote, il s'agit là d'une parfaite illustration du pouvoir absolu du lobby des émetteurs face à l'impotence des actionnaires : à la place de protéger les investisseurs, l'AMF prend la défense des dirigeants.

Enfin, il ne fait pas de doute que la réputation et la qualité des conseils fournis par les agences de conseil en vote sont vitaux pour ces dernières. Si un cabinet de conseil en vote donne de mauvaises recommandations, les investisseurs ne prêteront plus attention à ses conseils. Ceci suppose certes que les clients puissent changer d'agence et que les cabinets de conseil en vote fournissent des produits interchangeables. La régulation de ce marché ne devrait être envisagée qu'en cas de dysfonctionnement de la compétitivité du marché. Or il existe d'importantes barrières à l'entrée (technologie, clientèle, couverture de toutes les assemblées générales), les agences déjà installées profitent d'économies d'échelle et d'une base de clients large, elles sont plus compétitives sur les prix. Il n'existe aucune mesure précise du marché en France comparé aux Etats-Unis²⁴ mais ISS semble de loin leader en France et ce problème majeur n'est pas traité dans la réglementation.

Il est vrai que les agences de conseil en vote prennent les décisions politiques sans supporter le moindre risque économique puisque les agences ne sont pas exposées aux conséquences économiques du vote exprimé en assemblée. Cette situation est comparable à l'empty voting où l'influence politique qui est exercée dans la société est proprement déconnectée voire exclusive de tout intérêt financier dans la société émettrice. Ce mécanisme va à rebours des primats du droit des sociétés selon lesquels le droit de peser sur le

23 Propos de M. P.-H. Leroy recueillis à l'occasion de cet article
24 Aux Etats-Unis, ISS représente 61% du marché, Glass Lewis 36% et le reste 3% (Tamara C. Belinfanti, « The proxy advisor and corporate »).

cours de la vie sociale dépend pour l'essentiel de la quotité de capital détenue. C'est au demeurant sous cet angle que la SEC a envisagé l'activité des agences de conseil en vote²⁵, alors que l'AMF ou l'ESMA n'y ont pas songé.

Concernant le problème des conflits d'intérêt auxquels seraient confrontées les agences de conseil en vote, l'ESMA elle-même relève qu'ils sont peu fréquents ou que les agences ont déjà mis en place des mesures de prévention. De plus, l'AMF devrait peut-être se focaliser sur des conflits d'intérêt plus notoires qui demeurent encore sans contrôle. La situation du modèle de banque universelle, dont certains affirment qu'il est indirectement à l'origine des dérives actuelles du système financier, semble un souci bien plus fondamental.

Enfin, la critique selon laquelle les investisseurs ne sont plus indépendants de ces agences et mettent en place un système servile de suivi des recommandations (*ticking the box*) semble assez erroné, surtout si l'on différencie selon les investisseurs et l'importance des résolutions. Par ailleurs, la fonction des cabinets de conseil en vote est de conformer leurs recommandations aux préférences des investisseurs, donc leurs recommandations doivent correspondre, si leur travail est bien fait, au vote qu'aurait retenu l'investisseur. Enfin, il est primordial de rappeler que cette critique tient à la responsabilité des investisseurs et dans ce sens l'OCDE a rappelé que les investisseurs ne devraient pas éluder leur responsabilité dans la gestion de leurs investissements.

CONCLUSION

Le législateur français et l'AMF ont toujours souhaité encourager le vote en assemblée générale, notamment en raison des faibles taux de participations qui créent le risque d'entraîner une surreprésentation d'actionnaires activistes ou contestataires²⁶

25 SEC, «Concept release on the US proxy system, relationship between voting power and economic interest.» Voir : www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62459.pdf

26 Aussi, la loi NRE de 2001 a facilité, sous l'influence de l'ANSA, le vote des actionnaires étrangers, en instituant le statut de l'intermédiaire inscrit. De même, la loi de sécurité financière du 1er août 2003 avait imposé aux sociétés de gestion de portefeuille de rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote (C. mon. fin, art. L. 533-22)(1). La loi dispose que

Le rôle des agences de conseil en vote croît avec l'influence des actionnaires dans le fonctionnement des émetteurs. Les cabinets de conseil en vote ont permis de stimuler des actionnaires parfois trop apathiques en les aidant à renforcer leur contrôle sur la gouvernance et les décisions de l'entreprise. En choisissant l'aide d'un cabinet de conseil en vote, certains considèrent que les investisseurs n'abandonnent pas leur liberté de vote mais font un choix de politique de vote.

Cependant, le développement dû au mouvement de responsabilisation des investisseurs a abouti pour d'autres à une délégation de tout ou une partie de leur obligation. Ce phénomène a d'ailleurs été toléré voire favorisé²⁷. Finalement cette réglementation pourrait aboutir à un effet de responsabilisation des investisseurs non recherchée. Par exemple, en ce qui concerne le dialogue avec l'émetteur, le dialogue informel avec les cabinets de conseil en vote ne doit pas se faire au détriment du dialogue avec les sociétés de gestion. L'AMF ne devrait pas perpétuer l'idée, comme cela est fait dans son rapport, que les émetteurs devraient traiter les démarches réalisées avec les agences de conseil en vote sur le même plan ou avec plus d'attention que celles engagées avec les investisseurs. On peut estimer également que devraient être mises en place des réflexions sur les devoirs et les responsabilités liés aux participations des investisseurs institutionnels. Cependant, l'AMF doit principalement chercher à faire progresser le pouvoir des actionnaires et leur vote lors des assemblées générales. La recommandation de l'AMF n°2012-05 du 2 juillet 2012 constitue une importante étape dans ce sens, mais doit cependant encore être améliorée afin de permettre aux actionnaires d'exercer enfin l'intégralité de leur rôle et de leurs droits. ■

lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs ce qui constitue une claire incitation à exercer le droit de vote. Enfin, le *quorum* en assemblée générale ordinaire a été réduit par la loi du 26 juillet 2005 de 25 % à 20 % sur première convocation (C. mon. fin, art. L. 225-98) et en assemblée générale extraordinaire de 33,34 % à 25 % sur première convocation et de 25 % à 20 % sur deuxième convocation (C. com., art. L. 225-98).

27 Notamment par l'instauration du système de date d'enregistrement en 2007 qui permet à des non actionnaires de voter aux AG.

ÉCOLE DE DROIT

VICTOR CHARPIAT

Conférence de l'AJSP

Peut-on lutter contre le blanchiment d'argent ?



Membre de la Revue des Juristes de Sciences Po
Etudiant en Droit Economique,
Sciences Po 2012-2013

Le 28 janvier 2013, l'Association des Juristes de Sciences Po (AJSP) a organisé en amphithéâtre Leroy-Beaulieu une conférence intitulée « *Peut-on lutter contre le blanchiment d'argent ?* »

Evaluer le volume mondial du blanchiment est un casse-tête. Le FMI a avancé le chiffre de 3 à 5 % du PIB mondial, soit plusieurs milliers de milliards de dollars par an. Mais ces estimations sont probablement sous-estimées : il serait plus pertinent d'établir un lien entre blanchiment et économie souterraine, laquelle est évaluée en France, par exemple, à 10 % du PIB.

L'économie souterraine et le blanchiment, sa conséquence logique, posent trois problèmes. Le premier : un préjudice conséquent pour les finances publiques – les transactions souterraines ne sont pas imposées – évalué à 40 milliards d'euros par an. Le second, c'est la concurrence déloyale : en ne se soumettant aux règles communes, les acteurs de l'économie souterraine prennent un avantage illégitime sur leurs concurrents. Enfin, les blanchisseurs déstabilisent les secteurs économique à la mode et encore peu structurés, dès lors qu'ils s'y intéressent et y investissent.

Une opération de blanchiment comporte trois étapes, qui se prêtent à la métaphore textile : le préblanchiment, le lavage et l'essorage. D'abord, les fonds sont *placés* (l'argent d'origine criminelle est progressivement introduit dans le circuit financier), puis *empilés* (la multiplication des transactions permet de réduire la traçabilité des fonds), et enfin *intégrés* (les fonds sont définitivement investis dans l'économie réelle).

Rappelons ici que l'incrimination de blanchiment d'argent est entrée dans le Code pénal en 1996. L'article 324-1 définit le blanchiment comme « *le fait de faciliter, par tout moyen, la justification mensongère de l'origine des biens ou des revenus de l'auteur d'un crime ou d'un délit ayant procuré à celui-ci un profit direct ou indirect* ». Le blanchiment est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 375 000 euros d'amende.

L'association a ainsi eu le plaisir de recevoir **Mathilde Dupré**, chargée de mission au sein de l'organisation non-gouvernementale CCFD – Terre Solidaire, spécialiste des paradis fiscaux, de l'évasion fiscale et du blanchiment ; **Didier Duval**, responsable de la sécurité financière et de la prévention de la fraude au sein de la Direction Juridique du Groupe Crédit Agricole ; **Alexandra Eckert**, Policy Analyst pour le Groupe d'Action Financière (GAFI) ; **M^c Aurélien Hamelle**, avocat associé au sein du Cabinet Metzner Associés et maître de conférence à Sciences Po ; **Jean de Maillard**, magistrat, auteur de nombreux livres sur la criminalité financière ; **Bruno Nicoulaud**, chef du département de l'analyse, du renseignement et de l'information de Tracfin.

Léa Clouteau, étudiante du master Droit économique, a introduit la conférence en insistant sur les enjeux économiques et politiques de la lutte contre le blanchiment. En particulier, trois questions se posent : qui sont les acteurs de la lutte contre le blanchiment (I) ? En quoi consiste le processus de lutte anti-blanchiment (II) ? Face à l'ingéniosité des auteurs de blanchiment, quelles sont les limites du système français (III) ?

I. Les acteurs de la lutte contre le blanchiment

Si le Groupe d'Action Financière (GAFI) reste encore peu connu du grand public, son rôle est fondamental : il est chargé d'organiser à l'échelle mondiale la réglementation anti-blanchiment. Comme l'a rappelé Alexandra Eckert, le GAFI a été créé en 1989 par les ministres du G7. La sphère d'influence du GAFI s'est ensuite étendue, au fur et à mesure que de nouveaux états membres le rejoignaient. Après s'être tourné vers l'Amérique Latine, bastion du trafic de drogue, puis vers l'Asie et ses centres financiers, le GAFI s'ouvre maintenant à la Chine et à l'Inde. Il ne compte actuellement que 36 membres, mais 185 pays se sont engagés à mettre en oeuvre ses recommandations.

Constatant les liens étroits entre blanchiment, corruption, terrorisme et prolifération nucléaire, le GAFI a progressivement constitué un solide réseau d'organismes partenaires : il collabore désormais avec le Fond Monétaire International, la Banque Mondiale, Interpol, Europol, l'Organisation Internationale des Douanes, ainsi qu'avec plusieurs agences spécialisées des Nations Unies.

Depuis 1990, le GAFI diffuse met régulièrement à jour ses recommandations. Certaines d'entre elles sont destinées aux acteurs privés : il s'agit d'aider les banques, les assurances et les avocats, en particulier, à comprendre le risque du blanchiment et à les inciter à développer des mesures de vigilance leur permettant de repérer, parmi la masse de leurs clients, les criminels financiers. D'autres engagent les états : le GAFI s'est battu pour faire entrer dans les droits nationaux l'incrimination de blanchiment de capitaux et, en 2012, l'adoption de l'incrimination de fraude fiscale a été rendue obligatoire pour tous les états reconnaissant les recommandations du GAFI. Enfin, le GAFI s'occupe de la liste des pays non-coopératifs de l'OCDE, plus connue sous le surnom de « liste noire », qui fonctionne selon le principe du *naming and shaming* : mettre la pression par la voie médiatique sur les pays réticents à appliquer les recommandations du GAFI.

Le GAFI ne crée pas seulement des normes destinées à être appliquées par les états : il cherche également à impliquer les acteurs privés : eux seuls sont continuellement en contact avec les

blanchisseurs, qui sont aussi leurs clients. Il s'agit là d'un processus novateur, comme l'a souligné M^e Hamelle : les responsabilités sont transférées vers les acteurs privés. Le banquier, tout d'abord, se trouve en première ligne : c'est à lui que s'adresse spontanément le criminel. Comme l'a rappelé M. Nicoulaud, le blanchisseur est pour le banquier le client idéal : il sait que le blanchiment a un coût, et il est donc prêt à investir à perte. C'est pour se prémunir contre ce risque que les grandes banques ont créé des services dédiés à la prévention de la fraude et à la lutte anti-blanchiment, comme celui que dirige Didier Duval au Crédit Agricole. Les avocats, dans le cadre de leur activité de conseil, peuvent eux aussi se retrouver confrontés à des clients qui cherchent à mettre en place des opérations de blanchiment. Mais la taille moindre des cabinets, relativement aux banques, ne leur permet pas à ce jour de se doter de systèmes internes de lutte contre le blanchiment.

Une fois que le blanchisseur est passé à l'acte, place à la répression : les policiers spécialisés traquent les criminels et les juges les condamnent. Dans la foulée de la création du GAFI, la France a créé en 1990 une institution spécialisée dans la poursuite des criminels financiers : TRACFIN (Traitement du renseignement et action contre les circuits financiers clandestins). Cet organisme collecte des déclarations de soupçons auprès de professions assujetties à l'obligation de déclaration de soupçon, puis mène des enquêtes administratives. Il joue ainsi un rôle central dans la lutte contre le blanchiment. Ensuite, il transmet les informations recueillies à l'autorité judiciaire, en particulier à l'Office central de répression de la grande délinquance financière, qui dépend de la police judiciaire.

Enfin, les derniers protagonistes de la lutte contre le blanchiment se situent en dehors du circuit financier : il s'agit des organisations non gouvernementales. Mathilde Dupré, chargée de mission spécialisée dans le blanchiment pour CCFD – Terre Solidaire s'est intéressée au blanchiment par le biais de ses enquêtes sur les biens mal acquis. Les ONG, par leur liberté de parole, peuvent critiquer de manière constructive les processus de lutte contre le blanchiment et influencer les réglementations internationales pour les rendre plus efficaces.

II. Le processus de lutte anti-blanchiment

Pour répondre aux impératifs de la lutte contre le blanchiment, les banques ont mis en place des systèmes de contrôle internes. Didier Duval, ancien commissaire de police et aujourd'hui responsable du respect des normes anti-blanchiment au Crédit Agricole, nous en a donné un exemple. La première étape est la *due diligence* : lorsqu'un client demande à la banque de gérer ses fonds, celle-ci doit d'abord se renseigner sur le client et sur sa réputation. Une fois que la banque a accepté de rentrer en relation avec le client, elle doit apprendre à le connaître. Les clients sont donc classés en fonction du risque qu'ils représentent : celui-ci varie en particulier selon leur métier, leur lieu de résidence et leur lien avec la politique. Les « personnes politiquement exposées » sont considérés notamment comme des clients à risque, en raison de leur exposition à la corruption. Enfin, la banque utilise des outils de *monitoring* qui génèrent des alertes en cas d'opérations atypiques. Le responsable du compte vérifie alors la cause du problème avec le client : si son explication n'est pas satisfaisante, la procédure de déclaration de soupçon à TRACFIN est engagée.

M. Nicoulaud a souligné que quinze professions étaient désormais concernées par l'obligation de déclaration de soupçon, même si les banques et les assurances continuent de fournir la grande majorité des déclarations. Suite à la déclaration de soupçon, qui, rappelons-le, n'est pas une dénonciation, TRACFIN prend en charge l'affaire et enquête. TRACFIN n'est pas une autorité investie d'un pouvoir de jugement : ses pouvoirs se limitent à l'enquête administrative, au droit de communication, au droit de consultation et au droit d'opposition : le droit de suspendre très brièvement une transaction suspecte. Mais l'essentiel de son efficacité réside dans sa relation étroite avec les juges d'instruction et les régulateurs des marchés financiers : TRACFIN leur transmet les données tirées de ses enquêtes. Le pouvoir judiciaire prend ensuite le relais.

III. Les limites du système français

Portant la voix des avocats français, Aurélien Hamelle, associé au cabinet Metzner & Associés, a critiqué l'obligation de déclaration de soupçon qui est progressivement imposée à la profession.

Plusieurs arrêts concordants de la Cour de justice européenne et de la Cour européenne des droits de l'homme (*CEDH, Michaud contre France, 6 décembre 2012*) ont confirmé leurs inquiétudes en faisant peser un réel soupçon sur les avocats en cas de procédure impliquant l'un de leurs clients. Or, il est indispensable que l'activité de défense pénale demeure hors du champ de la déclaration : le client doit pouvoir se confier sans crainte à son avocat, et celui-ci ne doit pas être fragilisé par des soupçons portant sur sa probité. De plus, la profession d'avocat étant fondée sur la confiance, les cabinets qui se soumettraient à une éventuelle obligation de dénoncer mettraient en jeu leur réputation.

Le compromis régissant actuellement le rapport des avocats aux obligations de déclaration de soupçon est fragilisé par la polyvalence des avocats d'affaires : en plus de la défense pénale ou de la gestion des contentieux commerciaux, ceux-ci conseillent également leurs clients, sans pour autant que le conseil soit clairement distinct de la consultation juridique. Lorsqu'un blanchisseur s'adresse à un avocat, où s'arrête la consultation, où commence le conseil ? En l'état actuel de la jurisprudence, en cas de consultation juridique, l'obligation de déclaration est exclue, à trois exceptions près : lorsque l'avocat prend part à une opération de blanchiment, lorsque la consultation vise explicitement une opération de blanchiment, et lorsque l'avocat sait que le client souhaite utiliser la consultation à des fins de blanchiment.

Pour les avocats, le risque est double : tout avocat manquant à son obligation de déclaration risque des sanctions disciplinaires, émanant de l'Ordre des avocats ; mais, surtout, la complicité de blanchiment est une infraction pénale. Or, comme l'observe M^e Hamelle, selon un principe classique du droit pénal, il n'existe pas d'obligation de dénonciation pour celui qui *participe à une infraction*. Ce qui est contraire à l'idée, que suggère cette jurisprudence, que l'avocat participant à une opération de blanchiment *devrait se dénoncer lui-même*. En bref, les nouvelles obligations de déclaration de soupçon pesant sur les avocats augmentent l'incertitude juridique.

Quant à Jean de Maillard, il a pointé les faiblesses de la version actuelle de la lutte contre le blanchiment et s'interroge sur l'utilité de la

poursuivre. La criminalité financière qui ne passe pas par les étapes traditionnelles du blanchiment est au moins aussi destructrice pour l'économie réelle que l'économie souterraine classique.

Mathilde Dupré n'a pas hésité à critiquer le biais politique de la lutte internationale contre le blanchiment : l'inscription sur la liste noire des pays non coopératifs du GAFI dépend beaucoup, par exemple, du poids politique du pays concerné. C'est pourquoi, de toute évidence, le Luxembourg y a échappé. ■

RÉSUMÉ DE LA CONFÉRENCE DU PROFESSEUR EMMANUEL GAILLARD

La concurrence des procédures arbitrales internationales, un thème actuel.



Antoine Delacarte,
Directeur de publication
de la Revue des Juristes

Le 31 janvier, Emmanuel Gaillard a animé un séminaire doctoral portant sur la concurrence des procédures arbitrales sous ses diverses formes. Après avoir dans un premier temps rappelé que la concurrence entre juridictions étatiques et arbitrage est un débat apaisé depuis longtemps, il a dans un second temps souligné que la question de la concurrence des procédures arbitrales entre elles est particulièrement actuelle. La consécration de l'arbitrage comme mode de règlement « normal » des différends internationaux ainsi que le développement des relations contractuelles complexes et des traités d'investissements ont favorisé l'émergence de procédures parallèles portant, en tout ou partie, sur la même prétention.

Le Professeur Gaillard a axé sa démonstration sur trois différents types de procédures concurrentes, d'une complexité croissante.

1. Tout d'abord, le problème de la concurrence entre plusieurs procédures en matière d'arbitrage commercial. Il s'agit des cas dans lesquels il existe plusieurs clauses compromissoires plus ou moins bien articulées, parfois basées sur un même contrat. C'est la situation de contrats qui n'ont pas été articulés, voire volontairement inarticulés en ce qui concerne le règlement des différends.

Ainsi, les contrats de construction avec un maître d'ouvrage, un entrepreneur et de nombreux sous-traitants potentiellement responsables

sont un cas d'école. La pratique du contrat cadre duquel découlent des contrats d'exécution interdépendants mais différents les uns des autres (comportant donc des clauses de règlement des différends autonomes), est aussi un cas propice aux situations de concurrence de procédures. Notamment lorsque les clauses compromissoires sont inarticulables entre elles, que cela soit par un choix du siège ou d'institution divergents. Cela rend en effet impossible une consolidation procédurale. Enfin, des cas plus récents, de joint venture par exemple, ont fait apparaître des situations de concurrence de procédures menées pour des raisons tactiques (volonté de commencer un nouvel arbitrage pour des raisons de composition du tribunal ou pour mettre une pression financière sur l'adversaire) ou techniques (impossibilité de greffer une partie nouvelle à la procédure, ou encore volonté de développer point nouveau alors que la procédure est déjà trop avancée). Dans ces cas un seul contrat et une seule clause peuvent donner lieu à plusieurs procédures introduites par la même partie à la joint venture, sans parler des procédures pouvant être introduites par une partie adverse au lieu de ne se contentant pas de former une demande reconventionnelle.

Pour le Professeur Gaillard, ces cas peuvent être résolus par la diligence des parties : il est de leur responsabilité au moment de l'élaboration des contrats de prévoir ces situations. Les règlements d'arbitrage ne régulent que modérément ces

dérives. Aussi, il est de l'avis du Professeur que la jurisprudence arbitrale devrait prendre à son compte le principe de loyauté procédurale, telle que décelée par la jurisprudence française, d'où découle en particulier une obligation de concentration des demandes afin de ne pas créer inutilement un coût excessif pour les parties.

2. Ensuite, la concurrence des procédures d'arbitrages commerciales avec les procédures d'arbitrages d'investissement soulève également des difficultés. Lorsqu'une société étatique passe un contrat avec une société privée étrangère, il est fréquent en cas de différend que la société étrangère se fonde sur la clause compromissoire contenu dans le contrat et engage parallèlement une procédure concurrente sur le fondement d'un Traité Bilatéral d'Investissement (TBI). Pour une prétention proche sinon identique, la société étrangère pourra alors tenter deux fois sa chance, sur un fondement certes différent. Cela laisse une marge d'appréciation tactique considérable au demandeur.

Le Professeur a rappelé que l'obligation d'une clause de respect des engagements permet dans une certaine mesure d'encadrer et de délimiter ce type de concurrence. L'existence d'une telle clause de respect des engagements dans le TBI permet, grâce à son champ généralement restreint, de limiter les engagements de l'Etat par le principe de la non imputabilité du contractuel : à moins d'une disposition contraire dans le TBI, l'Etat n'est en effet pas tenu par les contrats conclus par les sociétés publiques. Néanmoins, le Professeur Gaillard a souligné que la jurisprudence prend aussi en compte l'attente légitime de l'investisseur (et donc la violation du traitement équitable). Si le comportement de l'Etat penche un tant soit peu dans cette direction, la violation du contrat peut alors rapidement devenir violation du traité. On en revient alors au point de départ du fait de la flexibilité des concepts. Certes, il ne peut y avoir double indemnisation. Mais pour le Professeur, la vraie question est encore celle de la loyauté procédurale : est-il acceptable qu'une partie ait deux chances d'avoir raison ? Définitivement non. L'absence d'identité du fondement est-elle suffisante pour justifier de cette double chance de juger la même question litigieuse ?

3. Enfin, le troisième cas de procédures concurrentes est celui de la concurrence des procédures d'investissement entre elles. La plus actuelle et la plus complexe des problématiques de concurrence des procédures selon le Professeur Gaillard.

Il s'agit notamment de la situation où des parties étrangères ont des intérêts capitalistique liés sur un véhicule local qui catalyse l'investissement. Si l'Etat prend des mesures affectant la société de droit local, les différents actionnaires seront fondés à engager des procédures parallèles et concurrentes, alors que les fondements et les prétentions peuvent être identiques. En effet, seul le TBI lui même varie selon la nationalité du demandeur. Cela pourrait être très problématique, car les solutions de la jurisprudence arbitrale pourront diverger ; et cette fois sur le même point de droit dans l'hypothèse où les investisseurs étrangers seraient de même nationalité. L'Etat, lui, devra potentiellement se défendre plusieurs fois.

Une autre situation où un tel type de concurrence peut survenir est celle où une société grand-mère investit dans un véhicule local via une filiale (société mère) basée dans un autre pays. Ces deux entités liées pourront, en cas de différend, engager deux procédures arbitrales concurrentes sur le fondement des deux TBI de leurs nationalités respectives pour tenter d'obtenir gain de cause, et ce sur la même matière litigieuse. Certes le fondement est différent, mais la possibilité d'avoir deux chances au bénéfice de la même personne reste problématique. Et ces procédures peuvent elle-même se démultiplier si des actionnaires demandent une indemnisation, ou encore une société arrière grand-mère... et que la société de droit local engage, elle, un arbitrage commercial ! En effet, les trois types de procédures concurrentes peuvent elles-mêmes se combiner pour rendre la situation extrêmement complexe. Faut-il alors instaurer une litispendance arbitrale ? Le Professeur Gaillard a condamné cette idée. Aussi est-il permis d'espérer que les tribunaux arbitraux en prennent compte par l'extension du principe de loyauté procédurale.

Mais la solution la plus simple se trouve dans le traité NAFTA d'après le Professeur Gaillard. Le traité prévoit la consolidation des procédures connexes lorsqu'elles découlent des mêmes faits. Les réponses doivent donc être trouvées dans la rédaction des traités dans un premier temps, et dans le principe de loyauté procédurale ensuite. Il n'est en effet pas suffisant d'avancer qu'il n'y aura pas de double indemnisation pour ignorer, une fois survenu, ce problème de procédures concurrentes ; car la possibilité de procédures multiples et concurrentes met une pression considérable sur l'Etat. Ce dernier ne peut pas se permettre de succomber dans une seule de ces procédures, alors que le demandeur a plusieurs opportunités d'avoir gain de cause. Il s'agit pour le professeur Gaillard d'une inégalité fondamentale que la communauté internationale doit, à terme, traiter. Il faudrait donc, selon ce dernier, remettre l'enjeu économique au centre de la procédure et faire de la proximité par rapport à la matière litigieuse un critère discriminant destiné à donner une éventuelle priorité procédurale. ■

Actualités de l'École de Droit

◆ Les conférences académiques

29 octobre et 30 octobre 2012

Journées d'études internationales axées sur le thème "*Mineurs : l'éducation à l'épreuve de la détention*" et organisées par la Direction de l'Administration Pénitentiaire et la Direction de la Protection Judiciaire de la Jeunesse.

6 décembre 2012

Conférence de Christophe Jamin, directeur de l'Ecole de Droit, sur "*L'enseignement du droit*".

10 janvier 2013

« *Compensating Victims of Natural Disasters: Fukushima and Beyond* », séminaire d'Eric Feldman professeur à l'Université de Pennsylvanie.

31 janvier 2013

Emmanuel Gaillard, tout juste nommé Professeur des Universités à SciencesPo, présentait un séminaire sur "*La concurrence des procédures arbitrales*".

11 février 2013

Conférence des Ambassadeurs de Cuba et de l'Équateur en France sur le sujet "*Les nouveaux mécanismes d'intégration régionaux I: ALBA, UNASUR, CELAC*".

21 février 2013

Conférence-débat entre Me Carlo Piana (**Free Software Foundation Europe**) et M. Mark Lange (**Microsoft Europe**) intitulée "*Open source software and proprietary software: antagonistic models? Time for a reality check*".

25 février 2013

Organisation par l'Ecole de Droit d'une conférence sur "*La controverse sur le statut de la Palestine*", animé par Djamchid Momtaz (Ancien Président de la Commission de Droit international des Nations Unies).

◆ L'AJSP

2 octobre 2012

Conférence de l'AJSP en partenariat avec le cabinet **August & Debouzy**, avec la participation de Me Kami Haeri et Me Benjamin Van Gaver sur le thème "*Le contentieux des affaires expliqué par des avocats : approche théorique et pratique*".

3 octobre 2012

Publication du 7^{ème} numéro de la Revue des Juristes dont le dossier est intitulé « *Droit de la concurrence: rôle et influence de l'action publique* ».

8 octobre 2012

Me Charles Joseph-Oudin, avocat indépendant, faisait part de son expérience lors d'un petit-déjeuner organisé par l'AJSP, et notamment de sa représentation des présumées victimes de l'affaire du Médiateur.

26 octobre 2012

Me Laura Podjanry (**Brandford Griffith**) a fait partager son parcours en contentieux commercial et boursier à l'occasion d'un petit déjeuner organisé par l'AJSP.

20 novembre 2012

Clifford Chance a accueilli des étudiants pour un petit-déjeuner avec Me Schoen, Me Benjamin de Blegiers, Me Thibaut d'Ales et Me Marianne Pezant, pour discuter des métiers d'avocats en Contentieux-Arbitrage, Banque-Finance et Fusions & Acquisitions.

4 décembre 2012

Le dernier petit-déjeuner de l'AJSP de l'année 2012 s'est déroulé en présence d'une avocate spécialisée en droit du sport, Me Delphine Verheyden (**Vivien & Associés**).

♦ Les cabinets d'avocats**23 janvier 2013**

En partenariat avec l'AJSP, **CMS Bureau Francis Lefebvre** et Me Arnaud Hugot ont échangé sur les Fusions & Acquisitions et le Private Equity au cours d'un petit-déjeuner dans les locaux du cabinet.

28 janvier 2013

Deuxième conférence de l'AJSP autour de la problématique "*Peut-on lutter contre le blanchiment d'argent?*", avec la participation d'Alexandra Eckert (**Groupe d'Action Financière**), Didier Duval (**Groupe Crédit Agricole**), Aurélien Hamelle (**Metzner Associés**), Bruno Nicoulaud (**TRACFIN**), le Magistrat Jean de Maillard et Mathilde Dupré (**CCFD-Terre Solidaire**).

29 janvier 2013

Denis Boisson, directeur juridique du groupe **Thalès**, en charge des questions de propriété intellectuelle animait un petit-déjeuner.

12 février 2013

Me Pierre Servan-Schreiber invitait les étudiants à un petit-déjeuner se déroulant au sein des bureaux parisiens de **Skadden Arps, Slate, Meagher and Flom LLP**.

27 février 2013

L'AJSP accueillait M. Nicolas Marang, directeur de la coordination internationale du RSE et développement durable au sein de **L'Oréal**.

17 octobre 2012

Le cabinet **Jones Day** organisant un petit-déjeuner en présence de Me Anne-Laure Vincent et Maître Laurent Martinet, où ont été notamment évoquées les spécificités de la pratique du contentieux et de l'arbitrage.

29 novembre 2012

Le cabinet **Gide, Loyrette et Nouel** a accueilli les étudiants de l'École de Droit dans leurs bureaux pour un nouveau petit-déjeuner.

18 janvier 2013

Forum des métiers du droit à la maison de la Chimie en présence de pas moins de 30 cabinets d'avocats et de l'association française des juristes d'entreprises (**AFJE**).

♦ Autres**10 janvier 2013**

Lancement de presumeinnocent.com par deux étudiants en M2 du master Droit Économique. Ce site permet aux personnes mises en cause dans des affaires judiciaires de faire valoir leurs arguments de défense auprès du grand public.

24 janvier 2013

Annonce de la création de la spécialité Droit Public Economique

23 février 2013

Victoire des élèves de Sciences Po au concours de plaidoirie **Jessup France**.

Appel à Contribution

L'internationalisation du droit de l'énergie

Alors que les phénomènes de mondialisation et d'industrialisation entraînent une augmentation croissante des besoins en matières premières, sources d'énergie, la question de leur approvisionnement et de leur transformation est un enjeu central de nos économies.

Paradoxalement, nous assistons en parallèle à une remise en cause croissante de certaines de ces sources d'énergie, toujours nécessaires mais de plus en plus controversées. Si le charbon constitue l'un des moteurs du miracle économique chinois, sa place en Europe s'est réduite. Les centrales nucléaires, véritables symboles industriels français, ferment outre-Rhin. Le pétrole est décrié pour sa contribution aux émissions de gaz à effet de serre, et le gaz naturel, malgré de nombreux avantages, est souvent appréhendé en Europe sous l'angle de questions politiques d'indépendance énergétique.

Face à ces évolutions, des nouvelles sources d'énergie ainsi que des nouveaux procédés d'exploitation et d'utilisation voient le jour. Certaines, comme le « cleantech » ou l'énergie d'origine renouvelable (hydroélectricité, géothermie, énergie éolienne, énergie solaire, etc.) cherchent à répondre aux risques écologiques et climatiques. D'autres, comme le « charbon propre » ou les réacteurs nucléaires de « troisième (puis quatrième) génération » visent à rendre plus propres et plus sûres des sources d'énergies que nous utilisons depuis longtemps. Enfin, il est devenu possible techniquement et rentable économiquement d'exploiter les ressources énergétiques « non conventionnelles », dont le gaz de schiste.

Il est possible de distinguer deux facettes majeures du droit de l'énergie. L'une a trait aux acteurs : entreprises, investisseurs, conseils, intermédiaires, institutions publiques etc. dont les activités tant nationales qu'internationales concernent tout le spectre de l'industrie énergétique, du développement et du financement de projets jusqu'à la livraison aux consommateurs. L'autre est étatique et concerne – entre autres – la régulation et la taxation par les différentes autorités, nationales ou régionales, de ces activités.

Dans une perspective dynamique où il devient difficile de séparer le droit d'une activité largement transfrontalière, la Revue des Juristes de Sciences Po a décidé d'orienter le dossier thématique de son prochain numéro sur ce domaine du droit et son « internationalisation ». Seront abordés aussi bien des aspects pratiques que des questions théoriques, entre autres :

- *Les questions juridiques liées à l'exploitation, la transformation, et l'utilisation de diverses ressources, notamment le pétrole, le gaz (naturel et de schiste), le charbon, le nucléaire, les renouvelables, les minerais, dans les pays et régions consommateurs ainsi que producteurs, dont la Russie et l'Afrique (notamment à travers le prisme du droit OHADA) ;*
- *Les enjeux de régulation régionale ou les difficultés de transpositions nationales liées à l'énergie ;*
- *Le rôle des autorités de régulation, tant nationales qu'internationales ;*
- *Les particularités du financement de projets international en matière d'exploitation, de transformation ou d'acheminement dans le domaine de l'énergie ;*
- *Les spécificités des contentieux liés aux matières premières énergétiques, dans un contexte international ;*
- *Des problématiques du droit de l'environnement, particulièrement liées aux questions énergétiques ;*
- *Des problématiques de dévolution de compétences liées au domaine de l'énergie à des institutions supra étatiques.*

Cette liste n'est évidemment pas exhaustive et ne constitue que les prémices de nos recherches, l'intitulé exact du thème pouvant varier le cas échéant. N'hésitez donc pas à nous proposer des contributions différentes, toutes les idées étant les bienvenues. Si vous souhaitez participer à ce numéro, vous pouvez nous contacter à l'adresse suivante :

revue@ajsp.fr

Les propositions de contributions doivent être envoyées avant le **1^{er} mai 2013**.

Les articles doivent être envoyés avant le **15 juillet 2013**.

Nous nous tenons à votre disposition pour toute information complémentaire et attendons vos contributions avec impatience. C'est la qualité de celles-ci qui constitue la qualité de notre Revue, c'est pourquoi nous remercions par avance tous ceux d'entre vous qui souhaiteraient participer à notre prochain numéro.

LA REVUE DES JURISTES DE SCIENCES PO

REVUE ÉDITÉE PAR L'ASSOCIATION DES ÉLÈVES ET DIPLÔMÉS
JURISTES DE SCIENCES PO (AJSP)

ISSN 2111 - 4293

27, RUE SAINT GUILLAUME - 75007 PARIS

EMAIL : REVUE@AJSP.FR

SITE : HTTP://AJSP.FR

- SUPERVISION SCIENTIFIQUE DU DOSSIER :
SÉBASTIEN NEUVILLE

- DIRECTEUR DE PUBLICATION :
ANTOINE DELACARTE

- RESPONSABLE ADJOINT :
AUDREY LHEMANN

- COMITÉ DE RÉDACTION :
PIERRE-AXEL ABERG, THOMAS CHANZY, VICTOR CHARPIAT,
ALICE DE JUVIGNY, MATTHEW MORANTZ

- RÉALISATION GRAPHIQUE :
CÉCILE KNOSP

LA REVUE DOIT ÊTRE CITÉE DE LA MANIÈRE SUIVANTE :
RDJscpo, n°7, Hiver 2013, p. x