

---

# EN TEMPS RÉEL

---

*Association pour le débat et la recherche*

*les cahiers*

**Vers un droit boursier européen**  
**Quelques pistes de réflexion pour 2011**

**Didier Martin**

*Depuis Paris, la situation actuelle de l'Europe soulève des inquiétudes sérieuses du fait de fortes tensions internes et externes qui ralentissent toute décision majeure. Mais surtout force est de constater que la France y perd durablement son influence dans l'élaboration du cadre juridique de la croissance économique sur notre continent.*

*Au cœur du projet européen, le développement récent du droit communautaire en offre un exemple éclatant. On y voit les pouvoirs publics français adopter une position réactive par rapport à la Commission ; pour l'essentiel politique, si ce n'est d'éclat ; et qui reste très largement en aval des discussions. Le coût de cette stratégie communautaire française est désormais considérable si l'on en juge par les derniers arbitrages. Il est temps que les discussions menées retrouvent l'esprit constructif qui caractérise nos partenaires, et qu'il soit fait davantage cas du suivi technique, et souvent juridique, en amont des négociations. Souvent, l'essentiel s'y joue.*

*Dans ce contexte européen et à l'orée d'un agenda soutenu en matière de régulation financière internationale, En Temps Réel se félicite de pouvoir publier les propositions fortes de Didier Martin sur le droit boursier au sein de l'Union.*

*Volontairement ciblées, ces suggestions réouvrent en effet immédiatement des possibilités d'action sur des sujets essentiels, souvent en cours de discussion, pour le renforcement de la place européenne. Directement opérationnelles, elles tranchent d'une façon qu'on pourra désormais discuter de façon davantage éclairée des questions politiquement sensibles et techniquement complexes, qu'il s'agisse de la gouvernance des assemblées générale des sociétés cotées, des abus de marchés, des offres publiques ou de la très discutée réforme de la mobilité des entreprises.*

*Le cadre juridique du fonctionnement des entreprises dont le capital est ouvert aux actionnaires n'est pas seulement un ensemble de questions techniques. Il reflète, dans chacune de ses modalités, un arbitrage entre défense des dirigeants ou celui des actionnaires, entre l'intérêt de ceux qui définissent la stratégie et celui de ceux qui cherchent du rendement, entre les priorités des investisseurs historiques et celles des nouveaux venus sur nos marchés boursiers, entre les préférences de ceux au sein de l'entreprise qui privilégient une certaine discrétion dans la publicité de leurs projets et les différences de ceux à l'extérieur de l'entreprise dont l'exigence de transparence est par nature insatiable, entre tous ceux qui veulent revenir à des modalités d'intervention sur les marchés plus simples pour tirer les leçons de la crise que nous avons traversée et ceux qui considéreront que nous venons de vivre une parenthèse, désormais refermée, qui autorise d'exploiter toutes les capacités offertes par la technologie et la créativité des opérateurs.*

*Ces propositions dessinent une méthode d'action. Alors que la diversité des évolutions dans des contextes industriels, financiers, jurisprudentiels et politiques rend difficile la perception de l'unité des réformes à mener, les réflexions et croisements qu'opèrent Didier Martin ne laissent aucun doute sur le fait que ces réformes doivent être menée ensemble.*

*On pourra donc discuter de l'opportunité sur le fond de telle ou telle de ces propositions. L'essentiel était de n'esquiver aucune des difficultés, de réouvrir ainsi un espace d'action et de proposer une méthode unitaire pour les accomplir à un moment déterminant dans l'élaboration de la régulation internationale et de tester la capacité de l'Europe à faire entendre sa voie. L'efficacité et l'harmonie des dispositions nationales et européennes en ce domaine est à ce prix. Ce Cahier, on l'espère, y contribuera.*

**Didier Martin** est associé du Cabinet Bredin Prat.

© EN TEMPS RÉEL

## SOMMAIRE

### Introduction

### **Partie I - La gouvernance des assemblées générales de sociétés cotées** **5**

- 1.1 L'instauration d'un dialogue entre investisseurs et émetteurs en amont des assemblées générales 6
- 1.2 L'encadrement de certaines pratiques dans la mise en œuvre des droits de vote 7

### **Partie 2 - Les abus de marché** **9**

- 2.1 Le champ d'application de la directive abus de marché 9
- 2.2 L'obligation de diffusion des informations privilégiées 12
- 2.3 Le préjudice indemnisable en matière d'infractions boursières 14

### **Partie 3 - Les offres publiques** **15**

- 3.1 Les dérogations à l'obligation de lancer une offre publique 16
- 3.2 La réciprocité des mesures anti-OPA 17
- 3.3 La définition de l'action de concert 18

### **Partie 4 - La mobilité des sociétés en Europe** **20**

- 4.1 L'imparfaite liberté de déplacement des sociétés en Europe 20
- 4.2 Les réformes envisageables en matière de mobilité des sociétés 22

La crise financière a mis en avant la nécessité d'une coordination internationale en matière de régulation des marchés financiers. L'union Européenne est le cadre naturel d'un mouvement commun des Etats européen vers une meilleure adaptation des règles de droit aux évolutions de la finance. Or justement, il se trouve qu'outre la directive « MiFID »<sup>1</sup>, deux directives majeures en la matière doivent être évaluées et le cas échéant réformées entre 2010 et 2011 : la directive « offres publiques »<sup>2</sup> prévoit en son article 20 un réexamen par la Commission en 2011 et la directive « abus de marché »<sup>3</sup> est elle aussi revue par la Commission européenne dans le cadre de sa politique de réduction des coûts et des charges résultant de la réglementation et pesant sur les entreprises<sup>4</sup>.

La période est donc propice à une réflexion communautaire sur le droit boursier au sein de l'Union et à la mise en œuvre de réformes permettant une plus grande harmonie et une meilleure efficacité des dispositions nationales et européennes régissant la matière.

Quatre sujets semblent mériter une réflexion particulière : la gouvernance des assemblées générales de sociétés cotées, question essentielle et pourtant toujours en attente d'être traitée (Partie I), les abus de marché, domaine dans lequel la réglementation s'est révélée dépassée par les évolutions de la pratique (Partie II), les offres publiques, matière nécessitant encore des efforts d'harmonisation (Partie III) et enfin, la mobilité des sociétés en Europe, enjeu majeur de la liberté d'établissement (Partie IV).

## **PARTIE I - LA GOUVERNANCE DES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES DES SOCIÉTÉS COTÉES**

Depuis au moins cinq ans, la gouvernance est une question centrale du droit des sociétés dont la crise financière de 2008 a mis en lumière l'importance. De nombreuses règles, qu'il s'agisse de normes nationales, européennes ou de *soft law* sont venues encadrer le processus décisionnel, principalement au sein des sociétés cotées. Ces réformes se sont le plus souvent focalisées sur le conseil d'administration et n'ont guère traité de l'organe suprême de la société, l'assemblée générale des actionnaires. Pourtant, ce sont les actionnaires qui détiennent le pouvoir ultime tant dans la détermination que dans le contrôle de la stratégie et de la direction de la société même si en pratique, l'éclatement de l'actionnariat conduit quelques investisseurs, souvent institutionnels à exercer ce pouvoir.

Il paraît donc souhaitable de définir un socle de devoirs et de bonnes conduites susceptible d'imposer certaines règles aux actionnaires et, en particulier aux investisseurs institutionnels.

---

<sup>1</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers disponible à l'adresse suivante :

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0001:FR:PDF>

<sup>2</sup> Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition disponible à l'adresse suivante :

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:FR:HTML>

<sup>3</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché disponible à l'adresse :

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:FR:PDF>

<sup>4</sup> Programme de la Commission Européenne pour la réduction des charges administratives dans l'Union Européenne ; COM (2007) 23 final (24 janvier 2007) disponible à l'adresse suivante :

[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/better-regulation/administrative-burdens/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/better-regulation/administrative-burdens/index_fr.htm)

De telles normes devraient dans l'idéal et compte tenu de l'internationalisation de l'actionnariat, reposer sur un fondement au moins européen. Elles pourraient s'insérer parmi la *soft law* régissant déjà les questions de gouvernance en empruntant la forme de codes de bonnes conduites, à l'instar du code AFEP/MEDEF, et sanctionnées par l'obligation de se conformer ou de s'expliquer. La Commission Européenne pourrait pour cela publier des recommandations voire, décider de l'élaboration d'un code européen de bonne conduite.

Deux pistes de réflexions paraissent pertinentes : l'instauration d'une transparence amorcée d'un dialogue entre émetteurs et investisseurs institutionnels (I) et l'encadrement de certaines pratiques dans la mise en œuvre des droits de vote (II).

## **1.1 L'instauration d'un dialogue entre investisseurs et émetteurs en amont des assemblées générales**

Avant tout dialogue, la connaissance par les émetteurs de leur actionnariat paraît un préalable utile.

Les législations nationales sont aujourd'hui hétérogènes quant à la possibilité pour les émetteurs de connaître l'identité des actionnaires qui les détiennent. Si en France, par exemple, l'article L. 228-2 du Code de commerce permet aux sociétés cotées d'obtenir des intermédiaires habilités l'identité des détenteurs de leurs titres, cette possibilité n'est pas encore généralisée en Europe.

Les dispositions sur les franchissements de seuils issues de la directive « transparence » du 15 décembre 2004<sup>5</sup> pourraient palier, du moins partiellement, cette lacune. Malheureusement, des transpositions trop divergentes ont mis à mal la cohérence du texte et rendu nécessaire une harmonisation de règles régissant la matière.

La solution pourrait venir de la future directive sur le droit des titres dont le texte devrait être finalisé par la Commission et transmis au législateur européen d'ici à juillet et prendre la forme d'un système européen d'identification des actionnaires.

Au-delà de l'identité des actionnaires, les émetteurs comme le marché peuvent être intéressés par les intentions de ceux-ci. En France, les sociétés de gestion de portefeuille se voient déjà imposer l'obligation de publier leur politique de vote<sup>6</sup> ainsi qu'un rapport sur la mise en œuvre de cette politique<sup>7</sup>. Cette obligation pourrait être étendue aux investisseurs institutionnels ce que certains codes de bonne conduite européens prévoient déjà<sup>8</sup> et ce qui permettrait d'amorcer, en amont des assemblées, un dialogue entre émetteurs et investisseurs éventuellement renforcé par des rencontres entre ces investisseurs et la direction des sociétés

---

<sup>5</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement Européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (disponible à l'adresse suivante : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:FR:PDF>)

<sup>6</sup> Article 314-100 du Règlement général de l'AMF

<sup>7</sup> Article 314-101 du Règlement général de l'AMF

<sup>8</sup> Voir par exemple le Code ISC (*Institutional Shareholders Committee*) au Royaume Uni

cotées<sup>9</sup>. En dehors des classiques *road shows*, la désignation d'un *lead independent director* chargé au sein du conseil de l'émetteur de dialoguer avec les investisseurs peut ainsi favoriser un contact régulier et constructif.

## 1.2 L'encadrement de certaines pratiques dans la mise en œuvre des droits de vote

Deux phénomènes semblent aujourd'hui, en raison de l'importance qu'ils ont prise, devoir être encadrés : d'une part, les prêts-emprunts de titres destinés à influencer l'assemblée générale permettant un *empty voting* (1) et d'autre part, l'influence des *agences de recommandations de vote* (2).

### *L'empty voting*

L'*empty voting* ou vote vide consiste à exercer des droits de vote au sein d'une société sans être exposé au risque économique inhérent à la qualité d'actionnaire. Cette pratique se réalise en général par le biais d'emprunts de titres en période d'assemblée générale.

Ce phénomène frappe par sa contrariété aux principes essentiels du droit des sociétés et a du reste, déjà conduit à de retentissants abus<sup>10</sup>. Aussi le cadre juridique actuel pourrait-il être adapté à cette pratique.

D'autres pistes sont envisageables notamment, en réglementant les prêts de titres permettant l'*empty voting*.

Deux possibilités s'offrent pour ce faire, lesquelles peuvent du reste se cumuler. D'une part, les prêts de titres destinés à de telles pratiques pourraient être interdits ou du moins, il pourrait être prévu que les actionnaires prenant part à une assemblée générale doivent détenir dans la société un intérêt économique correspondant aux droits de vote détenus<sup>11</sup>. Cette prohibition pourrait être inscrite dans les codes de bonne conduite qui encadrent la pratique de certains investisseurs institutionnels. D'autre part, comme le préconise le rapport Mansion de janvier 2008<sup>12</sup>, une obligation de transparence particulière pourrait être imposée exigeant que le troisième jour avant l'assemblée générale, tout actionnaire détenant un certain pourcentage de droits de vote (1% à 3%) en informe l'émetteur et l'AMF en précisant les droits acquis suite à des prêts de titres.

### *Les proxy advisers*

Les agences de recommandation de vote ou « *proxy advisers* » ont depuis quelques années une influence croissante sur le vote en assemblée générale de sociétés cotées<sup>13</sup>. Un rapport de

---

<sup>9</sup> Voir par exemple Code de déontologie de l'AFIC (disponible à l'adresse suivante : [http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/Juridique/code\\_deonto\\_200607.pdf](http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/Juridique/code_deonto_200607.pdf))

<sup>10</sup> Voir par exemple le cas *Laxey Partners* au Royaume-Uni, le cas *OMV/MOL* en Hongrie, le cas *Perry/Milan* aux Etats-Unis ou le cas *Henderson Land* à Hong Kong.

<sup>11</sup> Voir en ce sens la déclaration du 20 février 2010 du Forum Européen de Gouvernement d'Entreprise

<sup>12</sup> Disponible à l'adresse suivante : [http://www.amf-france.org/documents/general/8162\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8162_1.pdf)

<sup>13</sup> Voir en ce sens note d'information de l'AFEP, juillet-août 2009, p. 6

l'OCDE pointait en 2009 les différents dangers liés à cette situation et notamment le suivisme de certains investisseurs, les recommandations inadaptées aux situations particulières de chaque émetteur ou encore, les risques de conflits d'intérêts<sup>14</sup>.

A cela s'ajoute l'absence d'exigence en matière de formation alors même que les recommandations émises nécessitent parfois un niveau élevé d'expertise. Comme a pu le relever un auteur, le risque lié à l'incompétence des *proxy advisers* est d'autant plus important que ces agences ont en général recours à des emplois temporaires en période d'assemblées générales<sup>15</sup>.

Il convient en outre de souligner le poids politique que peuvent avoir ces agences au sein de certains émetteurs alors même qu'elles ne sont pas actionnaires et ne sont donc pas concernées par le risque sociétaire.

Plusieurs piste de réforme pouvant prendre la forme de recommandations européennes peuvent être envisagées. Concernant les conflits d'intérêts, sans aller jusqu'à l'interdiction pour les *proxy advisers* de proposer des services connexes, comme par exemple les prestations de support logistique, il pourrait leur être imposé de rendre public toute situation potentielle de conflits d'intérêts.

Une exigence minimale de compétence pourrait également être posée, ce qui protégerait à la fois les investisseurs et les émetteurs contre le risque de conseil fondés sur une analyse défaillante. On pourrait imaginer de proposer à ces agences de recommandation de vote de s'enregistrer auprès de l'une des autorités boursières nationales européennes, comme cela existe déjà aux Etats-Unis avec la SEC, ce qui permettrait de mettre en place un véritable contrôle.

Les *proxys advisers* pourraient être encouragés à rendre public les critères retenus dans l'élaboration de leurs analyses et à instaurer un dialogue avec les émetteurs en amont des assemblées en leur permettant notamment d'apporter une réponse aux analyses diffusées. De tels échanges entre *proxy advisers* et émetteurs nécessiteraient d'imposer aux agences de communiquer leurs analyse dans un certain délai avant l'assemblée afin de permettre aux dirigeants de la société d'y répondre. Il pourrait enfin leur être imposé la publication des recommandations des autres *proxy advisers* ainsi que celle des éventuelles réponses de l'émetteur concerné.

Ces différentes mesures pourraient être compilées en un code de bonne conduite des *proxy advisers* à l'image de celui proposé aux Etats-Unis par l'université de Yale<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> « *Corporate governance and the financial crisis : "Key findings and main messages"*, juin 2009, p. 11 et 52

<sup>15</sup> Voir A. Omaggio, « *Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisers) ?* », JCPE n°46, 12 novembre 2009, 2065

<sup>16</sup> Disponible à l'adresse suivante :

<http://millstein.som.yale.edu/Voting%20Integrity%20Policy%20Briefing%2002%2027%2009.pdf>

## **PARTIE II - LES ABUS DE MARCHÉ**

La directive 2003/6/CE dite « abus de marché » est entrée en vigueur il y a maintenant 7 ans. Depuis, les interrogations suscitées par certaines formulations de cette directive et surtout, l'évolution du financement des entreprises vers une utilisation toujours accrue d'instruments dérivés complexes ont rendu nécessaire une réforme de ce texte.

Justement, la Commission Européenne, poursuivant un objectif de réduction des coûts et des charges résultant de la réglementation qui pèsent sur les entreprises<sup>17</sup> a initialisé un processus de révision de ce corpus normatif en lançant le 20 avril 2009 un appel à contributions auquel ont répondu près d'une soixantaine de sociétés, d'organisations et d'autorités européennes<sup>18</sup>.

Il paraît souhaitable que ce processus permette d'élargir le champ d'application de la directive abus de marché (I) d'éclaircir certaines notions (II) et à faire évoluer la réflexion sur le préjudice indemnisable en cas d'abus de marché (III).

### **2.1 Le champ d'application de la directive abus de marché**

Pour une créer une large prohibition des abus de marché en mesure de protéger l'intégrité du marché et de préserver la confiance des investisseurs<sup>19</sup> une extension du champ d'application de la directive abus de marché est aujourd'hui nécessaire.

#### **Les marchés sur lesquels les instruments financiers doivent être négociés**

L'article 9 de la directive abus de marché prévoit un champ d'application limité aux marchés réglementés<sup>20</sup>. Les autres types de marchés (systèmes multilatéraux de négociation organisés ou non, marchés libres) quant à eux ne bénéficient pas de la protection de cette directive. Pourtant, ces dernières années, le volume des transactions effectuées sur ces marchés a augmenté de façon spectaculaire et même si bien souvent les instruments qui y sont négociés le sont également sur un marché réglementé, ce n'est pas le cas pour tous, certains demeurant donc hors du champ de la directive. Ne reste donc en principe pour poursuivre les auteurs de comportements abusifs visant de tels instruments qu'à rechercher leur responsabilité civile délictuelle, moyen plus lent et plus lourd que ceux disponibles en matière d'abus de marché.

Comme d'autres Etats membres, tels que l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Espagne, le Luxembourg,<sup>21</sup> la France a tenté de combler cette lacune en élargissant le champ

---

<sup>17</sup> Programme de la Commission Européenne pour la réduction des charges administratives dans l'Union Européenne, disponible à l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/entreprise/policies/better-regulation/administrative-burdens/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/entreprise/policies/better-regulation/administrative-burdens/index_fr.htm)

<sup>18</sup> Call for evidence – Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (disponible à l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm))

<sup>19</sup> Voir en ce sens la première proposition de directive sur les abus de marché, COM/2001/0281 (disponible à l'adresse suivante : [http://eur-lex.europa.eu/Result.do?RechType=RECH\\_celex&lang=fr&ihmlang=fr&code=52001PC0281](http://eur-lex.europa.eu/Result.do?RechType=RECH_celex&lang=fr&ihmlang=fr&code=52001PC0281))

<sup>20</sup> Le marché réglementé est défini l'article 1<sup>er</sup> (13) de la directive 93/22/CE auquel renvoie la Directive et au plan national, par l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier.

<sup>21</sup> Les marchés AIM et PLUS au Royaume-Uni, les marchés non officiels en Allemagne, les MTF en Espagne et au Luxembourg

d'application de sa réglementation de lutte contre les abus de marché aux systèmes multilatéraux de négociation organisés.<sup>22</sup>

De ces initiatives résulte une situation hétérogène en Europe quant au domaine de la répression des abus de marché. Il est à noter que sont également en jeu, pour les émetteurs, des contraintes spécifiques telles que l'obligation de publication des informations privilégiées, l'obligation de déclaration des opérations sur titres réalisées par les dirigeants et leurs proches, ou encore, la nécessité de tenir une liste d'initiés.<sup>23</sup>

L'extension du champ de la directive abus de marché est rendue d'autant plus nécessaire qu'il en va de la confiance des investisseurs dans les marchés financiers. Il est en effet difficilement compréhensible que des émetteurs puissent aujourd'hui solliciter l'épargne publique sans que la réglementation des abus de marchés ne leur soit applicable. Nombre de petits porteurs risquent de se méprendre sur la protection dont ils bénéficient n'imaginant pas qu'un tel écart de réglementation soit possible entre des marchés pouvant leur paraître en tous points comparables.

Une telle extension ne saurait cependant être indifférenciée. Si une harmonisation est nécessaire, une uniformisation est à proscrire. Il n'est pas opportun d'imposer à certains émetteurs à leur insu, voire contre leur gré, une réglementation dans le champ de laquelle ils n'ont pas voulu se placer et qu'ils n'ont parfois pas les moyens de respecter. Seuls les émetteurs ayant eux-mêmes pris l'initiative de solliciter le public devraient être soumis à l'ensemble de la directive abus de marché. Une modification de l'article 9 permettrait d'atteindre cet objectif.<sup>24</sup> Une nouvelle version de cet article pourrait ainsi prévoir que les règles de l'article 6 ne sont pas applicables aux émetteurs qui n'ont pas demandé l'admission de leurs instruments financiers sur un marché non réglementé mais n'ont fait, au mieux, que l'accepter.

### **Les types d'instruments financiers visés par la directive abus de marché**

L'article 1(3) de la directive abus de marché dresse la liste exhaustive des instruments financiers entrant dans son champ d'application.<sup>25</sup> Si certains instruments dérivés figurent

---

<sup>22</sup> Voir article 611-1 du RG AMF et articles L. 465-1 et suivant du CMF

<sup>23</sup> Article 6 de la directive abus de marché

<sup>24</sup> « La présente directive s'applique à tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé d'au moins un État membre, ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur ce marché ou non. Les articles 2, 3 et 4 s'appliquent également à tout instrument financier non admis à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre mais dont la valeur dépend d'un instrument financier visé au premier alinéa.

L'article 6, paragraphes 1 à 3, ne s'applique pas aux émetteurs qui n'ont pas demandé ou accepté l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé dans un État membre. »

<sup>25</sup> « 3) «instrument financier»:

- les valeurs mobilières telles que définies par la directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (1),
- les parts d'organismes de placement collectif,
- les instruments du marché monétaire,
- les contrats financiers à terme (futures), y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces,
- les contrats à terme sur taux d'intérêt,
- les contrats d'échange (swaps) sur taux d'intérêt, sur devises et actions,
- les options visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de ces catégories, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont en particulier comprises dans cette catégorie les options sur devises et taux d'intérêt,
- les instruments dérivés sur produits de base,

dans cette énumération, aucune formule générale ne permet de tous les y inclure si bien que d'autres semblent exclus. De plus, de tels instruments ne sont guère admis à la négociation sur les marchés réglementés. A priori, aucune transaction sur l'un de ces instruments ne peut donc être sanctionnée comme constitutive d'un abus de marché.

L'article 9 de cette directive ajoute bien que les instruments liés, définis comme les instruments financiers qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé, mais dont la valeur dépend de celle d'un instrument financier qui y est admis, entrent aussi dans le champ d'application de la directive abus de marché. Mais là encore, certains instruments dérivés ne sont pas concernés dans la mesure où leur valeur ne dépend pas de celle d'un tel instrument.

Or, l'utilisation d'instruments dérivés n'ayant pas toujours pour sous-jacent un instrument coté, tels les *Credit Default Swaps* (CDS), s'est généralisée depuis la rédaction de la directive abus de marché. Alors même que ces instruments peuvent avoir une influence considérable sur le cours d'instruments cotés et que leur marché dépasse aujourd'hui largement la capitalisation des principaux marchés réglementés d'actions,<sup>26</sup> ils demeurent hors du champ d'application de la directive abus de marché.

Récemment, l'Assemblée Nationale a adopté en première lecture le projet de loi de régulation bancaire et financière visant à permettre à la commission des sanctions de l'AMF de sanctionner les abus de marchés impliquant des instruments dérivés, et notamment des CDS.<sup>27</sup> Une adjonction de solutions nationales n'est cependant pas satisfaisante. Là encore, une réforme de la directive paraît souhaitable.

Celle-ci pourrait se faire en deux étapes. Une première mesure, d'ailleurs plébiscitée par les réponses à l'appel à contributions de la Commission Européenne, serait d'appliquer à la directive abus de marché la définition d'instruments financiers contenue dans la directive MiFID, et qui inclut très largement les instruments dérivés.<sup>28</sup>

Resterait alors à préciser la notion d'instrument lié.<sup>29</sup> Un tel éclaircissement est, là encore, réclamé par nombre de réponses à la consultation de la Commission. Dans cette optique, le CESR<sup>30</sup> a proposé d'inclure dans le champ de la directive abus de marché tout instrument financier pour lequel un changement de valeur est susceptible de causer un changement de la

---

— *tout autre instrument admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé dans un État membre.* »

<sup>26</sup> Voir le rapport d'information du 21 octobre 2009 fait au nom du groupe de travail de la commission des finances du Sénat sur la crise financière et la régulation des marchés (disponible à l'adresse suivante : <http://www.senat.fr/rap/r09-059/r09-059.pdf>)

<sup>27</sup> Projet de loi sur la régulation bancaire et financière, amendement CF 105 (disponible à l'adresse suivante : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/cr-cfiab/09-10/c0910075.asp>)

<sup>28</sup> Annexe I, section C de la directive MiFID

<sup>29</sup> La Loi de régulation bancaire et financière ne comporte pas cette précision ; elle ne fait référence qu'aux instruments financiers qui « sont liés » à des instruments financiers admis sur un marché réglementé ou sur un marché organisé, tant en ce qui concerne la répression des abus de marché que les déclarations de suspension.

<sup>30</sup> Future ESMA

valeur d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé.<sup>31</sup> La référence à un marché réglementé paraît trop restrictive dans la mesure où le champ d'application des abus de marché peut être plus large (tel est le cas par exemple en France avec Alternext) et pourrait utilement, comme évoqué plus haut, être étendu. Mais il semble effectivement nécessaire de prendre enfin en compte l'influence que certains instruments financiers peuvent, sans être qualifiables d'instruments « liés », exercer sur le cours de titres cotés. Compte tenu de la possible apparition dans les années à venir de nouveaux produits dérivés, la meilleure solution semble être d'adopter une définition souple des instruments financiers soumis à la directive abus de marché, assortie d'une énumération non exhaustive d'exemples, méthode du reste la plus courante dans les directives.

## 2.2 L'obligation de diffusion des informations privilégiées

La directive abus de marché fournit à son article 1 une définition unique de l'information privilégiée à laquelle font référence deux règles distinctes: l'obligation d'abstention de l'initié et l'obligation de communication des émetteurs.<sup>32</sup> La même situation se rencontre en droit français, le Règlement Général de l'AMF donnant lui aussi de l'information privilégiée une définition unique<sup>33</sup> applicable à deux obligations distinctes. En premier lieu, le possesseur d'une telle information doit s'abstenir aussi bien de réaliser des opérations sur l'instrument concerné que de communiquer à un tiers l'information en question.<sup>34</sup> En second lieu, il doit dès que possible rendre cette information publique,<sup>35</sup> la publication de l'information ne pouvant être différée que pour des motifs légitimes et uniquement si ce report n'est pas de nature à induire le public en erreur<sup>36</sup>.

Or les émetteurs ne peuvent communiquer au marché que des informations d'une qualité satisfaisante. En droit français plus précisément, ces informations doivent être précises, sincères et exactes<sup>37</sup>, et ce alors même que ces éléments ne sont pas nécessaires à la caractérisation d'une information privilégiée. Il peut donc arriver qu'un émetteur soit en possession d'une information privilégiée sans être en mesure de diffuser à ce sujet une information répondant aux exigences de la réglementation.

Il pourrait être envisagé de réformer la directive abus de marché afin de prévoir deux définitions différentes de l'information privilégiée: l'une pour l'obligation d'abstention et exigeant un degré de précision moindre, l'autre pour l'obligation de diffusion et visant des informations précises et complètes.<sup>38</sup>

---

<sup>31</sup> Voir la réponse du 18 août 2009 du CESR à l'appel à contribution de la Commission Européenne (réponse disponible à l'adresse suivante :

[http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/library?l=/financial\\_services/securities\\_directive/public\\_authorities&vm=detailed&sb=Title](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/securities_directive/public_authorities&vm=detailed&sb=Title))

<sup>32</sup> Articles 2, 3 et 6 de la directive abus de marché

<sup>33</sup> Article 621-1 du RG AMF :

« Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions. »

<sup>34</sup> Articles 622-1 et 622-2 du RG AMF

<sup>35</sup> Article 223-2 du RG AMF

<sup>36</sup> Article 223-2 du RG AMF et article 6 (2) de la Directive

<sup>37</sup> Article 223-1 du RG AMF

<sup>38</sup> Voir en ce sens la réponse de la FSA et du HMT du 29 septembre 2009 à l'appel à contributions de la Commission Européenne (disponible à l'adresse :

Il ne semble cependant pas que cette proposition soit vouée à être retenue, la majorité des réponses transmises à la Commission Européenne se prononçant contre une telle réforme.

Reste la possibilité de revoir les conditions auxquelles un émetteur peut reporter la communication d'une information privilégiée.<sup>39</sup> A l'heure actuelle, il est exigé pour permettre un tel report, outre un motif légitime, que l'ajournement envisagé ne soit pas susceptible d'induire le public en erreur. De prime abord, cette condition est déroutante: ou bien l'information en question est susceptible d'avoir un impact sur le cours et sa non divulgation induira forcément le public en erreur dans la mesure où elle le privera d'une donnée substantielle, ou bien la conservation de cette information n'est pas susceptible d'induire le public en erreur auquel cas, on peut douter qu'il s'agisse d'une information pouvant avoir un impact sur le cours.

Cette exigence fait l'objet de diverses appréciations en Europe, chacune décrite dans un rapport de synthèse du CESR en date du 29 mars 2010.<sup>40</sup> Pour la plupart des contributions citées par le CESR (notamment dans celles de l'Italie et du Royaume-Uni), le risque d'induire le public en erreur est avéré lorsque l'information reportée est en contradiction avec les dernières informations disponibles fournies par l'émetteur ou en tout cas, risque de contredire la perception actuelle que le marché a de l'émetteur. Cette position, a priori séduisante, est cependant inadaptée à l'hypothèse où l'impact de l'information sur le marché est incertain. Certes, le verbe « risquer » semble inclure les cas d'incertitude et on pourrait dès lors soutenir que le report de la diffusion de l'information ne serait permis que lorsqu'il est certain que la diffusion de l'information en question ne ferait que confirmer la perception du marché. Mais on comprend bien que cette solution n'est pas satisfaisante tant elle réduirait à l'extrême les cas de report possibles.

Face à ces difficultés d'interprétation, certaines situations peuvent bénéficier d'un éclairage ponctuel. Ainsi l'AMF a-t-elle publié une recommandation sur l'information financière diffusée par les sociétés en difficulté.<sup>41</sup> Ce type d'initiatives destinée à traiter une situation dans laquelle l'ambiguïté du texte risque d'avoir de graves conséquences ne fait que souligner la nécessité d'un éclaircissement plus global des conditions dans lesquelles une rétention temporaire de l'information privilégiée est possible.

Afin de réaliser cette clarification, il pourrait être précisé, soit dans un texte d'application de la directive, soit par le CESR, que le report de la publication d'une information privilégiée est permis dès lors qu'il ne risque pas d'induire le public en erreur au-delà de la seule ignorance de cette information.

---

[http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/library?l=/financial\\_services/securities\\_directive/public\\_authorities&vm=detailed&sb=Title](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/securities_directive/public_authorities&vm=detailed&sb=Title)

<sup>39</sup> Voir en ce sens la réponse de la Banque Nationale Tchèque à l'appel à contributions de la Commission Européenne (disponible à l'adresse :

[http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/library?l=/financial\\_services/securities\\_directive/public\\_authorities&vm=detailed&sb=Title](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/securities_directive/public_authorities&vm=detailed&sb=Title)

<sup>40</sup> Review Panel Report MAD – ref. CESR/2009-1120 (disponible à l'adresse suivante : <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=6537>)

<sup>41</sup> Recommandation de l'AMF sur l'information financière diffusée par les sociétés en difficulté du 28 juillet 2009 (disponible à l'adresse suivante : [http://www.amf-france.org/documents/general/9055\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9055_1.pdf))

### 2.3 Le préjudice indemnisable en matière d'infractions boursières

Afin de conférer une complète efficacité aux dispositions de la directive abus de marché et de lui permettre de remplir pleinement son objectif de protection des investisseurs, il est nécessaire que les victimes d'abus de marché puissent être dédommagées du préjudice qu'elles ont pu subir.

Or, les contours d'un tel préjudice ne sont pas encore dessinés à l'échelle européenne, aucune précision sur ce point n'ayant pour l'instant été fournie par les autorités communautaires. De ce fait, les droits des victimes d'abus de marché au sein de l'Union Européenne se caractérisent encore par leur hétérogénéité et, dans certains Etats membres, par leur caractère très incertain.

En France, la jurisprudence sur la question se révèle clairsemée et débattue. En matière d'opérations d'initiés, le principe de l'existence d'un préjudice a été reconnu<sup>42</sup> mais tempéré par un arrêt conditionnant la réparation de ce préjudice à la preuve que l'opération en question a eu une incidence sur le cours de bourse.<sup>43</sup> Une telle motivation peine à convaincre dans la mesure où cette condition semble d'avantage adaptée à la manipulation de cours, domaine dans lequel un tel préjudice n'a pas encore été reconnu mais qui semble proche de la diffusion de fausses informations.

En ce qui concerne la communication d'informations inexactes, fausses ou trompeuses, une double question s'est posée : d'une part, celle des investisseurs pouvant obtenir réparation de leur préjudice et, d'autre part, celle de la nature d'un tel préjudice. La jurisprudence après avoir longtemps refusé de reconnaître tout dommage aux actionnaires qui n'avaient fait que conserver leurs titres a finalement admis qu'ils puissent être indemnisés.<sup>44</sup> Mais concernant la nature de leur préjudice, la Cour de cassation a récemment affirmé qu'il ne peut s'agir que d'une perte de chance de réaliser un meilleur investissement.<sup>45</sup> Cette position surprenante peut s'expliquer par la complexité technique que les magistrats prêtent à la quantification d'un tel dommage, le rideau de fumée de la perte de chance permettant alors de masquer une évaluation forfaitaire bien plus commode.<sup>46</sup>

Cette solution de facilité n'est pas partagée par tous les autres Etats membres. Ainsi par exemple, les tribunaux allemands retiennent, pour qui a investi sur la foi d'informations illégitimement optimistes, un véritable préjudice économique qu'ils estiment en faisant appel à un expert, démontrant par là même que l'exercice, pour complexe qu'il puisse être, n'est nullement impossible.<sup>47</sup>

Afin de régler ces difficultés et de donner une pleine efficacité à la directive abus de marché à l'échelle européenne, il pourrait être fourni aux juridictions nationales des éléments permettant de parvenir à une méthode harmonisée de calcul du préjudice subi par les investisseurs en cas d'abus de marché.

---

<sup>42</sup> Cass. com., 11 décembre 2002, n° 01-85176

<sup>43</sup> Paris, 9e ch., 31 oct. 2008, n° 06-09036, *Sidel*, Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 2009 n° 1, p. 28, note E. Dezeuze

<sup>44</sup> Voir *supra* arrêt *Sidel*

<sup>45</sup> Cass. com., 9 mars 2010, JCPE n° 20, 20 Mai 2010, 1483, commentaire S. Schiller

<sup>46</sup> Voir par exemple Sophie Schiller, « *L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée* », Droit des sociétés n° 8, Août 2009, étude 12

<sup>47</sup> Voir BundesGerichtHof, Urteil vom 9 Mai 2005 – II ZR 287/02

Pour cela, la législation et la jurisprudence en vigueur aux Etats-Unis pourrait être intéressante à prendre en compte. Le droit américain permet l'indemnisation du préjudice individuel de l'investisseur.<sup>48</sup> Un dommage est en particulier reconnu pour tous ceux dont les ordres sont « contemporains » à une opération d'initié. Les sommes susceptibles d'être allouées sont cependant limitées en fonction du gain réalisé ou de la perte évitée par l'initié.

En cas de fausse information et afin de déterminer le montant exact du dommage subi par l'actionnaire qui a acquis ses titres à un cours surévalué, les tribunaux américains se fondent sur le cours de bourse immédiatement après le rétablissement de la vérité pour connaître l'impact de la fausse information sur le cours à cette date et déterminer par extrapolation cet impact à chaque moment de la période ayant couru depuis la diffusion de l'information erronée. La détermination des évolutions du cours qui sont attribuables à la diffusion de la fausse information revient à des experts. A cette fin, plusieurs indices peuvent être retenus tels que la proximité entre la diffusion de l'information et un fort mouvement de cours,<sup>49</sup> une comparaison avec l'évolution d'un indice général, voire d'un indice propre au secteur économique concerné,<sup>50</sup> les volumes d'échanges du titre concerné ainsi que les réactions du cours aux autres informations diffusées dans la même période.<sup>51</sup>

En droit de la concurrence, la Commission Européenne s'est déjà livré à un exercice comparable avec la publication d'un livre vert en 2005 puis d'un livre blanc transmis au Conseil Européen le 2 avril 2008 et visant à proposer une méthode de détermination des préjudices dans ce domaine. La Commission a fourni par ce biais aux juges nationaux de précieuses indications méthodologiques en retenant pour modèle d'évaluation du dommage celui tendant à comparer la situation économique de la victime avec celle qui aurait été la sienne dans l'hypothèse d'un fonctionnement normal du marché. Cette approche semble parfaitement transposable aux cas d'abus de marché.

### **PARTIE III - LES OFFRES PUBLIQUES**

Les offres publiques sont parfois vues avec méfiance à travers l'Union Européenne. Elles font craindre des prises de contrôle hostiles par des sociétés étrangères d'entreprises nationales d'importance et sont perçues comme des facteurs de délocalisations, de destructions d'emplois et comme une source d'atteintes potentielles aux intérêts des actionnaires minoritaires. Pourtant, elles sont utiles sinon nécessaires au rapprochement des entreprises européennes et participent à la stimulation des économies de l'Union. Leur encadrement doit donc trouver un juste équilibre entre l'impératif de protection des intérêts menacés et la nécessité de permettre la circulation des capitaux en Europe.

---

<sup>48</sup> Indemnisation fondée sur la SEC Rule 10b-5 pour la diffusion d'informations inexactes, fausses ou trompeuses et sur l'Exchange Act § 20A pour les opérations d'initiés

<sup>49</sup> United States Court of Appeals, second circuit, *Teamster Local 445 Freight Division Pension Fund v. Bombardier Inc.*, Docket No. 06-3794-cv., 14 octobre 2008

<sup>50</sup> United States District Court, S.D. New York. In re *Vivendi Universal, S.A. Securities litigation* No. 02 Civ. 5571 (RJH) (HPB), 21 avril 2009

<sup>51</sup> United States District Court, S.D. New York. In re *Gaming Lottery Securities litigation* No. 96 Civ. 5567 (RPP), 16 février 2000

Il résulte de ces impératifs que certaines dispositions importantes de la directive 2004/25/CE sur les offres publiques d'acquisition sont facultatives et laissent aux Etats membres une liberté propre à les rassurer en leur permettant d'ajuster avec une grande liberté le régime finalement applicable. Cette latitude, paradoxalement justifiée au 6<sup>ème</sup> considérant du préambule de la directive offres publiques comme étant une source d'efficacité a cependant conduit à une situation très hétérogène en Europe. Ainsi, le CESR a pu relever dans son rapport d'activité 2007 que le nombre élevé d'options et de dérogations contenu dans cette directive était tel qu'il en découlait de véritables obstacles au fonctionnement efficace du marché.<sup>52</sup>

L'article 20 de la directive offres publique prévoyant un examen et une éventuelle révision du texte par la Commission européenne en 2011, l'occasion est donnée aux autorités communautaires d'apporter d'utiles modifications à cette directive. Dans cette perspective, trois réformes paraissent particulièrement souhaitables, l'une concernant les dérogations à l'obligation de lancer une offre publique d'acquisition (I), la deuxième étant relative à la règle de réciprocité des mesures anti-OPA (II) et la dernière intéressant la définition de l'action de concert (II).

### **3.1 Les dérogations à l'obligation de lancer une offre publique**

La directive offres publiques prévoit à son article 5 l'obligation de lancer une offre publique à un prix équitable lorsqu'une personne physique ou morale vient à acquérir le contrôle d'une société cotée. Mais l'article 4 de la directive autorise les Etats membres à prévoir des dérogations aux règles qu'ils adoptent soit en les introduisant dans leur droit national, soit en autorisant leur régulateur à décider de telles dérogations.

Le droit français a déjà instauré un certain nombre de dérogations opportunes mais d'autres Etats membres n'ont pas encore complété sur ce point leur législation.

Ainsi, le champ d'application de l'offre publique obligatoire n'est pas aujourd'hui parfaitement harmonisé en Europe. La directive offres publiques pourrait donc sur ce point être modifiée afin que les cas de dérogation y soient spécifiés.

Une dérogation pourrait être accordée lorsque les actionnaires de la cible de l'opération devant donner lieu à une offre publique obligatoire acceptent qu'il soit dérogé à cette règle. Cette dispense faciliterait notamment les rapprochements entre grandes sociétés européennes que la perspective d'une offre publique obligatoire peut parfois contrarier. Les actionnaires de la cible pourraient ainsi dispenser l'initiateur de cette opération de son obligation subséquente de lancer une offre obligatoire ce qui, lorsque cette offre obligatoire aurait constitué un obstacle à l'opération initiale, permettra le maintien de cette dernière. L'approbation des actionnaires de la cible devrait bien sûr être accordée à une majorité qualifiée faute de quoi, la protection des minoritaires qui compte parmi les objectifs déclarés de la directive<sup>53</sup>, serait sacrifiée. On pourrait également imaginer que les actionnaires principaux voient leurs droits de votes plafonnés s'ils dépassent un certain seuil afin d'amplifier le poids des minoritaires concernés en premier lieu par cette décision.

---

<sup>52</sup> Rapport d'activité 2007 du CESR, p. 23 (disponible à l'adresse suivante : <http://www.cnvmr.ro/pdf/comunicate/ro/CESR-AnnualReport-2007.pdf>)

<sup>53</sup> Voir préambule de la Directive, 9<sup>ème</sup> considérant

Il pourrait également être envisagé de généraliser la dérogation déjà prévue dans certains Etats membres et notamment, en France<sup>54</sup> lorsque l'opération susceptible de déclencher une offre publique obligatoire est réalisée au profit d'une société en état avéré de difficulté financière avec l'autorisation de ses actionnaires. Certaines opérations pour lesquelles la prise de contrôle n'est qu'une conséquence temporaire et technique d'une opération pourraient également donner lieu à dérogation. Tel est le cas par exemple de l'acquisition de titres dans le cadre de la prise ferme d'un intermédiaire financier ou dans le cadre d'une sureté, sous condition de cession ultérieure d'une partie au moins des titres. Une dérogation visant plus généralement les franchissements de seuils temporaires est également envisageable.<sup>55</sup> En d'autres termes, chaque fois que l'objectif de l'opération n'est clairement pas une prise de contrôle et que d'autres intérêts que ceux des minoritaires sont en jeu, une dérogation pourrait être accordée.

Une dérogation pourrait de plus être logiquement accordée aux actionnaires franchissant de façon involontaire, par exemple suite à une baisse du capital, le seuil de déclenchement de l'offre obligatoire. Cette hypothèse se retrouve d'ailleurs déjà dans près de la moitié des Etats membres dont la France.<sup>56</sup>

Enfin, les opérations ne résultant pas en un véritable changement de contrôle, par exemple parce qu'il s'agit d'une modification de la répartition des droits au sein d'un concert<sup>57</sup>, devraient elles aussi donner lieu à exemption. Cette solution semble du reste parfaitement en phase avec le texte même de la directive offres publiques lequel vise l'acquisition d'un « *pourcentage déterminé de droits de vote [...] lui donnant le contrôle de cette société* »<sup>58</sup>.

Outre cette harmonisation des dérogations à l'obligation de lancer une offre publique d'acquisition, les autorités européennes pourraient profiter de la révision de la directive pour modifier la définition de l'action de concert.

### **3.2 La réciprocité des mesures anti-OPA**

La directive offres publiques propose plusieurs dispositions visant à encadrer les mesures de défense anti OPA qui peuvent être adoptées par les sociétés cotées de l'Union Européenne. Son article 9 dispose que les organes de direction ou d'administration d'une société ciblée par une OPA ne peuvent prendre aucune mesure susceptible de faire échouer l'offre sans l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires, cette autorisation étant du reste requise pour mettre en œuvre une telle mesure décidée avant le lancement de l'offre.

L'article 11 de la directive offres publiques vise quant à lui à faire échec aux clauses statutaires restreignant la libre cessibilité des actions et l'exercice des droits de vote des actionnaires.

---

<sup>54</sup> Article 234-9, 2° RG AMF

<sup>55</sup> Voir par exemple article 234-4 RG AMF

<sup>56</sup> Article 234-9, 5° RG AMF

<sup>57</sup> Article 234-7 RG AMF

<sup>58</sup> Directive 2004/25/CE, article 5 (1)

L'article 12 de la directive prévoit un régime particulier quant à l'application de ces dispositions. Les Etats membres ne sont pas obligés d'imposer aux sociétés régies par leur droit ces restrictions.<sup>59</sup> Ils peuvent également adopter l'une sans adopter l'autre.<sup>60</sup> A cela s'ajoute la possibilité pour les Etats membres d'exempter les sociétés ayant leur siège sur leur territoire d'appliquer ces restrictions dès lors qu'elles font l'objet d'une offre lancée par une société qui n'applique pas de telles mesures.<sup>61</sup>

La révision programmée de la directive offre publique pourrait être l'occasion de rationaliser ces règles et d'opérer par là même une harmonisation européenne.

La suppression du principe de réciprocité nécessiterait de rendre obligatoire les dispositions encadrant les mesures anti-OPA ce qui ne paraît pas souhaitable. Il pourrait être envisageable d'imposer aux sociétés de l'Union Européenne d'appliquer les restrictions aux mesures anti-OPA chaque fois que l'initiateur de l'offre a son siège sur le territoire d'un Etat membre. Une telle disposition heurterait cependant l'article II paragraphe 1 de l'annexe 1B de l'accord établissant l'OMC qui impose la règle dite « de la nation la plus favorisée ». Reste la possibilité d'imposer aux émetteurs européens de respecter les règles restreignant les défenses anti OPA chaque fois que l'initiateur de l'offre est lui-même soumis à de telles règles. Cette réforme serait sans doute compatible avec le traité susvisé dans la mesure où il n'est pas tenu compte de la nationalité de l'émetteur mais seulement de ses caractéristiques.

### 3.3 La définition de l'action de concert

La notion d'action de concert présente la particularité d'être utilisée à la fois pour déterminer l'obligation de déclarer un franchissement de seuil issue de la directive transparence<sup>62</sup> et celle de lancer une offre publique résultant de la directive offres publiques<sup>63</sup>.

Ces deux textes poursuivent des objectifs différents et proposent donc des définitions distinctes. La directive transparence, cherche à couvrir un vaste spectre de situations afin de fournir au marché une information la plus complète possible c'est pourquoi, elle vise toutes les situations dans lesquelles un accord est passé en vue de la mise en œuvre d'une politique commune, que cet accord soit écrit ou non et que le contrôle soit recherché ou non. Ainsi, des concertistes qui ne sont pas tentés par le contrôle de l'émetteur n'en entreront pas moins dans le champ d'application de ce texte. A l'inverse, la directive offres publiques vise un nombre

---

<sup>59</sup> Par exemple, le Danemark, le Luxembourg, la Belgique, l'Allemagne, les Pays-Bas ont choisi de ne rendre aucune de ces restrictions obligatoire.

<sup>60</sup> Tel est le cas par exemple de l'Autriche, de l'Irlande, du Portugal, de la Slovaquie, de l'Espagne, de la Suède et du Royaume-Uni.

<sup>61</sup> Cette possibilité a été utilisée par la Belgique, le Danemark, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et l'Espagne.

<sup>62</sup> Directive 2004/109/CE, article 10 : « Les exigences en matière de notification définies à l'article 9, paragraphes 1 et 2, s'appliquent également à une personne physique ou morale dans la mesure où elle a le droit d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote lorsque l'un des cas ci-après ou une combinaison de ces cas se présente : a) les droits de vote sont détenus par un tiers avec qui cette personne a conclu un accord qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable en ce qui concerne la gestion de la société en question; »

<sup>63</sup> Directive 2004/25/CE, article 2 (d) : « d) «personnes agissant de concert» : les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre; »

plus limité de situations. Aussi ne s'intéresse-t-elle qu'aux accords visant à obtenir le contrôle de l'émetteur.

La transposition de ces textes s'est faite en ordre dispersé et a parfois donné lieu à une suite d'amendements. Si la France n'a retenu qu'une seule définition,<sup>64</sup> celle de la directive transparente, les autres Etats membres en ont en général conservé une définition propre pour chacun des usages susvisés mais ne coïncidant pas forcément à celles de la directive correspondant. Il en résulte une situation pour le moins surprenante dans laquelle les définitions d'une même notion aussi cardinale que celle de l'action de concert varient d'un Etat membre à l'autre selon les époques de transposition et les amendements intervenus. Si on ajoute que les différentes transpositions se sont parfois quelque peu écartées des textes européens et que les juridictions nationales ont souvent leur propre interprétation des textes, on comprend le capharnaüm réglementaire qui en résulte.

Ainsi, le droit de veto, l'accord sur la répartition de sièges au conseil ou encore les clauses d'inaliénabilité constituent tantôt une preuve, tantôt un simple indice de l'existence d'un concert.

L'insécurité juridique qui résulte de cette situation n'est évidemment pas acceptable, une même opération pouvant pour le régulateur d'un Etat membre être sans conséquence et pour celui d'un autre Etat membre, donner lieu à une offre publique obligatoire. Or, par un heureux hasard, la directive transparence et la directive offres publiques sont toutes deux vouées à être prochainement modifiées.

C'est là une opportunité idéale pour imposer à l'ensemble des Etats membres deux définitions distinctes et claires de la notion d'action de concert. Pour ce qui est des franchissements de seuil, cette définition devrait être large afin d'assurer au mieux une complète information du marché. Cette réforme serait également l'occasion d'introduire la notion de durée de la politique commune qui ne se retrouve pas aujourd'hui dans toutes les législations nationales.

Il pourrait en outre être instauré à l'échelle communautaire l'obligation déjà en vigueur en droit français,<sup>65</sup> de rendre publics les accords de cession préférentielle ou d'acquisition préférentielle portant sur une certaine portion du capital de l'émetteur ce qui permet d'informer la marché de cette situation alors même qu'il ne s'agit pas d'une hypothèse de concert.

En ce qui concerne les offres publiques, la définition devrait au contraire couvrir un spectre plus étroit de situations en ne se rapportant qu'aux accords conclus afin d'obtenir ou de conserver le contrôle de l'émetteur ou encore, d'empêcher l'aboutissement d'une offre publique. Enfin, l'interprétation de ces définitions pourrait être harmonisée grâce à la publication de lignes directrices du CESR.

---

<sup>64</sup> Article L. 233-10 du Code de commerce

<sup>65</sup> Article L. 233-11 du Code de commerce

## **PARTIE IV - LA MOBILITÉ DES SOCIÉTÉS EN EUROPE**

Suppléant l'absence d'un texte communautaire sur la mobilité des sociétés en Europe, la jurisprudence de la CJCE a, sur le fondement de la liberté d'établissement, posé quelques principes encadrant cette question (I). Dans cette situation, une intervention du législateur européen mais aussi français paraît souhaitable afin de s'adapter à la concurrence de fait instaurée entre législations européennes et de mettre en place les structures sociétaires transeuropéennes adéquates (II).

### **4.1 L'imparfaite liberté de déplacement des sociétés en Europe**

#### **La liberté de choix du siège initial**

En décidant de son Etat d'implantation, la société opère un choix important entre le système du siège réel et celui du siège statutaire autrement dénommé système d'« *incorporation* ». Les Etats qui, comme la France appliquent la théorie du siège réel s'attachent au lieu où se prennent les décisions c'est-à-dire le plus souvent, le lieu d'implantation du principal établissement, tandis que ceux qui retiennent la théorie de l'incorporation localisent le siège là où ont été réalisées les formalités de création de la société. Il s'ensuit que le système de l'incorporation permet à la société de s'installer dans d'autres Etats et d'y établir sa direction sans que le droit qui lui est applicable n'en soit modifié.

A l'intérieur de l'Union Européenne, le choix de l'Etat d'implantation de la société est libre. La liberté d'établissement autorise en effet les sociétés ayant leur siège dans l'Union à choisir le lieu de leur premier siège social. Reconnue par l'article 43 du Traité CE, cette liberté est protégée par la CJCE qui prohibe formellement, tout obstacle à ce qu'une société immatriculée conformément à la législation d'un autre Etat de l'Union puisse exercer son activité sur son territoire en y implantant un établissement, une succursale ou une filiale<sup>66</sup>. Est également prohibée toute discrimination de la part d'un Etat membre accueillant sur son territoire une société constituée conformément au droit d'un autre Etat membre. Ainsi, cet Etat d'accueil ne peut ni refuser l'immatriculation d'une succursale qu'il considérerait masquer un véritable établissement, ni imposer à la société arrivante d'exigences particulières<sup>67</sup>. La CJCE a en outre eu l'occasion de préciser qu'un Etat membre ne peut pas non plus imposer à une société constituée conformément au droit d'un autre Etat membre l'obligation de se rattacher à lui lorsque la société y implante son siège réel<sup>68</sup>.

Outre le choix du siège initial, la possibilité de transférer librement ce siège sans perte de la personnalité morale a été consacrée, imparfaitement cette fois, par la CJCE.

#### **La liberté de transfert du siège social**

La mobilité des sociétés en Europe faisait partie des objectifs initiaux des textes européens. Ainsi, parmi les principes devant être mis en œuvre par les Etats membres et figurant à l'article 220 du Traité de Rome, figurait à la foi la reconnaissance mutuelles des formes de

---

<sup>66</sup> Voir arrêt *Centros*, CJCE, 9 mars 1999, aff. C-212/97, concl. A. La Pargola, D. 1999, p. 550 note M. Menjuq

<sup>67</sup> Voir arrêt *Inspire Art*, CJCE 30 septembre 2003, aff. C-167/101, rev. crit. DIP 2004 p. 173 note H. Muir Watt

<sup>68</sup> CJCE, 5 nov. 2002, aff. C-208/00, JCPE 2003, n°448 note M. Menjuq

sociétés et le maintien de la personnalité juridique de la société en cas de transfert de siège de pays en pays, c'est-à-dire, la liberté de déplacement des sociétés en Europe.

La survie de la société en cas de transfert de son siège d'un Etat à l'autre est en effet l'élément déterminant de la mobilité internationale des sociétés.

C'est par le biais de la fusion transfrontalière<sup>69</sup> que le droit communautaire a pour l'instant le mieux favorisé les transferts de sièges sociaux à l'intérieur de l'Union. Il suffit à la société voulant transférer son siège dans un autre Etat membre d'y créer une société conformément au droit local avant de se faire absorber par sa filiale, mécanisme reconnu indirectement par la CJCE dans son arrêt *Sevic* du 13 décembre 2005<sup>70</sup>.

La CJCE a, dans un premier temps, refusé de considérer la liberté d'établissement comme conférant aux sociétés implantées en Europe la liberté de transférer leur siège social<sup>71</sup>.

Puis, dans un arrêt *Cartesio* du 16 décembre 2008<sup>72</sup>, la CJCE a revu sa position et consacré la liberté de transférer son siège social d'un Etat membre à un autre à toute société implantée dans l'Union Européenne dès lors que ce transfert se réalise par le biais d'une transformation et qu'elle opère changement de la *lex societatis*. En l'espèce, la CJCE approuva la décision des autorités hongroise de refuser à une société constituée conformément au droit hongrois, le droit de transférer son siège en Italie tout en restant soumise au droit hongrois. Surtout, par un *obiter dictum*, elle affirma qu'un Etat membre ne peut considérer comme une cause de dissolution la transformation d'une société constituée conformément à son droit national en une autre société constituée conformément au droit national d'un autre Etat membre. Il ne peut d'une manière générale et hors le cas de mesures justifiées par une raison impérieuse d'intérêt général et proportionnée à la réalisation du but recherché, imposer aucune mesure pouvant constituer un obstacle à une telle opération. L'Etat d'origine ne pourra donc ni considérer la société comme dissoute, ni revendiquer l'application de son droit national à cette société.

Reste qu'en pratique, des entraves à cette liberté peuvent demeurer dans les droits nationaux. On peut penser par exemple à la nécessité d'obtenir une décision prise à l'unanimité des associés pour permettre une telle opération, unanimité bien évidemment difficile à obtenir dans les sociétés d'une certaine taille, et même pratiquement impossible dans les cotés cotées. Si de telles exigences peuvent se réclamer de la nécessité de protéger l'intérêt des actionnaires en évitant que leur situation ne soit, contre leur gré, régie par un droit qu'ils n'ont pas choisi, il n'est pas certain qu'il s'agisse là d'un objectif légitime et d'une mesure proportionnée au sens du droit communautaire.

En outre, hors le cas d'une transformation, le transfert du siège statutaire depuis un Etat d'incorporation ou du siège réel en partance d'un Etat de siège réel continue d'entraîner la dissolution de la société.

---

<sup>69</sup> Directive 2005/56/CE du Parlement Européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux (disponible à l'adresse suivante : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:310:0001:0009:fr:PDF>)

<sup>70</sup> CJCE, 13 déc. 2005, aff. C-411/03, JCPG 2006, II, 10077, note R. Damman ; D. 2006, p. 451, note M. Luby

<sup>71</sup> Voir arrêt *Daily Mail*, CJCE, 27 septembre 1988, aff. 81-87, rec. CJCE 5483, JDI 1989, p. 428, note C. Boutard-Labarde

<sup>72</sup> CJCE, 16 déc. 2008, aff. C-210/06, JCPG 2008, II, 10027, note M. Menjuq

Des réformes sont donc souhaitables pour organiser et sécuriser la circulation des sociétés en Europe.

## 4.2 Les réformes envisageables en matière de mobilité des sociétés

On le constate, il s'est bâti sur le fondement de la liberté d'établissement un édifice normatif d'origine prétorienne régissant la mobilité des sociétés au sein de l'Union encore trop imparfait. Cette situation appelle deux types de mesures : d'une part, une intervention du droit communautaire et, d'autre part, une amélioration des atouts du droit français.

### Les réformes du droit communautaire

Dans la situation actuelle, deux voies de réforme sont possibles et peuvent d'ailleurs se cumuler. On peut imaginer, comme le souhaite la France, de mettre en place des structures sociétaires communes aux différents Etats membres et pouvant être facilement déplacées d'un pays à l'autre à l'image de la société européenne. On peut aussi envisager de faciliter le transfert de sociétés d'un Etat membre à l'autre par la rédaction d'un texte communautaire reconnaissant la validité d'une telle opération et en organisant les modalités, tout en encadrant l'*effet Delaware* c'est-à-dire une éventuelle surenchère des Etats membres vers des législations nationales le plus attractives possible pour les sociétés.

### *Les structures sociétaires transeuropéennes*

Le transfert de siège d'un Etat européen à l'autre est facilité par l'existence de structures sociétaires pouvant librement circuler à l'intérieur de l'Union. Il suffit en effet pour une société souhaitant déplacer son siège d'un Etat membre à l'autre de se transformer en une telle société avant de rejoindre l'Etat d'accueil.

Outre le GEIE ou la société coopérative européenne cantonnés dans des rôles secondaires, le règlement instaurant la société européenne<sup>73</sup> constitua la principale tentative de mettre en place une structure sociétaire commune aux différents Etats membres. Mais en ne permettant pas la dissociation du siège statutaire et du siège réel, ce texte n'a pas permis à la société européenne d'atteindre ses objectifs de mobilité. D'ailleurs, la plupart des sociétés européennes constituées à ce jour n'ont connu aucun transfert de siège social<sup>74</sup>. Une réforme du texte sur ce point pour généraliser le critère du siège statutaire, permettrait peut-être à la société européenne de connaître un nouvel élan.

Le 25 juin 2008, la Commission Européenne a présenté une proposition de règlement sur la société privée européenne<sup>75</sup>. Cette nouvelle forme de société semble propre à faciliter la mobilité transfrontalière en Europe. La dissociation du siège réel et du siège statutaire y est formellement autorisée et les règles qui lui sont applicables ressortent principalement de ses statuts pour la rédaction desquels une grande liberté est accordée. D'une façon générale,

---

<sup>73</sup> Règlement CE n°2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 relatif à la société européenne (disponible à l'adresse suivante : <http://www.feccia.org/actualites/se01-2157fr.pdf>)

<sup>74</sup> Voir *Impact assessment on the cross-border transfer of registered office*, 12 décembre 2007, disponible à l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/seat-transfer/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/seat-transfer/index_en.htm)

<sup>75</sup> Disponible à l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/epc/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/epc/index_fr.htm)

l'application des droits nationaux est limitée au maximum ce qui devrait permettre d'éviter la *law shopping*. Cependant, cette forme sociale est assortie de contraintes importantes. Etant privée, elle ne peut faire admettre ses titres à la négociation sur un marché réglementé. Surtout elle est réservée aux petites et moyennes entreprises. L'adoption définitive d'un règlement européen introduisant la société privée européenne ainsi que l'élargissement de son champ d'application aux sociétés de taille plus importante permettrait de faciliter et de sécuriser la mobilité des sociétés en Europe.

A ce recours à des formes sociétaires européennes préconisé par la France s'ajoute, afin d'encadrer la mobilité des sociétés en Europe, la possibilité d'adopter le projet de 14<sup>ème</sup> directive sur le transfert de siège social.

### ***Le projet de directive sur le transfert européen de siège social***

L'arrêt *Cartesio* n'a pas réglé toutes les questions concernant le transfert du siège avec changement de la *lex societatis*. Comme cela semble suggéré par les arrêts de la CJCE, un texte européen régissant la matière est aujourd'hui souhaitable<sup>76</sup>

Un projet de 14<sup>ème</sup> directive sur le transfert transfrontalier du siège statutaire des sociétés de capitaux avait en 2004 donné lieu à une première réflexion ainsi qu'à une consultation, restée sans suite<sup>77</sup>. Le Parlement Européen face à cette inertie appela solennellement la Commission à proposer un tel projet avant le 31 mars 2009<sup>78</sup> ce que la Commission n'a, à la date de rédaction de ces lignes, toujours pas fait.

Une telle directive pourrait consolider les éléments les plus pertinents des acquis de la jurisprudence communautaire tout en comblant ses lacunes. Seraient ainsi notamment consacrées la liberté de choix du pays du siège social et la liberté de transfert de ce siège par transformation. Elle pourrait également abolir certaines barrières à la sortie telles que l'exigence d'unanimité posée par certains Etats membres.

Ce texte pourrait même permettre un transfert sans obstacle du siège social ne passant pas par une transformation comme l'avait suggéré l'avocat général dans l'affaire *Cartesio*<sup>79</sup>.

Enfin, cette nouvelle directive pourrait harmoniser les conséquences fiscales du transfert de siège social en Europe en prescrivant un régime de neutralité.

Une telle réforme ne supprimerait cependant pas la concurrence existant entre les législations des Etats membres ce qui pourrait conduire la France, comme elle a pu le faire en créant la SAS, à adapter sa législation à la législation.

---

<sup>76</sup> Voir en ce sens, R. Damman, Bull. Joly sociétés, 1<sup>er</sup> juin 2009, n°6 p. 593 ; cf également, D. Martin et D. Poracchia : *Company mobility through cross-border transfers of registered offices within the European Union – A new challenge for French law*, Clunet 2010 n°2, p. 347 et suivantes

<sup>77</sup> Disponible à l'adresse : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/seat-transfer/2004-consult\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/seat-transfer/2004-consult_fr.htm)

<sup>78</sup> Disponible à l'adresse : <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P6-TA-2009-0086+0+DOC+XML+V0//FR#BKMD-5>

<sup>79</sup> Voir Conclusions de l'avocat général Poiares Maduro présentées le 22 mai 2008 (disponibles à l'adresse : [http://eurlex.europa.eu/Result.do?direct=yes&lang=fr&where=GRP\\_CITATION:61987J0081&whereihm=Actes%20cit%C3%A9s:61987J0081](http://eurlex.europa.eu/Result.do?direct=yes&lang=fr&where=GRP_CITATION:61987J0081&whereihm=Actes%20cit%C3%A9s:61987J0081))

### *L'adaptation du droit français*

Traditionnellement, le droit français est attaché à la théorie du siège réel. Ce choix ne permet pas aujourd'hui aux sociétés qui le souhaiteraient d'installer sur notre territoire leur siège social tout en menant leur activité et en prenant leurs décisions à l'étranger. En refusant la dissociation entre siège réel et siège statutaire, le droit français condamne à la dissolution toute société implantée sur son territoire et souhaitant déplacer à l'étranger son siège social.

Ce faisant, le territoire français est, de ce point de vue, moins attractif pour les sociétés étrangères que celui des Etats d'incorporation.

On peut ajouter qu'il peut poser dans certaines situations une réelle incertitude quant à la localisation du siège réel d'une société, incertitude qui ne se rencontre guère lorsqu'on retient le critère du siège statutaire.

Afin de procéder à l'adaptation nécessaire, la France pourrait, tout comme l'Allemagne en 2008, adopter le régime de l'incorporation. Une telle réforme permettrait notamment aux sociétés françaises d'appliquer le droit français à l'ensemble de leur groupe et aux sociétés étrangères, de se placer sous l'empire du droit français sans avoir besoin de transférer sur notre territoire leur centre décisionnel.

Il serait également envisageable d'adopter un régime juridique clair encadrant l'arrivée en France de sociétés jusque là implantées dans d'autres Etats membres ce qui, en mettant un terme à l'incertitude entourant cette question, favoriserait un peu plus l'attractivité de notre territoire.