

NEWSLETTER DE DROIT BOURSIER

Mai 2014

SOMMAIRE

Loi Florange	2
Impacts pour les sociétés cotées	
Introductions en bourse	3
Constitution d'un groupe de travail	
Franchissement de seuils	3
Le Conseil Constitutionnel confirme la régularité de la sanction de privation automatique des droits de vote	
Directive sur les droits des actionnaires	4
Proposition de modification de la directive	
Gouvernement d'entreprise et « <i>Comply or explain</i> »	5
Recommandation de la Commission européenne	
Emissions d'OCA, d'OEA et d'ORA	6
Publication AMF sur les obligations d'information du marché	
PEA destiné au financement des PME – ETI	7
Le dispositif est désormais opérationnel	
Manquements et délits d'initiés	7
Arrêt de principe de la CEDH sur le non-cumul des sanctions	
Actualités	8
Dossiers Vivendi/SFR et Alstom : Cession d'actifs stratégiques et réglementation boursière	

LOI FLORANGE

Impacts pour les sociétés cotées

La loi visant à reconquérir l'économie réelle, dite proposition de loi Florange, a été promulguée le 29 mars dernier. Elle comporte des modifications importantes pour le droit des sociétés cotées et notamment la réglementation sur les offres publiques d'acquisition.

Outre le volet social, qui instaure l'obligation pour les entreprises de plus de 1.000 salariés de chercher un repreneur en cas de projet de fermeture d'un établissement, cette loi comporte des mesures « *en faveur de l'actionnariat de long terme* », visant à lutter contre le contrôle rampant et les OPA hostiles, et qui apportent des modifications importantes au droit des sociétés cotées et à la réglementation des offres publiques d'acquisition.

Les principales mesures visant à lutter contre le contrôle rampant sont les suivantes :

- l'abaissement du seuil « d'excès de vitesse d'acquisition » de 2% à 1% ;
- l'introduction de la **caducité de plein droit** des offres publiques d'acquisition lorsque, à la clôture d'une offre publique, l'initiateur de l'offre « *ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à la moitié* ».

Les principales mesures visant à lutter contre les OPA hostiles sont les suivantes :

- l'attribution de plein droit de droits de vote double aux actionnaires détenant depuis au moins deux ans des actions entièrement libérées inscrites au nominatif, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi ;
- la remise en cause du principe de neutralité des organes de direction des sociétés cibles en période d'offre publique ;
- l'élargissement des attributions du Comité d'entreprise via une procédure d'information et de consultation et l'obligation de reproduire l'avis motivé du Comité d'entreprise dans la note en réponse de la société cible ;
- l'augmentation du pourcentage maximal du capital social pouvant être attribué via des attributions gratuites d'actions de 10% à 30%.

Le Conseil constitutionnel, saisi le 24 février dernier, a censuré certaines dispositions de la loi relatives à l'obligation de recherche d'un repreneur mais a jugé conforme à la Constitution le volet de la loi en faveur de l'actionnariat de long terme.

La loi Florange est entrée en vigueur le 2 avril dernier. Toutefois, les dispositions concernant l'« excès de vitesse d'acquisition » n'entrent en vigueur que le premier jour du quatrième mois suivant sa promulgation et les dispositions relatives au principe de neutralité des organes de direction et à l'élargissement des attributions du Comité d'entreprise s'appliquent aux offres publiques d'acquisition dont le dépôt intervient à compter du premier jour du quatrième mois suivant sa promulgation.

⇒ *Nous conservons à votre disposition notre mémorandum détaillé sur les dispositions de la loi « Florange » en faveur de l'actionnariat de long terme. Vous pouvez en obtenir un exemplaire sur simple demande par email à skulecki@ftpa.fr.*

La loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle est disponible [ici](#).
La décision du Conseil constitutionnel du 27 mars 2014 est disponible [ici](#).

INTRODUCTIONS EN BOURSE

Constitution d'un groupe de travail

L'AMF a annoncé le 7 mars dernier le lancement d'un groupe de travail sur le dispositif réglementaire relatif aux introductions en bourse.

La mise en place de ce groupe de travail s'inscrit dans le cadre du plan stratégique de l'AMF 2013-2016 au service du dynamisme de la place de Paris. Il s'agit de revoir certains aspects du dispositif réglementaire français, en particulier au regard de la pratique d'autres pays européens.

Les thèmes de réflexion de ce groupe de travail sont les suivants :

- la structuration des introductions en bourse ;
- les règles d'encadrement du prix ;
- la présentation des critères d'appréciation de la fourchette de prix ;
- l'articulation du calendrier des introductions autour de l'élaboration des rapports de recherche et de la publication du document de base.

Les travaux du groupe de travail devraient être soumis à consultation publique à l'automne 2014.

Le communiqué de presse de l'AMF mettant en place ce groupe de travail est disponible [ici](#).

FRANCHISSEMENT DE SEUILS

Le Conseil Constitutionnel confirme la régularité de la sanction de privation automatique des droits de vote

Le Conseil constitutionnel a décidé, le 28 février dernier, que la sanction de la privation automatique des droits de vote pendant un délai de deux ans pour les actionnaires ne déclarant pas à l'émetteur et à l'AMF le franchissement à la hausse des seuils légaux est conforme à la constitution (voir notre Newsletter de février 2014 pour la question prioritaire de constitutionnalité).

Dans sa décision sur la constitutionnalité des deux premiers alinéas de l'article L.233-14 du Code de commerce, le Conseil constitutionnel retient principalement que :

- la privation temporaire des droits de vote ne constitue **pas** une sanction ayant le caractère d'une **punition** car elle est constatée par le bureau de l'assemblée et ses effets sont limités aux rapports entre les actionnaires ;
- la suspension du droit de vote vise à faire obstacle aux prises de participation occultes et poursuit donc un **but d'intérêt général** ;
- la suspension du droit de vote n'entraîne **pas de privation de propriété** compte tenu de l'encadrement dans le temps de cette mesure et du fait que l'actionnaire demeure propriétaire des actions ;
- l'atteinte au droit de propriété n'est pas disproportionnée compte tenu du but poursuivi.

Le Conseil constitutionnel confirme que le **point de départ** de la privation des droits de vote est la **date de régularisation** effectuée par l'actionnaire.

La décision du Conseil constitutionnel du 28 février 2014 est disponible [ici](#).

DIRECTIVE SUR LES DROITS DES ACTIONNAIRES

Proposition de modification de la directive

La Commission a publié le 9 avril 2014 une proposition de directive qui modifierait la directive « droits des actionnaires » n°2007/36/CE.

Alors que le vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés (« *say on pay* ») est mis en œuvre en France pour la première année, les propositions de la Commission ont pour objectif de permettre aux actionnaires d'exercer plus facilement leurs droits à l'égard des entreprises afin d'améliorer la gouvernance des entreprises cotées dans l'Union européenne.

Le champ d'application de ce projet de Directive est identique à celui de la Directive « droits des actionnaires » et concerne donc exclusivement les **sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé**.

Le projet de directive de la Commission européenne poursuit plusieurs objectifs, dont les suivants :

- accroître l'engagement des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs, notamment par la publication de leur politique d'engagement ;
- renforcer le lien entre la rémunération des dirigeants et leurs performances afin de privilégier une vision à long-terme du développement de l'entreprise ;
- améliorer le droit de regard des actionnaires sur les transactions avec des parties liées ;

- accroître la transparence des agences de conseil en vote (*proxy advisors*), notamment par la publication des informations utilisées dans l'élaboration de leur recommandation et par l'obligation de communiquer sur d'éventuels conflits d'intérêts existants ou potentiels.

Parmi les nouvelles mesures envisagées, la Commission prévoit un vote triennal et contraignant des actionnaires sur la politique de rémunération des dirigeants, avant la fixation de leur rémunération.

Le projet de directive prévoit que chaque entreprise devra définir un plafond de rémunération pour les dirigeants dans la politique de rémunération soumise au vote contraignant des actionnaires. De plus, chaque société devra expliquer comment la rémunération fixée contribue aux intérêts et à la viabilité à long terme de l'entreprise. La société devra également préciser comment les conditions de rémunération et de travail des salariés de l'entreprise ont été prises en compte lors de la définition de la politique, y compris en expliquant le ratio entre la rémunération moyenne des salariés de l'entreprise et celle de ses dirigeants.

Enfin, le rapport sur la rémunération de l'exercice écoulé devra être soumis au vote de l'assemblée générale annuelle. Dans le cas où les actionnaires votent contre ce rapport, l'entreprise devra expliquer, dans le rapport suivant, comment elle a pris en compte le vote des actionnaires dans l'élaboration de la rémunération de l'exercice suivant.

Une fois approuvée par les actionnaires, la politique de rémunération devra être rendue publique par une publication sur le site web de l'entreprise.

La proposition de modification de la directive du 9 avril 2014 est disponible [ici](#).

GOVERNEMENT D'ENTREPRISE ET « *COMPLY OR EXPLAIN* »

Recommandation de la Commission européenne

Dans sa recommandation du 9 avril 2014 n°2014/208/UE, la Commission propose des orientations aux sociétés cotées afin d'améliorer la qualité des explications offertes lorsqu'elles dérogent au code de gouvernement d'entreprise applicable.

Les dispositions en matière de gouvernance étant non contraignantes, la Commission est particulièrement exigeante en ce qui concerne l'application de la règle « *comply or explain* ». La Commission reconnaît qu'il peut être dans l'intérêt de la société de déroger au code de gouvernance mais insiste sur la qualité des informations fournies en cas de dérogation.

La Commission recommande notamment que :

- les codes de gouvernance établissent une distinction claire entre (i) les parties du code auxquelles il ne peut être dérogé, (ii) celles qui s'appliquent selon le principe « *comply or explain* » et (iii) celles qui s'appliquent sur une base purement volontaire ;
- les sociétés précisent de quelle manière elles ont appliqué les recommandations du code de gouvernance en ce qui concerne les sujets les plus importants pour les actionnaires ;
- les sociétés précisent clairement à quelles recommandations spécifiques elles ont dérogé et, pour chaque dérogation :
 - o expliquent de quelle manière elles ont dérogé à ladite recommandation ;
 - o décrivent les raisons de cette dérogation ;
 - o décrivent comment la décision de déroger à la recommandation a été prise au sein de la société ;
 - o le cas échéant, décrivent la mesure qui a été prise au lieu de respecter la recommandation et expliquent la manière dont cette mesure permet d'atteindre l'objectif sous-jacent de la recommandation en question ou du code dans son ensemble, ou clarifient la manière dont elle contribue à la qualité de leur gouvernance.

La recommandation de la Commission du 9 avril 2014 est disponible [ici](#).

EMISSIONS D'OCA, D'OEA ET D'ORA

Publication AMF sur les obligations d'information du marché

L'AMF a publié le 21 février 2014 un tableau récapitulatif des informations exigées dans une note d'opération relative à des obligations convertibles, échangeables ou remboursables en actions (ci-après « OCA », « OEA » et « ORA »).

Le règlement délégué n°759/2013 du 30 avril 2013 a modifié le règlement Prospectus n°809/2004. Suite à la mise à jour des questions-réponses de l'ESMA en janvier dernier, l'AMF précise et récapitule dans un tableau synthétique les informations à fournir lors des émissions et admissions de titres de créance convertibles, échangeables ou remboursables en actions.

En particulier, il est désormais exigé de renseigner la déclaration sur le fonds de roulement net et le tableau des capitaux propres et de l'endettement de moins de 90 jours lorsque les actions sous-jacentes des titres d'emprunt convertibles ou échangeables en actions ne sont pas déjà admises à la négociation sur un marché réglementé.

Le tableau récapitulatif des informations exigées dans une note d'opération relative à des OCA, OEA ou ORA est disponible [ici](#).

Le règlement délégué n°759/2013 du 30 avril 2013 est disponible [ici](#).

PEA DESTINE AU FINANCEMENT DES PME – ETI

Le dispositif est désormais opérationnel

Le décret d'application relatif au PEA destiné au financement des PME – ETI, rendant le dispositif pleinement opérationnel, est entré en vigueur le 6 mars 2014.

Ce décret modifie le Code monétaire et financier afin de fixer les modalités d'application du PEA PME-ETI et précise que les règles d'ouverture d'un PEA PME-ETI seront identiques à celles applicables au PEA, et que le PEA PME-ETI aura le même régime fiscal favorable que le PEA.

Le PEA PME-ETI est **plafonné à 75.000 euros**, mais ce plafond est distinct de celui du PEA classique (qui a été relevé à 150.000 euros depuis le 1^{er} janvier).

Les seuils fixés par la réglementation pour qu'une entreprise soit qualifiée d'ETI sont les suivants :

- employer moins de 5 000 personnes ;
- avoir un chiffre d'affaires inférieur à 1 500 millions d'euros ou un total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros.

En application du décret, ces seuils sont appréciés sur la base des comptes du dernier exercice de la société émettrice, et, le cas échéant, de ceux des sociétés avec lesquelles elle constitue un groupe, pouvant susciter des difficultés d'application pour s'assurer de l'éligibilité.

⇒ *Nos équipes de droit fiscal et droit des sociétés sont à votre disposition si vous avez des questions sur l'éligibilité de votre entreprise au PEA PME-ETI.*

Dans un communiqué de presse publié le 25 mars 2014, le Ministre de l'Economie et des Finances appelle les PME et ETI cotées sur Euronext et Alternext à déclarer leur éligibilité au PEA PME-ETI à l'entreprise de marché et à travers un communiqué de presse.

Le décret d'application est disponible [ici](#).

Le communiqué de presse du Ministre de l'Economie et des Finances du 25 mars 2014 est disponible [ici](#).

MANQUEMENTS ET DELITS D'INITIES

Arrêt de principe de la CEDH sur le non-cumul des sanctions

Dans un arrêt du 4 mars dernier, la Cour Européenne des Droits de l'Homme (CEDH) a décidé que le cumul des infractions pénales et administratives en matière boursière contrevient au

principe *non bis in idem* prévu dans le protocole n°7 de la Convention Européenne de Sauvegarde des Droits de l'Homme (CESDH).

En l'espèce, un investisseur sanctionné par le régulateur italien et par les juridictions pénales pour diffusion de fausses informations s'est pourvu en cassation en Italie et a soulevé une question incidente de constitutionnalité, que la Cour de cassation italienne a soumise à la CEDH. Au nombre des griefs invoqués, figurait la violation du principe *non bis in idem* prévu par le protocole n°7 de la Convention. La CEDH a retenu à l'unanimité la violation de ce principe et a conclu à l'absence de validité de la « réserve » italienne prévoyant que le principe *non bis in idem* ne s'applique qu'aux infractions pénales.

La Cour pose les conditions de validité des réserves effectuées par les Etats-parties concernant l'application du principe *non bis in idem* :

- elles doivent être faites au moment de la ratification par l'Etat concerné de la CESDH ou des Protocoles ;
- elles doivent porter sur une loi en vigueur à l'époque de la ratification ;
- elles ne doivent pas être à caractère général ;
- elles doivent comporter un bref exposé de la loi visée.

En France, le Conseil constitutionnel avait décidé dans un arrêt du 28 juillet 1989 que la règle *non bis in idem* ne fait pas obstacle au cumul des poursuites et des sanctions pénales et administratives en matière boursière. Cette position a été encore récemment confirmée par la Chambre criminelle de la Cour de cassation le 22 janvier 2014.

Cette position française nous semble contraire à la décision de la CEDH, d'une part en raison du caractère général de la formulation de la réserve française, et d'autre part en raison du fait que notre réglementation des répressions en matière boursière a été adoptée postérieurement à la ratification par la France du protocole n°7.

Cet arrêt de la CEDH met ainsi en exergue, selon nous, la contrariété de la position française avec le principe *non bis in idem* tel qu'interprété par la CEDH, et pourrait amener à une réforme du droit répressif français en la matière. Plusieurs pistes ont par le passé déjà été évoquées, dont la création d'une juridiction unique du contentieux boursier.

L'arrêt de la CEDH Grande Stevens c/ Italie du 4 mars 2014 est disponible [ici](#).

ACTUALITES

Dossiers Vivendi/SFR et Alstom : Cession d'actifs stratégiques et réglementation boursière

Les dossiers Vivendi/SFR et Alstom posent la question des règles applicables en cas de cession d'un actif stratégique.

Notre Code de commerce ne prévoit aucune disposition nécessitant l'autorisation préalable des actionnaires pour céder un actif stratégique, sauf si cette cession est de nature à modifier l'objet social.

Quant à la réglementation boursière, si la société dispose d'un actionnaire de contrôle (au sens de l'article L233-3 du Code de commerce), l'AMF peut exiger de cet actionnaire la mise en œuvre d'une offre publique de retrait si la cession envisagée porte sur « la totalité ou le principal des actifs » (RG AMF, art. 236-6).

Vivendi ne comporte aucun actionnaire de contrôle (Bolloré détient environ 5% du capital), et cette question devrait recevoir une réponse identique s'agissant d'Alstom (Bouygues, actionnaires à 29,4% n'ayant que deux représentants au Conseil d'administration d'Alstom et n'a, à notre connaissance, jamais dépassé les 50% de droits de vote lors des dernières assemblées générales).

Seul le Code Afep-Medef énonce « *Même s'il ne s'agit pas d'une modification de l'objet social, le conseil doit saisir l'assemblée générale si l'opération concerne une part prépondérante des actifs ou des activités du groupe* » (art.5.2). On relèvera toutefois qu'il s'agit de « soft law » auquel l'émetteur peut déroger, et également qu'il n'existe pas de disposition équivalente dans le Code MiddleNext.

Le ministre de l'Economie a saisi le 29 avril dernier l'AMF afin « *qu'elle donne instruction au conseil d'administration d'Alstom d'assurer l'égalité de traitement stricte entre l'offre de Siemens et de General Electric* ».

Toutefois, le règlement général de l'AMF ne comporte aucune disposition imposant une égalité de traitement entre acquéreurs potentiels pour la cession d'un actif, fut-il stratégique ou représentant l'essentiel des actifs de la société. L'égalité de traitement entre acquéreurs potentiels n'est requise que si le projet porte sur l'acquisition de la totalité du capital d'un émetteur avec offre publique (RG AMF, art. 231-3), ce qui n'est pas le cas en l'espèce.

Ces deux dossiers sensibles, et consécutifs, pourraient être de nature à entraîner une évolution de la réglementation. Le Président de l'AMF, Monsieur Gérard Rameix, s'est d'ailleurs dit « *favorable à un débat de place sur l'information et la consultation des actionnaires* » dans de telles hypothèses (Le Monde, 29 avril 2014).

Concernant Alstom, la société a finalement indiqué qu'elle entendait suivre les recommandations du Code Afep-Medef et ainsi soumettre le projet, s'il est entériné par son Conseil d'administration, à l'approbation des actionnaires de la société (le communiqué est disponible [ici](#)).

* *

*

AU SUJET DE FTPA

FTPA est aujourd'hui l'un des plus anciens cabinets d'avocats indépendants en France. Fondé en 1972, FTPA réunit une équipe de 50 avocats aux compétences complémentaires. Le cabinet intervient et accompagne ses clients, entreprises et groupes de sociétés, en France et à l'international, pour tous leurs projets, dossiers et contentieux complexes. Le cabinet a développé une approche très pragmatique des enjeux juridiques et couvre tous les grands domaines du droit et du contentieux des affaires.

FUSIONS-ACQUISITIONS ET DROIT BOURSIER

Notre département fusions-acquisitions et droit boursier est composé de quinze avocats.

En matière de fusions-acquisitions, nous intervenons sur des opérations de cessions / acquisitions, joint-venture, *private equity* ou encore de reprise d'entreprise en difficultés.

En matière de droit boursier, nous intervenons en matière d'introductions en bourse et d'opérations financières sur sociétés cotées (offres publiques, prises et cessions de participations, émissions de titres, fusions et restructurations). Notre équipe conseille également les émetteurs dans la mise en place d'outils d'intéressement des dirigeants et salariés, le respect des obligations d'information du marché, la préparation des assemblées générales, et en matière de gouvernance (code de gouvernement d'entreprise, charte boursière...).

L'équipe droit boursier de FTPA est dirigée par **Alexandre Omaggio**.



Alexandre Omaggio
Avocat associé

FTPA

1 bis, avenue Foch
75116 Paris
FRANCE

Tel.: +33 (0)1 45 00 02 21

Fax: +33 (0)1 45 00 85 83

Email: aomaggio@ftpa.fr

www.ftpa.fr