

# NEWSLETTER DE DROIT BOURSIER

Février 2014

---

## SOMMAIRE

<b>Documents de référence</b>	<b>2</b>
Mise à jour par l'AMF de certaines recommandations	
<b>Assemblées générales</b>	<b>3</b>
Premières applications contrastées du « Say-On-Pay »	
<b>Gouvernement d'entreprise et code Afep-Medef</b>	<b>4</b>
Guide d'application publié par le Haut Comité	
<b>Communication financière et données financières estimées</b>	<b>4</b>
Mise à jour par l'AMF de sa position-recommandation	
<b>Information privilégiée</b>	<b>5</b>
Saisine préjudicielle de la CJUE	
<b>Franchissement de seuils</b>	<b>6</b>
Question prioritaire de constitutionnalité	
<b>Analyse financière</b>	<b>7</b>
Publication d'un guide par l'AMF à destination des professionnels de l'analyse financière	

---

## DOCUMENTS DE REFERENCE

Mise à jour par l'AMF de certaines recommandations

L'AMF a publié le 17 décembre 2013 une mise à jour d'une partie de ses recommandations contenues dans le guide d'élaboration des documents de référence (Position-recommandation n°2009-16).

L'AMF met tout d'abord à jour sa recommandation publiée en décembre 2009 sur la description de la structure du capital. Parmi les nouveautés, l'AMF recommande :

- de distinguer, dans le tableau d'actionnariat pour les trois dernières années, entre les droits de vote théoriques et les droits de vote exerçables en assemblée générale, lorsque cet écart est significatif, et de préciser la nature de cet écart ;
- lorsqu'un émetteur est contrôlé, de donner plus d'informations sur la nature du contrôle (soit (i) de droit/de fait, (ii) exclusif/minorité de blocage, ou notamment (iii) au travers de la détention, du contrôle ou de l'influence significative sur un actif essentiel de l'émetteur) ;
- d'indiquer les clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de l'émetteur dès lors qu'il en a connaissance, et pas seulement si ces clauses ont été transmises à l'AMF et publiées en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

Par ailleurs, l'AMF met à jour sa recommandation sur l'information quant aux rémunérations des mandataires sociaux. Parmi les nouveautés, l'AMF recommande :

- la publication d'un communiqué ou d'une actualisation du document de référence lorsque certains éléments constitutifs de la rémunération des mandataires sociaux n'étaient pas disponibles au moment de la publication du document de référence ;
- la présentation des dispositions des contrats de travail des dirigeants, qui sont susceptibles d'avoir une influence sur leur rémunération, notamment les dispositions relatives aux indemnités de départ ;
- lorsqu'il existe une convention de prestation de services conclue directement ou indirectement entre l'émetteur et un dirigeant, (i) d'indiquer très clairement si cette convention prévoit des prestations de services liées aux fonctions de dirigeant, les prestations effectivement réalisées et les sommes facturées à ce titre, et (ii) d'insérer dans la partie relative aux rémunérations un renvoi au rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées ; et
- l'énonciation, pour les sociétés ne se référant pas à un code de gouvernance, des règles retenues en complément des exigences légales et des raisons pour lesquelles la société n'applique pas de code de gouvernement d'entreprise.

La position-recommandation AMF n°2009-16 mise à jour est disponible [ici](#).

---

## ASSEMBLEES GENERALES

Premières applications contrastées du « *Say-On-Pay* »

Inséré dans le Code Afep-Medef en juin dernier, le vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des principaux dirigeants (« *Say-on-Pay* ») pourrait rendre particulièrement délicate la campagne des assemblées générales 2014 pour certains émetteurs.

Si Pernod Richard et Eutelsat ont bénéficié d'un taux d'approbation très fort sur ces résolutions (compris entre 97,6% et 99,8%), il en est récemment allé très différemment pour Sodexo et Zodiac.

Sodexo, lors de son assemblée générale annuelle du 21 janvier, a vu ses actionnaires voter contre la convention de prestation de services conclue avec son actionnaire principal comportant les éléments de rémunération du directeur général de Sodexo, l'actionnaire principal (famille Bellon) ne pouvant pas participer au vote de cette convention réglementée. Quant à la résolution *Say-On-Pay*, elle n'a pu techniquement être adoptée (à hauteur de 81,20%) qu'en raison du soutien de l'actionnaire principal représentant 50,9% des droits de vote de Sodexo. En soustrayant du quorum et de la majorité la participation de cet actionnaire, la résolution aurait été rejetée.

Bien que le rejet technique sur la rémunération du directeur général n'ait eu lieu que sur la convention réglementée, et non sur la résolution *Say-On-Pay*, la question se pose de savoir si le Conseil d'administration restera silencieux ou tiendra compte du message envoyé par les actionnaires sur la rémunération de son nouveau directeur général.

S'agissant de Zodiac, la résolution *Say-On-Pay* n'a été approuvée qu'à hauteur de 73%. C'est à nouveau peu lorsque l'on relève que 42% des droits de vote de cette société sont détenus par les actionnaires historiques familiaux et salariés.

Ces résultats mitigés mettent en perspective l'importance de la préparation, en particulier le dialogue à construire en amont avec les actionnaires institutionnels et les *proxy advisors* qui peuvent avoir une influence déterminante sur le vote. Cet enjeu sera d'autant plus important que l'émetteur aura un capital atomisé et/ou des résultats ne répondant pas aux attentes du marché. La pédagogie dans la présentation de ces sujets aura également un rôle fondamental, et les émetteurs devront être vigilants dans cet exercice, qui devra les amener à mettre en perspective la rémunération de leurs dirigeants par rapport au marché et à motiver de manière claire et circonstanciée les éléments de rémunération.

Nous avons eu l'occasion de mettre en avant ces enjeux à l'occasion d'une interview filmée le 16 janvier dernier pour un hebdomadaire du droit (cette interview est disponible [ici](#)).

La campagne 2014 pourrait réserver des surprises quant au vote de ces résolutions.

---

## GOVERNEMENT D'ENTREPRISE ET CODE AFEP-MEDEF

Guide d'application publié par le Haut Comité

Le Haut comité de gouvernement d'entreprise a publié le 14 janvier dernier son guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

Ce guide vise à préciser l'interprétation de l'Afep-Medef sur certaines recommandations du code, et constitue un guide de travail pour la rédaction des résolutions présentées lors des prochaines assemblées générales. Il ne comporte pas de nouvelles recommandations.

Le Guide apporte tout particulièrement des précisions sur la **consultation des actionnaires sur la rémunération** des dirigeants mandataires sociaux (« *Say-On-Pay* »), et notamment sur (i) le **contenu et la forme** de la présentation aux actionnaires, (ii) la question de savoir s'il convient de prévoir une **résolution spécifique pour le Président dissocié**, et (iii) la rédaction du ou des projets de résolutions.

Ce Guide apporte également des précisions sur :

- la recommandation relative à la participation d'un représentant des salariés au comité des rémunérations ;
- les règles sur le **cumul des mandats** ;
- les régimes de **retraite supplémentaire** ;
- l'application dans le temps des recommandations du code Afep-Medef ;
- les informations à faire figurer dans les **documents de référence**.

Le Guide d'application du Code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013 est disponible [ici](#).

---

## COMMUNICATION FINANCIERE ET DONNEES FINANCIERES ESTIMEES

Mise à jour par l'AMF de sa position-recommandation

L'AMF a mis à jour le 4 décembre dernier sa position-recommandation n°2004-04 relative aux communications sur des données financières estimées.

Cette mise à jour, qui fait suite au règlement délégué (UE) n°862/2012 du 4 juin 2012, a pour objectif de permettre aux émetteurs de réaliser des opérations sur la base d'un prospectus comprenant des chiffres du dernier exercice clos non encore audités.

L'AMF distingue selon que les **données financières estimées** sont communiquées antérieurement ou postérieurement à la date d'arrêté des comptes :

- lorsque le prospectus est établi antérieurement à l'arrêté des comptes, l'AMF recommande de faire établir un rapport sur l'estimation du bénéfice par les commissaires aux comptes.
- lorsque le prospectus est établi postérieurement à l'arrêté des comptes non encore audités, les émetteurs sont dispensés de faire établir un rapport par leurs commissaires aux comptes. Mais l'AMF recommande aux émetteurs (i) d'inclure la déclaration énonçant les principales hypothèses sur lesquelles ils ont fondé leur estimation, et (ii) d'obtenir une déclaration écrite de leurs commissaires aux comptes « *convenant que les données financières estimées sont, selon la direction de l'émetteur, substantiellement conformes aux chiffres définitifs qui seront publiés dans les prochains états financiers annuels vérifiés* ».

La position-recommandation AMF n° 2004-04 mise à jour relative aux communications sur des données financières estimées est disponible [ici](#).

---

## INFORMATION PRIVILEGIEE

Saisine préjudicielle de la CJUE

La Cour de justice de l'Union européenne, saisie d'une question préjudicielle, va être amenée à préciser la notion d'information privilégiée.

La Cour de cassation a renvoyé devant la Cour de justice de l'Union européenne la question de savoir si une information privilégiée est seulement celle dont il est possible de déduire que son influence potentielle sur le cours d'un titre s'exercera dans un sens déterminé, ou si le sens de l'influence sur le cours est indifférent.

Cette question préjudicielle est posée dans le cadre de l'affaire Wendel / Saint-Gobain.

Dans cette affaire, l'AMF avait déduit de la concomitance entre la conclusion de contrats swap et l'obtention d'un crédit permettant à l'investisseur Wendel d'acquérir les actions de Saint-Gobain que Wendel avait entendu prendre une participation significative dans Saint-Gobain dès la conclusion des contrats swap.

La Commission des Sanctions de l'AMF avait condamné la société Wendel à payer une amende de 1,5 million d'euros pour notamment ne pas avoir porté à la connaissance du public, dès que possible, l'information privilégiée (Règl. gén. AMF, art. 223-2) consistant en la mise en place de l'opération visant à prendre une participation substantielle dans Saint-Gobain. Cette décision fut confirmée devant la Cour d'appel de Paris.

Devant la Cour de cassation, la société Wendel a soutenu qu'elle n'était pas en possession d'une information privilégiée la concernant car il lui était impossible d'anticiper dans quel

sens le cours de ses titres varierait suite à la révélation de l'opération, et n'était en conséquence soumise à aucune obligation d'information du marché.

La Cour de cassation, qui se prononce exclusivement au regard de la notion d'information privilégiée, a décidé de renvoyer à la Cour de justice de l'Union européenne le soin de trancher le débat.

L'arrêt de la Cour de cassation du 26 novembre 2013 est disponible [ici](#).

---

## FRANCHISSEMENT DE SEUILS

Question prioritaire de constitutionnalité

Le Conseil constitutionnel, saisi d'une question préjudicielle de constitutionnalité, va être amené à se prononcer sur la constitutionnalité de la privation de droit de vote des actionnaires qui ne déclarent pas le franchissement de seuils dans les délais requis.

La Cour de cassation a transmis au Conseil constitutionnel la question de la constitutionnalité de l'article L.233-14 du Code de commerce qui prévoit que les actionnaires qui ne déclarent pas à l'émetteur et à l'AMF le franchissement à la hausse de certains seuils, sont automatiquement privés des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été déclarée pendant un délai de 2 ans.

Dans cette espèce, des actionnaires de la société Acadomia avaient constaté en assemblée générale l'absence de déclaration de plusieurs franchissements de seuils par d'autres actionnaires et avaient décidé de les priver de leurs droits de vote pour la fraction excédant les seuils non déclarés. Le Tribunal de commerce ayant débouté ces derniers de leur demande d'annulation des décisions de l'assemblée, ils ont interjeté appel de cette décision et ont soumis une question prioritaire de constitutionnalité à la Cour d'appel.

La Cour d'appel de Paris a refusé de transmettre la question au Conseil constitutionnel au motif que la suspension automatique des droits de vote ne constitue pas une atteinte au droit de propriété car elle ne porte que sur une suspension partielle et temporaire.

A l'inverse de la Cour d'appel, la Cour de cassation décide de renvoyer cette question au Conseil constitutionnel. L'audience publique a été fixée au 11 février prochain.

La question se pose de savoir si la privation des droits de vote peut être regardée comme une sanction ayant le caractère d'une punition et si, eu égard à son caractère automatique, elle serait incompatible avec les exigences découlant du principe de nécessité des peines, qui implique qu'une sanction ayant ce caractère ne puisse être appliquée que si l'autorité compétente la prononce expressément en tenant compte des circonstances propres à chaque espèce.

Cette question soulève également la question de la constitutionnalité d'autres mesures de privation de droits de vote, notamment en cas d'acquisition d'actions sans avoir respecté les règles de dépôt d'une offre publique obligatoire (C. mon. fin. art. L.433-3, I), ou encore en cas de non-respect de l'obligation d'aliéner des actions constitutives d'une participation croisée (C. com. art. L.233-29 et L.233-30).

L'arrêt de renvoi de la question prioritaire de constitutionnalité devant le Conseil constitutionnel, rendu par la Cour de cassation le 17 décembre 2013, est disponible [ici](#).

---

## ANALYSE FINANCIERE

Publication d'un guide par l'AMF à destination des professionnels de l'analyse financière

L'AMF a publié le 3 décembre 2013 un guide à destination des professionnels de l'analyse financière. Ce guide constitue la position-recommandation n° 2013-25, applicable au plus tard le 30 juin 2014.

Ce guide a vocation à rappeler les dispositions en vigueur et à offrir une meilleure lisibilité des règles applicables aux professionnels, notamment les prestataires de service d'investissement (PSI).

Les principales positions développées par l'AMF portent sur :

- l'application aux analystes crédit, et aux analystes quantitatifs lorsqu'ils diffusent des recommandations portant sur des titres de capital ou de créances, des dispositions du règlement général de l'AMF ;
- la séparation physique des analystes et des négociateurs/vendeurs afin d'éviter la fuite d'informations confidentielles ;
- l'impossibilité de lier la rémunération individuelle d'un analyste aux revenus générés par une opération de marché primaire ;
- la possibilité pour les analystes d'un établissement de recevoir des informations sur les opérations primaires du groupe, la veille de leur annonce officielle, après la fermeture des marchés, à condition que la procédure dite de « franchissement de la muraille de Chine » soit respectée.

Outre ces positions, l'AMF recommande la mise en place de dispositifs internes interdisant aux analystes la détention de titres cotés autrement que dans le cadre d'un instrument de placement collectif ou d'un mandat de gestion discrétionnaire.

L'AMF recommande également aux PSI de ne pas publier en cours de séance un changement de recommandation, sauf si l'émetteur concerné a publié une information importante pendant cette séance.

La position-recommandation AMF n° 2013-25 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, LBO 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](mailto:aomaggio@ftpa.fr)

[www.ftpa.fr](http://www.ftpa.fr)