

Actualités M&A / Droit Boursier

Mars 2013

1. DEVELOPPEMENTS LEGISLATIFS ET REGLEMENTAIRES, CONSULTATIONS ET RECOMMANDATIONS

Sommaire

1.1 Sociétés : généralités

1.1.1 Publicité des cessions de parts de SARL et SNC : vers la suppression du dépôt en double exemplaire

La publicité de la cession des parts de sociétés civiles a été simplifiée par le décret n° 2012-928 du 31 juillet 2012 relatif au registre du commerce et des sociétés. Ainsi, depuis le 1er septembre 2012, la publicité de l'acte de cession est accomplie par dépôt, en annexe au registre du commerce et des sociétés, de l'original de l'acte de cession s'il est sous seing privé ou d'une copie authentique de celui-ci s'il est notarié – le dépôt en double exemplaire étant ainsi supprimé. La garde des Sceaux indique, dans une [réponse ministérielle n° 7417](#) publiée au Journal Officiel le 5 mars 2013, que « Cette réforme sera prochainement complétée afin d'aligner le régime de la cession des parts sociales des sociétés en nom collectif (SNC) et des sociétés à responsabilité limitée (SARL), la situation de ces sociétés ne justifiant pas un traitement différent de celui des sociétés civiles. Il est donc envisagé de modifier l'article R. 221-9 du code de commerce ».

1.1.2 Simplification des dix législations de l'Union Européenne (UE) les plus contraignantes pour les PME

La Commission européenne avait lancé en décembre 2012 un programme ayant pour objectif de repérer les charges administratives, les lacunes et les insuffisances et d'évaluer, voire de réviser s'il y a lieu, les législations de l'UE à destination des PME pour lesquelles l'examen a révélé que des mesures s'imposaient.

Par un [communiqué de presse](#) en date du 7 mars 2013, elle annonce que des actions de suivi seront rendues publiques d'ici juin 2013, en tenant compte également de l'issue des processus législatifs en cours. Le même jour à l'occasion du Conseil européen de printemps, la Commission a publié la communication destinée notamment au Parlement européen « [Réglementation intelligente – Répondre aux besoins des petites et moyennes entreprises](#) » : ce document dresse le bilan des mesures prises par la Commission depuis [le rapport précédent](#), de novembre 2011, pour appliquer le principe « Priorité aux PME » (« *Think Small First* ») et alléger les charges imposées aux PME par la réglementation. Il indique également celles qui devront être prises à l'avenir. [Un document de travail](#) des services de la Commission, également adopté le 7 mars, publie les résultats d'une consultation publique concernant le « *top 10 des législations de l'UE les plus contraignantes pour les PME* ».

1. Développements législatifs et réglementaires, consultations et recommandations.....	1
2. Jurisprudence.....	9

Vos contacts chez Clifford Chance :

Catherine Astor-Veyres : 01 44 05 53 25
catherine.astor-veyres@cliffordchance.com

Aline Cardin : 01 44 05 52 22
aline.cardin@cliffordchance.com

Gilles Lebreton : 01 44 05 53 05
gilles.lebreton@cliffordchance.com

Mathieu Remy : 01 44 05 53 00
mathieu.remy@cliffordchance.com

Thierry Schoen : 01 44 05 52 47
thierry.schoen@cliffordchance.com

Laurent Schoenstein : 01 44 05 54 67
laurent.schoenstein@cliffordchance.com

Pour tout renseignement sur la présente veille, vous pouvez contacter :

Cécile Duval : 01 44 05 52 58
cecile.duval@cliffordchance.com

Clifford Chance, 9 Place Vendôme, CS 50018, 75038 Paris Cedex 01, France
www.cliffordchance.com

Il introduit par ailleurs un nouveau tableau de bord annuel permettant de mesurer les progrès accomplis dans le cycle des propositions législatives qui pourraient avoir des conséquences importantes pour les PME. Ce tableau de bord montrera comment les différentes approches adoptées par les États membres pour la mise en œuvre ont une incidence globale sur les PME.

[Top 10 des législations de l'UE les plus contraignantes pour les petites et moyennes entreprises: comment la Commission aide les PME](#)

1.2 Gouvernement d'entreprise / Rémunération des dirigeants ¹

1.2.1 40% d'administratrices pour améliorer le sort des femmes au travail

Le Parlement européen a publié le 4 mars 2013, à l'occasion de la journée de la femme, [un communiqué de presse](#), dans lequel la démocrate socialiste autrichienne, Evelyn Regner, et la démocrate chrétienne grecque, Rodi Kratsa-Tsagaropoulou, rapporteurs, exposent les raisons pour lesquelles la question des inégalités entre hommes et femmes et, notamment, de la présence des femmes au sein des conseils d'administration est primordiale.

Les rapporteurs s'expriment, notamment, sur les difficultés rencontrées pour atteindre le quota de 40 % de membres du conseil d'administration de chaque sexe, tout particulièrement dans certains secteurs d'activités, et précisent les prochaines mesures que le Parlement européen devrait prendre pour parvenir à un environnement de travail plus équilibré au regard des deux sexes. Il est également précisé dans ce communiqué que le rapport législatif sur l'équilibre hommes-femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en bourse devrait être voté par le Parlement européen lors de la session plénière de novembre 2013.

1.2.2 Adoption finale des fonds capital-risque et entrepreneuriat social

Un accord en trilogue² avait été obtenu le 28 juin 2012 sur l'adoption de nouvelles règles portant création d'un label « *Fonds d'entrepreneuriat social européen* » et « *Fonds européen de capital-risque* », mais avait été désavoué par les États membres dix jours plus tard. Les négociations s'étaient poursuivies jusqu'au 6 décembre lorsqu'un nouveau compromis avait pu enfin être dégagé. Des règles ont ainsi été adoptées par le Parlement européen le 12 mars 2013 dernier et validées par le Conseil de l'Union Européenne le 21 mars. L'objectif est de rendre plus attractif l'investissement dans les entreprises sociales et le capital-risque. Les gestionnaires de ces fonds bénéficieront de conditions uniformes d'enregistrement et d'un passeport valable dans l'Union.

[Communiqué de presse du Conseil du 21 mars 2013 / Règlement sur les fonds capital-risque / Règlement sur les fonds d'entrepreneuriat social](#)

1.2.3 Plafonnement des bonus pour les gestionnaires de fonds

La Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen a adopté le 21 mars un projet de loi plafonnant les bonus des gestionnaires de fonds d'investissement et liant leurs salaires aux performances des fonds.

Ce texte prévoit que le bonus des gérants ne pourrait excéder 100% de la rémunération fixe. Au moins 60% de cette part variable devrait être différée sur une durée cohérente avec le cycle de vie et le profil de risque de l'OPCVM géré. La politique de rémunération serait soumise à un comité au sein duquel siègeraient des représentants des salariés.

[Communiqué de presse du Parlement européen du 21 mars 2013](#)

¹ Certaines des rubriques ci-dessous ne figurent que pour leurs aspects liés au gouvernement d'entreprise entendu largement : ainsi, en est-il, par exemple, de la mention relative à l'adoption des règles concernant les fonds d'entrepreneuriat social européen qui ne sont, par ailleurs, pas développées, le domaine de la gestion collective n'étant pas couvert par cette publication.

² Les trilogues sont des réunions entre le Parlement, le Conseil et la Commission en vue de trouver un accord sur un projet de texte.

1.2.4 Réforme bancaire : adoption d'amendements majeurs sur la rémunération des banquiers

Dans le cadre des discussions relatives au projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires et financières, le Sénat a adopté le 21 mars 2013 deux amendements importants en matière de rémunération des banquiers.

[L'amendement n°1 rectifié à l'article 7 du projet de loi](#) vise à introduire des clauses dans les contrats de travail des mandataires sociaux et des salariés dont les activités ont une incidence significative sur le profil de risque. Il dispose que :

- *« les contrats privés qui déterminent les règles de rémunération des « preneurs de risque » doivent comporter des stipulations permettant de déterminer la part de leur rémunération à laquelle ils renoncent en cas de résolution bancaire ;*
- *ces stipulations sont constitutives du plan de résolution et sont donc soumises au contrôle de l'autorité de régulation, qui peut exiger leur modification si elle estime qu'elles ne garantissent pas une participation suffisante des preneurs de risques au coût de la résolution bancaire ;*
- *cet encadrement législatif des contrats fixant la rémunération des preneurs de risque s'applique à tous les contrats conclus à partir de l'entrée en vigueur de la loi. Les contrats en cours devront pour leur part être modifiés dans les trois ans suivants la promulgation de la loi ».*

[L'amendement n° 2 rectifié bis à l'article additionnel après l'article 4 nonies du projet de loi](#) établit un principe de « *say on pay* » sur la rémunération des banquiers en prévoyant que l'assemblée générale des établissements concernés se prononce sur la rémunération des « *preneurs de risque* » mais aussi des « *personnes exerçant une fonction de contrôle* ».

Le Sénat a adopté en première lecture ce projet de loi le 22 mars. Le texte qui a été transmis à l'Assemblée nationale le 25 mars pour une deuxième lecture, n'a pas encore été inscrit à l'ordre du jour des débats.

1.2.5 Accord du Conseil de l'Union européenne sur la proposition dite "CRD 4" et plafonnement des bonus des banquiers

Le Comité des représentants permanents de l'Union européenne a approuvé le 27 mars 2013 un accord politique sur un texte de compromis sur la proposition dite "CRD 4", qui a pour objet premier de fixer les modalités d'application des nouvelles règles prudentielles de Bâle III ³ afin de durcir la régulation des banques. Les textes européens d'application de Bâle 3 laissent d'importantes marges de manœuvre aux autorités prudentielles nationales.

Cet accord prévoit notamment de plafonner les primes des banquiers au niveau du salaire de base. Ces primes pourront être multipliées par deux, à condition d'obtenir l'aval d'une majorité des actionnaires. Une partie de la rémunération variable des dirigeants des banques, jusqu'à 25%, pourra faire l'objet d'un versement différé d'au moins cinq ans.

Cette disposition devrait être instaurée dès janvier 2014 mais ne s'appliquera cependant qu'aux rémunérations versées l'année suivante par les établissements bancaires européens.

[Communiqué de presse du Conseil de l'Union européenne du 27 mars](#) / [Proposition de directive](#) / [Proposition de règlement](#) / [Note du secrétariat](#) / [Correction à la note du secrétariat](#)

³ Le Parlement européen a adopté définitivement le 16 avril à une large majorité le plafonnement des bonus des banquiers. Les nouvelles règles doivent être approuvées formellement par le Conseil des ministres pour entrer en vigueur à partir du 1er janvier 2014.

1.3 Emetteurs et information financière

1.3.1 Mise en place d'un service de notification d'assemblée générale destiné aux investisseurs institutionnels

Le dépositaire Euroclear France s'est associé au fournisseur américain de solutions pour la communication financière Broadridge pour proposer un service de notification d'assemblée générale aux investisseurs institutionnels nationaux et internationaux. Celui-ci leur permettra de recevoir en direct, par un seul canal, les dernières notifications aux assemblées générales ainsi que toutes les informations y relatives en fonction des titres qu'ils détiennent dans leur portefeuille. Seront couvertes les 760 sociétés cotées sur NYSE Euronext Paris.

Le service ainsi mis en place, se conforme aux recommandations du European Market Standards for General Meetings, a pour objectif de faciliter l'efficacité et l'automatisation du processus de vote aux assemblées des sociétés concernées. Ceci inclut notamment la distribution aux actionnaires d'informations sur les événements "corporate", sans qu'ils aient à chercher eux-mêmes l'information ainsi que l'ensemble de la documentation à jour pour les assemblées générales d'actionnaires. Ces informations sont collectées par Euroclear France et Broadridge à partir d'un certain nombre de sources, tel que le (Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO), émetteurs ou dépositaires centraux étrangers) puis retransmises notamment par voie électronique aux investisseurs.

La seconde étape du processus, à savoir l'automatisation du vote lui-même, devrait intervenir ultérieurement.

[Communiqué de presse du 20 mars 2013](#)

1.3.2 Arrêtés portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF (RGAMF)

[Un arrêté portant homologation de modifications du RGAMF](#) relatives à la mise en œuvre des dispositions de la directive Prospectus révisée⁴ a été publié au Journal Officiel de la République Française (JORF) du 2 mars 2013.

Ce texte modifie tout d'abord l'article 211-1 du RGAMF en précisant que ne sont pas soumises aux dispositions du titre 1^{er} relatif aux offres au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers, l'offre ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers visés au 6° de l'article L.411-3 du code monétaire et financier, dont le montant total dans l'Union est inférieur à 75 000 000 euros, ce montant étant calculé sur une période de douze mois. (Les titres visés à l'article L.411-3 6° du CMF ici en cause sont des titres financiers, autres que des titres de capital émis d'une manière continue ou répétée par un établissement de crédit pour autant que ces titres financiers a) ne soient pas subordonnés, convertis ou échangeables b) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de titres financiers et ne soient pas liés à un contrat financier).

Il abroge l'article 211-2-1 du RGAMF relatif au fichier des investisseurs qualifiés désormais supprimé.⁵

L'article 211-8- est également complété d'un paragraphe indiquant que « *le résumé expose de manière concise et dans un langage non technique des informations clés qui fournissent, conjointement avec le prospectus, des*

⁴ **Directive 2010/73/EU du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010** modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE 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.

⁵ **Article 211-2-1**

(Arrêté du 18 septembre 2006)

Toute personne ou entité mentionnée au II de l'article D.411-1 du code monétaire et financier qui sollicite son inscription dans le fichier prévu à l'article D.411-3 dudit code remplit et adresse à l'AMF le formulaire disponible sur son site accompagné d'une photocopie d'une pièce d'identité en cours de validité ou de l'attestation de son inscription professionnelle. L'AMF adresse à cette personne ou entité un accusé de réception attestant de son inscription dans le fichier.

Lorsque cette personne ou entité souhaite renoncer à son statut d'investisseur qualifié, elle remplit et adresse à l'AMF le formulaire disponible sur son site accompagné d'une photocopie d'une pièce d'identité en cours de validité ou de l'attestation de son inscription professionnelle. Cette personne ou entité perd son statut d'investisseur qualifié à partir du jour de réception de l'accusé de réception délivré par l'AMF attestant de sa radiation du fichier.

Le fichier n'est pas consultable par les tiers.

informations adéquates sur les éléments essentiels des titres financiers concernés afin d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres. Il est établi sous une forme standard afin de faciliter la comparabilité des résumés relatifs aux titres financiers similaires. Le résumé est construit sur une base modulaire en fonction des annexes du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 ».

Il modifie ensuite l'article 212-25 relatif à la note complémentaire au prospectus pour encadrer les circonstances dans lesquelles les investisseurs qui auraient accepté d'acheter des titres financiers ou de souscrire à l'offre avant que la note ne soit publiée, peuvent retirer leur acceptation.

Les différents livres du RGAMF ont été mis à jour.

[Règlement général de l'AMF - Livre II - Emetteurs et information financière](#) / [Règlement général de l'AMF - Livre III - Prestataires](#) / [Règlement général de l'AMF - Livre IV - Produits d'épargne collective](#) / [Règlement général de l'AMF - Livre V - Infrastructures de marché](#) / [Règlement général de l'AMF - Livre VI - Abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché](#) / [Règlement général de l'AMF - Livre VII - Marchés réglementés admettant à la négociation des quotas d'émissions](#)

[Un second arrêté](#) homologuant la nouvelle rédaction de l'article 212-12 du règlement général a été publié au JORF du 15 mars 2013. Il est désormais permis aux émetteurs d'élaborer leurs prospectus d'offres au public de titres de créance d'une valeur nominale inférieure à 1.000 euros dans une langue usuelle en matière financière, lorsque ces offres sont réalisées en France ou dans plusieurs Etats membres de l'UE dont la France.

[Communiqué de presse de l'AMF du 27 mars 2013](#)

1.3.3 Opinion de l'ESMA sur le cadre légal d'approbation des prospectus des pays tiers et mise à jour des recommandations du CESR sur la directive Prospectus

L'ESMA a publié le 20 mars 2013 [une opinion](#) sur le cadre légal d'approbation des prospectus des pays tiers en application de l'article 20 de la directive Prospectus. Selon cette disposition, dans le cas d'émetteurs ayant leur siège statutaire dans un pays tiers, le prospectus est approuvé par l'autorité compétente de « l'État membre d'origine » de l'UE, désigné conformément aux dispositions de la directive. Cette autorité peut reconnaître le prospectus établi selon les règles applicables à l'émetteur concerné dans le pays où il est établi, sous réserve de certaines exigences. Cette opinion explique les règles applicables aux prospectus des pays tiers et expose le rôle des autorités compétentes des Etats membres de l'Union européenne dans l'examen des prospectus.

De plus, à la suite de la consultation du CESR sur la directive Prospectus, l'ESMA a décidé de publier une nouvelle fois les [recommandations du CESR](#) pour une mise en œuvre efficace de la réglementation de la Commission européenne en matière de prospectus, recommandations initialement publiées en janvier 2005. Ces recommandations n'ont cependant pas encore été adoptées en tant que recommandations par l'ESMA et par conséquent, le principe « *appliquer ou expliquer* » figurant à l'article 16 du règlement de l'ESMA ne s'applique pas.

1.4 Prestataires et infrastructures de marché

1.4.1 Adoption par la Commission européenne de deux propositions visant à renforcer les règles de l'UE relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux et aux virements de fonds

La Commission européenne a adopté le 5 mars 2013 deux propositions visant à renforcer les règles de l'UE relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux et aux virements de fonds. La paquet comprend :

- [Une proposition de directive relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme](#) : ce texte vise tant à assurer une concordance entre l'approche de l'UE et celle suivie au niveau international qu'entre les règles en vigueur dans les différents États membres. Il prévoit notamment un dispositif d'identification des bénéficiaires effectifs, rend les obligations de vigilance à l'égard de la clientèle plus claires et plus transparentes, et étend les dispositions relatives aux personnes politiquement exposées (c'est-à-dire les personnes auxquelles un risque plus élevé est attaché du fait de la position politique qu'elles occupent) aux personnes

politiquement exposées dites « nationales » (c'est-à-dire résidant dans un État membre de l'UE), et non plus seulement « étrangères », ainsi qu'aux personnes politiquement exposées travaillant pour une organisation internationale.

- [Une proposition de règlement sur les informations accompagnant les virements de fonds visant à garantir la traçabilité en bonne et due forme de ces virements](#) : ce texte a pour objet de réviser le règlement (CE) n° 1781/2006 relatif aux informations concernant le donneur d'ordre accompagnant les virements de fonds de manière à améliorer la traçabilité des paiements et à faire en sorte que le cadre de l'UE demeure totalement conforme aux normes internationales.

Les deux propositions prévoient enfin d'accroître les pouvoirs de sanction des autorités compétentes, en instaurant notamment un ensemble minimum de règles pour renforcer les sanctions administratives et l'obligation, pour les autorités compétentes, de coordonner leur action dans les affaires transfrontières.

1.4.2 AMF – 13ème journée de formation des RCCI ⁶ et des RCSI ⁷

La journée de formation des RCCI et des RCSI s'est tenue cette année le 19 mars 2013. Elle a été organisée par l'Autorité des marchés financiers et a rassemblé près de 700 professionnels de la conformité et du contrôle interne. Son objectif est de faciliter leur tâche de veille réglementaire et de les sensibiliser aux enjeux auxquels ils sont confrontés dans l'exercice de leur métier. Elle est l'occasion d'un dialogue régulier entre ces RCCI et RCSI et le régulateur.

Les thèmes abordés ont été les suivants :

- [Atelier n° 1 : Quelles responsabilités des RCCI et des RCSI ?](#)
- [Atelier n° 2 : Un an après la mise en place de l'ESMA : impact de la doctrine et articulation avec la réglementation AMF](#)
- [Atelier n° 3 : La surveillance des marchés par l'AMF](#)
- [Discours d'introduction de Gérard Rameix, Président de l'Autorité des marchés financiers](#)
- [L'actualité législative et réglementaire](#)
- [La jurisprudence 2012 de la Commission des sanctions de l'AMF - Claude Nocquet, Président de la Commission des sanctions de l'AMF](#)
- [La médiation de l'AMF - Marielle Cohen-Branche, médiatrice de l'AMF](#)
- [Les nouvelles réglementations européennes dans le domaine de la gestion et des marchés - Intervention d'Edouard Vieillefond, Direction de la régulation et des affaires internationales](#)

1.4.3 Règlement délégué de la Commission en matière de dérogations, conditions générales d'exercice, dépositaires, effet de levier, transparence et surveillance

Un [règlement délégué \(UE\) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE ⁸ du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence](#) et la surveillance a été publié au Journal Officiel de l'Union Européenne (JOUE) du 22 mars 2013.

Les dispositions de ce règlement régissent l'agrément, les activités et la transparence des gestionnaires qui

⁶ Responsable de la Conformité et du Contrôle Interne

⁷ Responsable de la Conformité pour les Services d'Investissement

⁸ **Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011** sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

gèrent et/ou commercialisent des fonds d'investissement alternatifs dans l'Union. Il spécifie les tâches et les responsabilités de l'«organe directeur» et des « instances dirigeantes » et introduit en outre la notion de « fonction de surveillance ». Il précise également la signification de la notion de « traitement spécial » afin que les gestionnaires sachent exactement quelles informations ils doivent fournir aux autorités compétentes.

Les normes d'évaluation variant selon les juridictions et selon les classes d'actifs; le règlement a pour objectif de compléter les règles générales communes et établir des références destinées aux gestionnaires pour l'élaboration et la mise en œuvre de politiques et procédures adéquates et cohérentes permettant une évaluation correcte et indépendante des actifs des fonds d'investissement alternatifs.

Ce texte s'appliquera à compter du 22 juillet 2013.

1.4.4 Guide pratique de l'ESMA pour la reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers

L'ESMA a publié le 12 mars 2013 [un guide pratique](#) sur la reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers. Ce guide s'inscrit dans le cadre de la réglementation sur les infrastructures de marché européennes (EMIR), qui vise à introduire une plus grande transparence et une meilleure gestion des risques sur le marché des produits dérivés de gré à gré. Il clarifie notamment les obligations des régulateurs nationaux s'agissant de l'évaluation des arrangements d'interopérabilité. L'objectif de ce guide est d'explicitier les précisions à apporter par l'ESMA sur les contreparties centrales des pays tiers conformément aux dispositions du chapitre 4 du Titre III du règlement EMIR⁹ et du chapitre II du règlement délégué du 19 décembre 2012¹⁰.

1.4.5 Entrée en application de certaines dispositions du règlement EMIR

L'AMF a attiré l'attention des entreprises d'investissement, établissements de crédit, entreprises d'assurance, sociétés de gestion et entreprises non financières, via la publication d'un [communiqué de presse](#) en date du 15 mars 2013, sur l'entrée en application de certaines dispositions du règlement EMIR dès le 15 mars 2013 à la suite de la publication des règlements délégués¹¹ le 23 mars 2013.

Les obligations du règlement EMIR applicables à compter du 15 mars 2013 sont les suivantes :

- « pour toutes les contreparties, la confirmation des termes des contrats dérivés de gré à gré dans les délais définis par les standards techniques de l'ESMA ;
- pour les contreparties non financières, l'obligation d'informer l'AMF et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA) dès lors que les positions prises sur des contrats dérivés de gré à gré dépassent l'un des seuils de compensation définis par classe d'actifs. Les modalités précises de calcul des positions et les seuils de compensation sont définis dans les règlements délégués. Seules les positions qui ne contribuent pas à la réduction des risques liés aux activités commerciales ou aux activités de financement de la trésorerie doivent être prises en compte dans ce calcul, effectué globalement au niveau du groupe auquel appartient la contrepartie ;
- pour les contreparties financières et les contreparties non financières dont les positions dépassent l'un des seuils de compensation, la valorisation quotidienne des contrats en cours au prix de marché ou, lorsque les conditions de marché ne permettent pas cette valorisation au prix de marché, en ayant recours à des modèles ».

Le régulateur a également publié [une fiche presse](#) rappelant le contexte du règlement EMIR, les principes

⁹ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement Européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

¹⁰ Règlement délégué (UE) n° 153/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes techniques de réglementation régissant les exigences applicables aux contreparties centrales.

¹¹ Règlements délégués n° 148/2013 à 153/2013 de la Commission Européenne venant compléter le règlement européen EMIR n° 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR).

généraux du règlement, le type de contreparties concernées par ce règlement, les obligations mises à la charge des contre-parties ainsi que les délais d'entrée en application du règlement qui sont variables selon le type d'obligation.

1.4.6 Rapport de la Commission européenne sur l'exemption de banques centrales non européennes dans le cadre du règlement EMIR

La Commission européenne a adopté le 22 mars [un rapport](#) adressé au Parlement européen et au Conseil de l'Union sur les traitements des banques centrales et entités publiques gérant la dette publique de pays tiers. Ces États incluent le Japon, les États-Unis et la Suisse.

Ce rapport fournit une analyse comparative du traitement des banques centrales et des agences de gestion de dette publique prévu par les cadres juridiques d'un nombre significatif de pays tiers. Il est la première étape vers l'exemption du champ d'application du règlement EMIR¹² des banques centrales et agences de gestion de dette publique établies dans certains pays tiers. Il sera mis à jour régulièrement au fur et à mesure des avancées des processus de réforme dans les pays tiers considérés où la législation n'est pas encore finalisée et dans les autres États du G20 non encore inclus dans le rapport.

[Midday Express du 22 mars 2013](#)

1.5 Ventes à découvert

1.5.1 Consultation de l'ESMA sur une évaluation du règlement sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit : commentaires de l'AMAFI

L'AMAFI a publié le 15 mars 2013 des [commentaires](#) à la suite de la consultation de l'ESMA sur une évaluation du règlement sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit¹³.

L'AMAFI attire tout particulièrement l'attention sur les commentaires qu'elle fait sur la définition des teneurs de marché pour les besoins de la dérogation. L'association considère en effet que malgré la publication par l'ESMA de guides sur la dérogation liée aux teneurs de marché, il existe encore un nombre considérable d'incertitudes sur la portée de la notion de « *teneur de marché* » dans le règlement. Elle estime qu'il y a un réel problème dans le règlement car il n'existe aucune autre définition du teneur de marché au niveau européen que celle de l'ESMA alors qu'une définition serait indispensable pour un certain nombre d'autres initiatives réglementaires européennes en cours, comme par exemple la réforme bancaire ou bien encore la coopération renforcée en matière de taxe sur les transactions financières entre 11 États membres de l'UE, pour laquelle aucune référence au teneur de marché n'existe à l'heure actuelle.

Concernant la méthode de calcul des positions courtes nettes en actions et des dettes souveraines, l'AMAFI considère que les positions de trésorerie et les positions sur produits dérivés devraient être ajustées en fonction de la durée.

L'association estime ensuite que les mécanismes de contrôle par les régulateurs de chaque État membre et/ou par le Trésorier est inefficace. Bien que l'ESMA ait proposé des modèles de rapport, chaque État membre continue à utiliser ses propres modèles, ce que l'AMAFI trouve regrettable.

¹² **Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012** sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

¹³ **Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012** sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit applicable depuis le 1^{er} novembre 2012.

2. JURISPRUDENCE

2.1 Contrat conclu *intuitu personae*

En raison du principe d'autonomie de la personne morale, cette dernière reste inchangée en cas de cession de la totalité des parts ou actions d'une société ou de changement de ses dirigeants, de sorte qu'en l'absence de stipulation particulière, la convention se maintient malgré les changements intervenus (Cass.com 29 janvier 2013, n°11-23676).

Deux sociétés s'étaient engagées l'une envers l'autre aux termes d'une convention de distribution et de licence de marque renouvelable par tacite reconduction, par laquelle l'une spécialisée dans la fabrication de produits de menuiserie, accordait à l'autre, dans un secteur géographique déterminé, une exclusivité de vente de ses produits ainsi qu'une licence de la marque pour la commercialisation de ceux-ci. Plus de huit ans après, prenant connaissance de la cession récente de la totalité du capital de son distributeur exclusif et du changement consécutif de son dirigeant social, la société concédante avait informé l'autre société de la caducité de leur engagement contractuel pour mettre un terme définitif à leurs relations d'affaires cinq mois après.

Agissant sur le fondement de la rupture abusive de relations commerciales établies, la société distributrice avait assigné son cocontractant en paiement de dommages-intérêts, ce à quoi la Cour d'appel de Montpellier fit droit¹⁴ en considérant notamment qu'en raison, d'une part, du caractère déterminé de la durée de la convention, d'autre part, de l'absence de stipulation relative à un changement d'associés ou de dirigeants et, surtout, du principe de l'autonomie de la personne morale par rapport à la personne de ses associés ou dirigeants, le contrat ne pouvait être valablement rompu que pour l'un des motifs contractuellement prévus et non à raison de la cession de la totalité du capital de la société distributrice ou du changement de ses dirigeants.

La société fabricant de produits de menuiserie forma alors un pourvoi en cassation à l'appui duquel elle arguait, notamment, du fait que le changement de dirigeant de la société avait, s'agissant d'un contrat *intuitu personae*, entraîné une résiliation de plein droit du contrat, ce que la Cour de cassation écarta en affirmant qu'en raison du principe d'autonomie de la personne morale, cette dernière reste inchangée en cas de cession de la totalité des parts ou actions d'une société ou de changement de ses dirigeants, de sorte qu'en l'absence de stipulation particulière la convention se maintient en dépit des changements intervenus.

La Cour de cassation affirme très nettement, qu'en l'absence de stipulation contractuelle faisant de la personnalité du dirigeant un élément déterminant de la conclusion du contrat (« *il n'est pas établi que la convention [...] ait été conclue en considération de la personne du dirigeant* »), c'est à bon droit que la cour d'appel a pu déduire, sans écarter le caractère *intuitu personae* du contrat, que la rupture était fautive.

Ce faisant, elle rappelle que sont essentiellement des contrats *intuitu personae* ceux qui contiennent une clause expresse en ce sens, telle la clause du contrat par laquelle le contrat est conclu « *essentiellement en fonction de Messieurs (X) père et fils* »¹⁵, ou prévoyant lorsque la personne considérée est une personne morale, l'accord du cocontractant en cas de changement d'un dirigeant social, faute de quoi le contrat pourra être résilié de plein droit et sans mise en demeure¹⁶. Or, en l'espèce, le contrat ne contenait aucune stipulation aménageant une résiliation en cas de changement de dirigeant.

A noter, l'incidence des contrats *intuitu personae* dans le contexte d'opérations de fusions à l'occasion desquelles la règle de la transmission universelle de patrimoine posée par l'article L.236-1 du code de commerce subit une exception notable.

¹⁴ CA Montpellier 17 mai 2011

¹⁵ CA Paris 12 novembre 1986., BRDA 24/86, p.21

¹⁶ Cass. com. 28 octobre 1986, BRDA 22/86, p.20

2.2 Indétermination du prix de cession et expertise de l'article 1843-4 du code civil

2.2.1 Erreur grossière de l'expert

La valeur des droits sociaux de l'associé qui se retire doit être déterminée à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits (Cass.com 15 janvier 2013, n°12-11.666).

Autorisée, par un arrêt devenu irrévocable le 4 octobre 2002, à se retirer d'une société civile dont elle était associée, une personne physique avait, à défaut d'accord entre associés sur la valeur de ses droits sociaux, demandé et obtenu la désignation d'un expert en application de l'article 1843-4 du code civil. Pour déterminer la valeur des parts, l'expert désigné avait retenu, dans son rapport rendu en 2007, la date de l'arrêt ayant autorisé le retrait, soit courant 2002.

Contestant la date retenue par l'expert, la personne physique associée introduisit une demande tendant à ce que les parts sociales qu'elle détenait dans la société soient évaluées à la date la plus proche de leur remboursement effectif, ce à quoi la Cour d'appel de Paris¹⁷ fit droit, après avoir caractérisé l'erreur grossière de l'expert : pour ce faire, elle considéra que la valeur des droits sociaux de l'associé qui se retire devait être déterminée à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits, faisant ainsi application d'une décision rendue par la Cour de cassation en 2010¹⁸, soit postérieurement à la demande de désignation de l'expert.

Au soutien du pourvoi qu'elle forma, la société excipait de l'impossibilité de qualifier la date retenue par l'expert d'erreur grossière puisque l'expert avait rendu son rapport en 2007 alors que le principe dégagé par l'arrêt précité de la Cour de cassation datait de 2010. Néanmoins, la chambre commerciale prit soin d'indiquer que son arrêt rendu en 2010 ne constituait « *ni un revirement ni même l'expression d'une évolution imprévisible de la jurisprudence* » avant d'affirmer, en conséquence, que la société ne saurait s'en prévaloir pour contester l'erreur grossière de l'expert et confirma sa jurisprudence précitée de 2010, à savoir « *qu'en l'absence de dispositions statutaires, la valeur des droits sociaux de l'associé qui se retire doit être déterminée à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits* ».

La Haute Juridiction pose que l'expert de l'article 1843-4 n'a pas la liberté de déterminer la date d'évaluation des droits sociaux tout en consacrant, d'une part, l'impossibilité de tout recours contre la décision qui le nomme¹⁹, d'autre part, l'impossibilité de diligenter une évaluation complémentaire ainsi que l'impossibilité de mettre à jour l'évaluation réalisée²⁰.

Cette décision poserait donc une limite à la mission d'un expert qui par ailleurs, se voit investi de pouvoirs exorbitants ainsi que le reflètent les décisions précédemment mentionnées. En conséquence, à moins que les statuts ne lui donnent des directives quant à la date à retenir pour déterminer la valeur des droits de l'associé se retirant, celle-ci doit être faite à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits. Dans cette matière donc, les directives statutaires doivent être suivies (le choix de la date) alors que dans d'autres (les consignes d'évaluation) peuvent ne pas l'être²¹.

Il n'est pas sûr que la situation s'en trouve clarifiée. D'autant qu'il est fait ici application, dans une situation déjà complexe, de règles dégagées par une décision jurisprudentielle qui lui était bien postérieure.

Mais les difficultés liées à l'application de l'article 1843-4 du code civil ne se réduisent pas au fait que la Cour de cassation semble attendre des justiciables qu'ils se conforment à sa jurisprudence avant même qu'elle ne soit rendue comme elle le fait dans l'arrêt ici en cause, voire même que sur certains points, elle exige de l'expert qu'il

¹⁷ CA Paris, 20 octobre 2011

¹⁸ Cass.com 4 mai 2010, n°08-20.693

¹⁹ Cass.com 3 mai 2012, n°11-12.999

²⁰ Cass.com 25 novembre 2003, n°00-22.089.

²¹ Voir notamment Cass. com. 4 décembre 2012 n°11-26.520 FS-D SCM c/ Coutelier où la SCM dans lequel l'erreur grossière de l'expert qui s'est écarté des directives statutaires pour procéder à son évaluation n'a pas été retenue, car l'expert avait pris soin d'examiner la méthode de valorisation retenue par les statuts pour écarter celle-ci en relevant que les directives des parties ne permettaient pas la juste évaluation des droits sociaux du cédant, expliquant et justifiant ainsi sa méthodologie. Droit des sociétés mars 2013.

suive les prescriptions statutaires (quant au choix de la date d'évaluation), alors que dans d'autres, il est libre de s'en écarter (les directives d'évaluation)²². Ces difficultés tiennent également à la multiplication des contentieux et à la résistance de certaines juridictions comme l'illustre l'arrêt brièvement commenté ci-dessous émanant de la Cour d'appel de Paris. Cette décision vient contredire un arrêt récent de la Cour de cassation précédemment commenté en date du 4 décembre 2012²³ qui a donné lieu à un certain nombre de commentaires critiques de la part de la doctrine comme illustrant, s'il était besoin encore, le pouvoir démesuré reconnu à cet expert.

2.2.2 Expertise de l'article 1843-4 du Code civil : inapplicabilité en cas de promesse de vente consentie selon un prix déterminable

Par un arrêt en date du 18 octobre 2012 (n°2012-023291), la Cour d'appel de Paris affirme que l'article 1843-4 du code civil n'est pas applicable en cas de promesse de vente librement consentie selon un prix déterminable.

En l'espèce, certains cadres d'une société anonyme avaient bénéficié d'un plan d'options de souscription d'actions dont le règlement stipulait que chaque bénéficiaire s'engageait irrévocablement, en cas de cessation de son activité professionnelle au sein de la société, à céder à la société les actions issues de ces options dans un délai défini.

Un bénéficiaire ayant refusé de céder ses actions, la société l'assigna aux fins de voir déclarer parfaite la vente des actions. Satisfaite par les premiers juges, la société vit la Cour d'appel de Paris écarter, en seconde instance, les prétentions de son ancien salarié qui excipait de la nullité de la stipulation unilatérale de vente à laquelle il avait consenti et demandait la désignation d'un expert sur le fondement de l'article 1843-4 du code civil, estimant qu'il existait une contestation sérieuse sur la valeur de cession des actions.

Pour écarter ces prétentions et confirmer le jugement de première instance, la Cour d'appel prit soin de relever, d'une part, que le prix de revente des actions était déterminable et, d'autre part, que la stipulation d'une promesse de vente était parfaitement licite. Sur la base de ces éléments, la Cour d'appel répondit par négative à la demande de désignation d'un expert en considérant que l'article 1843-4 du code civil ne pouvait trouver application s'agissant d'une promesse de vente librement consentie selon un prix déterminable sur des éléments objectifs²⁴.

La Cour d'appel de Paris affirme très clairement que l'article 1843-4 du code civil n'est pas applicable aux promesses de vente, suivant en cela des décisions antérieures des juges du fond.²⁵

Toutefois, la Cour de cassation a depuis jugé le contraire dans un arrêt du 4 décembre 2012²⁶ rendu dans des circonstances de faits assez proches, ce qui traduit une certaine opposition voire résistance des juges du fond aux solutions que la Cour de cassation souhaite imposer. Dans cette affaire ayant donné lieu à l'arrêt de décembre dernier, la Cour d'appel de Paris avait déjà manifesté une certaine opposition à l'omnipotence souhaitée de l'expert en refusant, de voir nommer un expert, en application de l'article 1843-4 du code civil, en l'absence de convention entre les parties quant à sa désignation éventuelle. Cette décision avait donné lieu à de vives critiques de la part de la doctrine.²⁷

2.3 Transfert d'actif par apport d'une branche d'activité

Sauf dérogation expresse prévue par les parties, l'apport partiel d'actif emporte, lorsqu'il est placé sous

²² Voir note ci-dessus

²³ Cass. com. 4 décembre 2012, n°10-16.280, commenté dans la revue de janvier au point 2.1.

²⁴ Ce faisant, la Cour d'appel reprenait mot pour mot la formulation contenue dans l'arrêt que l'on peut qualifier de fondateur en matière de promesses de vente, c'est-à-dire l'arrêt de la Cour d'appel de Versailles en date du 10 septembre 2009 (CA Versailles 10 septembre 2009; D. 2009, p.2220, aux termes duquel "l'article 1843-4 n'est pas applicable en cas de promesse de vente librement consentie selon un prix déterminable sur la base d'éléments objectifs "

²⁵ Voir note ci-dessus

²⁶ Commenté dans la revue de janvier au point 2.1.

²⁷ Voir les références citées dans la revue de janvier au point 2.1.

le régime des scissions, transmission universelle de la société apporteuse à la société bénéficiaire, de tous les biens, droits et obligations dépendant de la branche d'activité qui fait l'objet de l'apport (Cass.com 12 février 2013, n°11-23.895).

Une société qui disposait d'une créance de nature contractuelle au titre d'un contrat de dépôt conclu avec une société qui fut ensuite placée en liquidation judiciaire, avait, dans un premier temps, déclaré sa créance. Dans le cadre de la vente aux enchères du stock de marchandises de la société en cours de liquidation, elle avait demandé, dans un second temps, à ce que le prix de vente soit consigné entre les mains du commissaire-priseur à concurrence de sa créance pour lui être reversé.

Après avoir essuyé un refus du liquidateur, la société créancière (aux droits de laquelle prétendait venir une société successeur) avait assigné le liquidateur en paiement, et ce, avec succès puisque les premiers juges puis la Cour d'appel de Rouen ²⁸ avait considéré, dans le silence du contrat et sur la base de simples attestations, qu'alors qu'un apport partiel d'actif avait été consenti à une société tierce, la créance litigieuse était restée dans le patrimoine de la société créancière apporteuse de sorte que son successeur était bien fondé à agir aux fins d'en recouvrer le paiement.

Saisie d'un pourvoi formé par le liquidateur judiciaire au soutien duquel il était notamment allégué qu'à la suite de l'apport partiel d'actif consenti, la société venue aux droits de la société créancière apporteuse était dépourvue du droit à agir, la chambre commerciale de la Cour de cassation eut à trancher la question de savoir si l'actif transmis à la société bénéficiaire, par l'effet de l'apport partiel, comportait ou non la créance litigieuse.

A cette question, censurant la position des juges du fond, la Cour de cassation répond par l'affirmative en affirmant que le traité d'apport partiel d'actif, conclu entre la société créancière apporteuse et la société tierce bénéficiaire, emportant transmission universelle à cette dernière des biens, droits et obligations se rapportant à la branche d'activité transmise, la Cour d'appel aurait dû rechercher si la créance de la société avait été exclue de l'apport par la volonté expresse des parties, ce qui en l'espèce n'était pas le cas.

Dès lors, la Cour de cassation affirme clairement qu'à défaut de mention expresse clairement contenue dans l'acte, aucun droit, bien ou obligation n'est exclu du champ de l'actif transmis par l'effet d'un apport partiel d'actif placé sous le régime des scissions. Ce faisant, elle rappelle, à destination notamment des praticiens, l'importance de rédiger aussi clairement que possible les dispositions du traité d'apport relatives aux biens transférés ou exclus, afin de minimiser les risques de conflits ultérieurs sur la portée de la transmission opérée.

2.4 Annulation d'une fusion de SAS : absence d'accord du conseil de surveillance

Par un jugement en date du 31 octobre 2012 (n°2012/004774), le Tribunal de commerce de Bayonne prononce l'annulation d'une fusion simplifiée intervenue entre deux sociétés par actions simplifiées, l'une détenant l'intégralité du capital social de l'autre, au motif que cette opération n'avait pas été autorisée par le conseil de surveillance d'une des sociétés en violation de ses statuts.

Deux sociétés par actions simplifiées, filiales du même groupe étranger, dont l'une détenait 100% du capital de l'autre, et dotées du même président décidèrent de fusionner. Cette décision fut prise par le président agissant seul. Pour ce faire, il suivit les prescriptions de l'article L.236-11 du code de commerce qui dispose que : *« lorsque, depuis le dépôt au greffe du tribunal de commerce du projet de fusion et jusqu'à la réalisation de l'opération, la société absorbante détient en permanence la totalité des actions représentant la totalité du capital des sociétés absorbées, il n'y a (pas) lieu à approbation de la fusion par l'assemblée générale extraordinaire des sociétés participant à l'opération [...] ».*

La fusion avait été réalisée sans consultation d'aucun des conseils de surveillance des sociétés concernées. Apprenant l'existence et la réalisation de cette opération dans le cadre des opérations de clôture des comptes, les membres du conseil de surveillance de la société absorbante, ainsi que son associé unique, arguant de conséquences préjudiciables significatives pour la société considérée, avaient agi en annulation de l'opération au motif, notamment, qu'elle avait été décidée en violation des dispositions statutaires applicables.

²⁸ CA Rouen, 23 juin 2011

Sensibles à cet argument, à la reconnaissance par le président des deux sociétés de son erreur ainsi qu'au fait qu'il était avancé que l'opération de fusion obérait la possibilité d'un développement important du groupe dans une région donnée, les juges prononcèrent la nullité de la fusion intervenue pour défaut d'approbation par le conseil de surveillance de la société absorbante.

Cette solution, très pragmatique, paraît toutefois quelque peu surprenante dès lors qu'à l'égard des tiers, le président de la SAS dispose des pouvoirs les plus étendus pour agir²⁹ et seule sa responsabilité personnelle peut être engagée en cas de violation des dispositions statutaires. Ce n'est cependant pas ce qui était recherché ici où la nouvelle structure issue de la fusion n'était pas conforme à la réglementation de l'Etat dans lequel les possibilités de développement étaient évoquées.

La fusion simplifiée de deux sociétés par actions simplifiées dont l'une est détenue à 100% par l'autre doit donc respecter les dispositions statutaires des sociétés concernées : ici, recueillir l'approbation des conseils de surveillance. Est-ce à dire qu'une fusion devrait recueillir l'approbation d'associés si les statuts des sociétés en cause le prévoient alors même que la loi l'écarte ?

Par ce jugement, le tribunal de commerce de Bayonne semble donc ajouter aux causes légales de nullité des fusions édictées par l'article L.235-8 du code de commerce, à savoir la nullité de la délibération de l'une des assemblées ayant décidé l'opération et le défaut de dépôt de la déclaration de conformité, des causes tirées des violations des dispositions statutaires. Si l'on peut louer la célérité avec laquelle cette juridiction s'est prononcée³⁰, on ne peut en revanche, totalement suivre son raisonnement juridique. La sécurité des transactions ne s'en trouve, par ailleurs, pas véritablement renforcée.

²⁹ Article L.227-6 du code de commerce : « La société est représentée à l'égard des tiers par un président désigné dans les conditions prévues par les statuts. Le président est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société dans la limite de l'objet social. Dans les rapports avec les tiers, la société est engagée même par les actes du président qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve. Les statuts peuvent prévoir les conditions dans lesquelles une ou plusieurs personnes autres que le président, portant le titre de directeur général ou de directeur général délégué, peuvent exercer les pouvoirs confiés à ce dernier par le présent article. Les dispositions statutaires limitant les pouvoirs du président sont inopposables aux tiers. »

³⁰ Le jugement a été rendu le 31 octobre soit avant même la fin de l'exercice social au cours duquel s'est déroulée la fusion litigieuse

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

Clifford Chance, 9 Place Vendôme, CS 50018, 75038 Paris Cedex 01, France

© Clifford Chance Europe LLP 2012

Clifford Chance Europe LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571

Registered office: 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.