

Actualités M&A / Droit Boursier

Septembre 2012

1. DEVELOPPEMENTS LEGISLATIFS ET REGLEMENTAIRES, CONSULTATIONS ET RECOMMANDATIONS

1.1 Sociétés : généralités

1.1.1 Publication des instructions et circulaires

Le [décret n° 2012-1025 du 6 septembre 2012 relatif à la publication des instructions et circulaires](#) a été publié au JO du 7 septembre 2012. Il modifie le décret n° 2008-1281 du 8 décembre 2008 afin de prendre en compte les bases de données développées dans certaines administrations pour assurer la diffusion des instructions et circulaires et, plus largement, des documents traduisant une position officielle de l'administration sur l'interprétation des textes dont elle est chargée.

Dans les cas déterminés [par arrêté du Premier ministre](#), la mise en ligne sur de telles bases de données produira les mêmes effets que la mise en ligne sur le site « [circulaires.legifrance.gouv.fr](#) », à condition que la base mise en ligne présente des garanties suffisantes en termes d'exhaustivité et de fiabilité des données.

La publication de ces documents fait suite au rapport du ministre de l'économie et des finances établissant qu'à compter du 12 septembre 2012, le site « BOFiP-Impôts » sera disponible et assurera une publication exhaustive de l'ensemble des instructions et circulaires jusqu'ici publiées au Bulletin officiel des impôts dans sa version papier. Il assurera également la mise à disposition du public de la documentation de base, des réponses ministérielles et rescrits constituant la doctrine fiscale et permettra d'avoir accès aux versions successives d'un document ayant fait l'objet de modifications. Il indiquera, pour chaque document, la date de sa mise en ligne ainsi que celle de chacune des modifications dont il fera l'objet et mettra à disposition du public un moteur de recherche permettant un accès rapide par la voie de fonctionnalités dites simples ou avancées selon le choix de l'internaute. L'arrêté précise que le site « BOFiP-Impôts » qui a vocation à mettre à la disposition du public un nombre important de données requérant un besoin régulier de mise à jour présente des garanties suffisantes en termes d'exhaustivité et de fiabilité des données concernées et en termes d'accessibilité pour le public.

[Site internet BOFiP-Impôts](#)

Sommaire

1. Développements législatifs et réglementaires, consultations et recommandations..... 1
2. Avis de la CNCC 7
3. Jurisprudence 10

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

Pierre Gromnicki 01 44 05 54 82
pierre.gromnicki@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

1.1.2 Projet de loi de finances pour 2013 (PLF 2013) : présentation en conseil des ministres

Le PLF 2013 a été présenté en conseil des ministres le 28 septembre 2012 ¹.

Les principales dispositions sont les suivantes :

- **Article 3** : création d'une tranche supplémentaire au barème progressif de l'impôt sur le revenu (IR) ;
- **Article 6** : imposition au barème progressif de l'IR des gains de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux des particuliers ;
- **Article 7** : imposition au barème progressif de l'IR des gains de levée d'options sur actions et d'attribution d'actions gratuites: (i) Suppression des régimes spécifiques de faveur applicables aux stock options et aux attributions gratuites d'actions (AGA). L'ensemble des avantages octroyés dans le cadre des stock options et des actions gratuites serait imposable à l'IR au barème progressif dans la catégorie des traitements et salaires. Ces dispositions s'appliqueraient aux cessions de titres réalisées à compter du 1^{er} janvier 2012. (ii) Réécriture des dispositions du CGI applicables à ces 2 mécanismes à l'article 80 *bis* pour les stock options et à l'article 80 *quaterdecies* pour les AGA ;
- **Article 8** : contribution exceptionnelle de solidarité sur les très hauts revenus d'activité ;
- **Article 9** : réforme de l'impôt sur la fortune ;
- **Article 10** : aménagement du régime d'imposition des plus-values immobilières ;
- **Article 14** : impôt sur les sociétés (IS) - Plus-values sur cession de titres de participation - calcul de la quote-part de frais et charges sur les plus-values brutes : le projet de loi introduirait un plafond à la déductibilité de charges financières fixé à 85% des charges financières nettes pour 2012 et 2013 et 75% à compter de 2014, c'est à dire que 15% des charges financières nettes seraient non-déductibles en 2012 et 2013 et 25% à compter de 2014. Ces dispositions s'appliqueraient pour la 1^{ère} fois aux exercices clos à compter du 31 décembre 2012, donc rétroactivement à l'exercice 2012 pour les sociétés ayant un exercice aligné sur l'année civile ;
- **Article 15** : aménagement de la déductibilité des charges financières ;
- **Article 16** : aménagement du mécanisme de report en avant des déficits des sociétés soumises à l'IS : Le projet de loi diminuerait le plafond d'imputation des déficits reportables en avant. Le montant du déficit reportable pouvant être imputé sur les bénéfices serait plafonné à 50% (au lieu de 60%) de la fraction du bénéfice imposable de l'exercice qui excède 1 million €. Cette disposition s'appliquerait pour le 1^{ère} fois aux exercices clos à compter du 31 décembre 2012, donc rétroactivement à l'exercice 2012 pour les sociétés ayant un exercice aligné sur l'année civile ;
- **Article 17** : taxation des sommes placées en réserve de capitalisation des entreprises d'assurance ;
- **Article 18** : modification du régime des acomptes d'IS applicable aux grandes entreprises ;
- **Article 56** : abaissement du plafonnement global de certains avantages fiscaux à l'IR .

1.2 Rémunération des dirigeants

1.2.1 Réponses à la consultation de la Direction Générale du Trésor (DGT) sur la rémunération des dirigeants d'entreprise

La DGT avait publié, le 8 août 2012, un document de consultation présentant un certain nombre d'orientations et de questions relatives à l'encadrement des pratiques de rémunération et à la modernisation de la gouvernance

¹ Son texte a depuis lors fait l'objet de modifications, notamment s'agissant des articles 5 et 6

des entreprises sur lesquelles l'avis des différentes parties prenantes était sollicité dans la perspective du dépôt à l'automne prochain d'un projet de loi². La consultation a pris fin le 15 septembre.

Parmi les réponses reçues par la DGT, on peut relever celles des organismes suivants :

- [La réponse de Proxinvest publiée le 12 septembre](#) : à titre liminaire, Proxinvest salue l'initiative du Gouvernement dans son projet de dépôt à l'automne d'un texte tendant à l'encadrement des pratiques de rémunération et à la modernisation de la gouvernance des entreprises et entend à l'occasion de la consultation, apporter sa contribution à la revalorisation du rôle de l'épargnant actionnaire. Concernant le périmètre d'application des mesures envisageables, Proxinvest estime que le cadrage des rémunérations devrait être le plus large et le plus général possible, la revalorisation du rôle de l'actionnaire étant une étape essentielle dans ce processus et sans distinction de taille de société. Le cabinet considère également que seuls les mandataires sociaux dirigeants et non-dirigeants devraient relever d'un contrôle effectif individuel des rémunérations. Il note que le fait de rendre contraignante l'application des dispositions des codes de gouvernement d'entreprise ne semble pas être une bonne piste. Il considère ensuite que les distributions de « *stock-options* » et d'actions gratuites ne devraient pas être interdites mais que les régimes de ces instruments devraient être renforcés.

[Communiqué de presse de Proxinvest du 12 septembre 2012](#)

- [La réponse de l'IFA publiée le 15 septembre](#) : l'IFA considère que les mesures proposées devraient viser toutes les sociétés cotées au SBF 120 et les seuls dirigeants mandataires sociaux. Concernant la question des codes de gouvernement d'entreprises, l'IFA estime qu'il serait tout d'abord préférable de compléter les codes existants avec les dispositions proposées qui n'y figurent pas et faire le point sur leur mise en œuvre après 2 ans d'application. L'application des dispositions de ces codes devrait être rendue plus contraignante. L'institut considère également que les distributions de « *stock-options* » et d'actions gratuites ne devraient pas être interdites.

[Communiqué de presse de l'IFA du 15 septembre 2012](#)

1.3 Emetteurs et information financière

1.3.1 Réponses à la consultation publique de l'AMF sur certaines dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention

L'AMF avait lancé, le 19 juin 2012, une consultation publique sur des modifications portant sur certaines dispositions de son règlement général (Livre II, titre II) relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention requises par l'article L.233-7 du code de commerce et sur le formulaire de déclaration correspondant³.

Le régulateur a publié le 13 septembre 2012 [une synthèse des réponses](#) reçues à sa consultation.

Concernant l'assimilation des instruments dérivés à dénouement en espèces et accords équivalents, une très large majorité des participants ont émis une réserve sur le mode de comptabilisation « en nominal » proposé par l'AMF pour les actions et droits de vote assimilés au titre d'instruments financiers ou d'accords à dénouement en espèces et propose que soit retenue une comptabilisation « en delta », consistant, pour un déclarant détenteur d'un instrument financier à dénouement en espèces, à n'assimiler les actions et droits de vote sous-jacents qu'à hauteur du nominal multiplié par le delta de l'instrument. L'AMF a en conséquence décidé de retenir une comptabilisation « en delta ».

² Voir Actualités M&A/ Droit boursier juillet- août 2012 point 1.3.2.

A noter, par ailleurs, dans le même ordre d'idées que la bourse de Hong Kong a publié le 7 septembre 2012, un document de consultation sur la diversité des conseils qui propose d'introduire dans le code de gouvernement d'entreprise et le rapport sur le gouvernement d'entreprise différentes modifications relatives notamment à la signification de la "diversité des conseils", à de nouveaux principes en matière de composition des conseils et de nomination du comité, soit certaines des questions sur lesquelles se penche la consultation de place lancée par la DGT en France. La consultation prend fin le 9 novembre 2012.

³ Voir Actualités M&A/ Droit boursier juin 2012 point 1.4.6.

Les participants ont également suggéré à l'AMF certaines modifications du texte soumis à consultation. Concernant l'entrée en vigueur du dispositif au 1^{er} octobre 2012, un participant craint que de nombreux investisseurs détenteurs d'instruments dérivés ou accords à dénouement en espèces n'aient pas conscience du caractère automatique du franchissement de seuil par simple entrée en vigueur de la loi, le 1^{er} octobre, et suggère que l'AMF publie un communiqué début septembre afin de rappeler aux participants de marché que les personnes détenant de tels instruments ou accords, à la date du 1^{er} octobre 2012, ont l'obligation de déclarer à l'AMF et à la société tout franchissement d'un seuil légal de participation résultant d'une assimilation, et ce au plus tard le 5 octobre 2012 avant la clôture des négociations. L'AMF a donc publié [un communiqué](#), concomitamment à la diffusion de la présente synthèse, appelant les participants de marché à la vigilance.

A noter, les modifications du règlement général présentées dans la présente synthèse ont été approuvées par le collège de l'AMF et homologuées par le ministre de l'économie et des finances par [arrêté](#) du 27 septembre 2012 publié au Journal Officiel (JO) du 30 septembre 2012.

Les principales modifications au règlement sont donc les suivantes :

- la transposition de l'extension du champ d'assimilation aux instruments dérivés à dénouement en espèces, avec toutefois une exception relative au mode de calcul des seuils déclencheurs de l'offre obligatoire ;
- le renouvellement de la déclaration (« déclaration bis ») en cas de modification, au sein de la détention globale du déclarant, de la répartition entre les actions possédées et les actions assimilées ;
- la clarification du principe selon lequel un même titre ne peut être assimilé qu'une seule fois par un même déclarant, quand bien même il est simultanément visé par plusieurs cas d'assimilation.

A cette occasion, l'AMF a mis en ligne sur son site internet [le nouveau formulaire de déclaration des franchissements de seuils](#).

1.3.2 Règlement sur les informations sur le consentement à l'utilisation du prospectus, les informations sur les indices sous-jacents et l'exigence d'un rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants

A été publié au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) du 22 septembre 2012 le [règlement délégué \(UE\) n° 862/2012 de la Commission du 4 juin 2012 modifiant le règlement \(CE\) n° 809/2004⁴ en ce qui concerne les informations sur le consentement à l'utilisation du prospectus, les informations sur les indices sous-jacents et l'exigence d'un rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants](#).

Ce texte modifie certaines exigences prévues par le règlement n° 809/2004 afin de tenir compte des évolutions techniques sur les marchés financiers, et notamment du recours accru à des indices sous-jacents à des titres structurés.

Il définit également dans quelles conditions il n'est pas obligatoire que le prospectus comporte une description de l'indice dans le cas où celui-ci est composé par des entités agissant en association avec ou pour le compte de l'émetteur et fixe les conditions dans lesquelles le rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants qui accompagne des prévisions ou des estimations de bénéfices n'est pas exigé, afin de réduire les coûts administratifs pour les émetteurs lorsqu'ils lèvent des capitaux. C'est le cas notamment lorsque les comptables ou les contrôleurs légaux indépendants ne sont pas en mesure de signer le rapport d'audit parce qu'ils ne disposent pas de l'ensemble des documents constituant les états financiers annuels.

Ce règlement est entré en vigueur le 22 septembre 2012, jour de sa publication au JOUE.

⁴ [Règlement \(CE\) n° 209/2001 de la Commission du 29 avril 2004](#) mettant en oeuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel.

1.4 Prestataires et infrastructures de marché

1.4.1 Réponses à la consultation publique de l'AMF sur les rémunérations et avantages dans le cadre de la commercialisation et de la distribution indirecte d'instruments financiers

L'AMF avait lancé, le 7 juin 2012, une consultation publique sur l'application des dispositions de l'article 314-76 de son règlement général relatif aux rémunérations et avantages dans le cadre de la commercialisation et de la distribution indirecte d'instruments financiers⁵.

Les réponses devaient être adressées à l'AMF au plus tard le 7 septembre. Parmi les réponses obtenues par l'AMF on peut relever celles des organismes suivants :

- la réponse de l'AFG a été publiée le 4 septembre (le document de l'AFG n'est pas en libre accès sur son site internet) : l'AFG y précise, en premier lieu, que ses réponses concernent principalement les sujets liés à la gestion pour compte de tiers. L'association considère ensuite, concernant l'information du client sur les avantages et rémunérations, (i) que la pratique consistant à faire figurer l'information relative « aux inducements » sur le bulletin de souscription est une bonne solution mais ne doit pas être la seule possible, (ii) que s'agissant de la fourniture ex ante de l'information, le renvoi à une grille tarifaire et la référence à cette grille dans les mandats de gestion est une bonne solution possible et (iii) que l'obligation de communication sur la gamme est impossible à respecter en pratique. Elle exprime également son total désaccord avec la position de l'AMF qui prévoit pour la gestion sous mandat, l'interdiction pour la société de gestion de portefeuille de bénéficier d'une rémunération versée par le producteur du produit sélectionné.
- [La réponse de l'AMAFI du 7 septembre](#) : d'une manière générale, l'association considère qu'il serait nécessaire de clarifier la distinction entre constats ponctuels et spécifiques et prises de position générales et distinguer ce qui relève de positions de ce qui relève de recommandations, les différents éléments de doctrine n'étant pas identifiés assez clairement les uns par rapport aux autres. L'AMAFI estime ensuite nécessaire d'une part, que la date d'entrée en vigueur soit fixée en fonction de la date de publication de la doctrine plutôt que par référence à une date préfixée et d'autre part, qu'un délai de 6 mois après cette publication soit laissé aux établissements pour procéder aux adaptations nécessaires. Sur des sujets plus spécifiques, l'association relève, notamment, s'agissant de la catégorisation des rémunérations, qu'il serait utile que les établissements puissent disposer de la part de l'AMF d'une grille de lecture fondée sur des critères objectifs.

1.4.2 Liste des agences de notation de crédit enregistrées et certifiées

A été publiée au JOUE du 8 septembre 2012, [la liste des agences de notation de crédit enregistrées et certifiées](#) conformément au règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. La dernière agence agréée est l'agence A.S. de Slovaquie, qui a été enregistrée par la Banque nationale de Slovaquie.

1.5 Abus de marché

1.5.1 Consultation de l'AMF sur le programme de rachat d'actions : observations de l'AMAFI

L'AMF a souhaité recueillir [les observations de l'AMAFI](#) sur des propositions de modifications de différents textes de l'AMF relatifs aux programmes de rachat d'actions induites par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives.

L'AMAFI a proposé en premier lieu, dans un document publié le 12 septembre, de modifier l'article 631-6 du règlement général de l'AMF qui prévoit des cas dans lesquels l'émetteur doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres. L'association estime en effet que l'article 631-6 ne peut viser que les émetteurs dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

⁵ Voir Actualités M&A/ Droit boursier juin 2012 point 1.5.1.

A l'inverse, elle propose de modifier la rédaction de la pratique de marché admise n° 2005-12 concernant l'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe (la PMA Croissance externe) pour prendre en compte le fait que les interventions de l'émetteur peuvent désormais être réalisées également sur un système multilatéral de négociations organisé.

Elle propose enfin de modifier la Position AMF n° 2009-17 du 19 novembre 2009 relative à la mise en oeuvre du régime de rachats d'actions sur plusieurs points. Elle considère notamment que le deuxième alinéa de cette position qui prévoit que « *l'ensemble des dispositions décrites dans cette position s'applique également aux sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général qui se conforme volontairement aux dispositions du Règlement Européen* » soulève des difficultés à plusieurs titres (difficultés de compréhension et inexactitudes dans son contenu).

1.5.2 Consultations publiques sur les abus de marché et le scandale du LIBOR : réponse de l'AMAFI

La Commission européenne a lancé une consultation afin de déterminer si elle doit ou non légiférer sur la formation des indices servant de référence dans les contrats, notamment financiers, à la suite du scandale du LIBOR. La consultation de la Commission, qui se déroulera jusqu'au 15 novembre, est vaste. Elle couvre non seulement les indices liés aux taux d'intérêts comme le LIBOR, mais aussi les indices des prix de l'immobilier et des matières premières, en cherchant "à identifier les éventuelles lacunes à chaque étape de la production et de l'utilisation de ces indices". La Commission, qui a adopté en octobre dernier des propositions de révisions de la directive abus de marché va travailler avec le Parlement européen pour durcir encore les dispositions, notamment en matière de sanctions pénales.

L'AMAFI a publié le 24 septembre [sa réponse](#) à cette consultation. Dans sa réponse, l'association considère qu'il est évidemment indispensable que de telles manipulations puissent être sanctionnées mais sensibilise les autorités sur la très grande diversité des indices utilisés dans la sphère financière et estime que des règles différentes devraient s'appliquer selon les indices.

1.6 Ventes à découvert

1.6.1 Questions et réponses de l'ESMA sur la mise en œuvre du Règlement sur les ventes à découvert

L'ESMA a publié le 13 septembre 2012, un ensemble de [questions et réponses](#) concernant la mise en œuvre du règlement sur les ventes à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit. L'objectif de ces questions/réponses est de promouvoir des approches et pratiques de supervision communes parmi les régulateurs nationaux des valeurs mobilières de l'Union européenne, concernant les obligations prévues par le règlement sur les ventes à découvert, une fois qu'il sera entré en vigueur le 1er novembre 2012.

Ces questions/réponses concernent le champ d'application du règlement, la transparence des positions courtes nettes, le calcul des positions courtes nettes, les modalités de déclaration et obligation d'information en matière de position courte nette et les sanctions en cas de non-application des dispositions du règlement.

1.6.2 Règlements définissant des mesures d'application en matière de ventes à découvert

Ont été publiés au JOUE du 18 septembre 2012, un règlement délégué complétant le règlement n° 236/2012 sur la vente à découvert⁶ par des normes techniques relatives aux obligations de notification et de publication des positions courtes nettes ainsi qu'un règlement d'exécution relatif aux normes techniques d'exécution concernant les modalités de publication des positions courtes nettes sur actions.

⁶ **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

Le premier règlement vise à instituer un régime uniforme pour les notifications et informations transmises par les investisseurs aux autorités nationales compétentes ou par les autorités compétentes à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA). Le second vise à permettre l'établissement d'une liste d'actions exemptées, en préalable à la publication des positions courtes détenues sur toute action non exemptée, et à définir les conditions de transmission de ces informations à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA).

[Règlement délégué \(UE\) n° 826/2012 de la Commission du 29 juin 2012 complétant le règlement \(UE\) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de notification et de publication des positions courtes nettes, au détail des informations à fournir à l'Autorité européenne des marchés financiers au sujet de ces positions et à la méthode de calcul du volume d'échanges à appliquer pour déterminer les actions exemptées](#)

[Règlement d'exécution \(UE\) n° 827/2012 de la Commission du 29 juin 2012 définissant des normes techniques d'exécution concernant les modalités de publication des positions courtes nettes sur actions, le format des informations à fournir à l'Agence européenne des marchés financiers sur les positions courtes nettes, les types d'accords, d'arrangements et de mesures permettant de garantir de manière adéquate que les actions ou instruments de dette souveraine seront disponibles pour le règlement, et les dates et périodes de détermination de la plate-forme principale de négociation d'une action, conformément au règlement \(UE\) no 236/2012 du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit](#)

2. AVIS DE LA CNCC

2.1 Actions préférence dotées de droits moindres que les actions ordinaires et émissions de rapports

La Commission des Etudes Juridiques de la CNCC a été interrogée sur la nécessité d'établir (i) un rapport du commissaire aux comptes et (ii) un rapport du commissaire aux avantages particuliers dans le cadre de l'émission d'actions de préférence dotées de droits négatifs réservée à des actionnaires nommément désignés. (Bulletin CNCC, juin 2012, n° 166, p. 397 et suiv.)

Après avoir rappelé les dispositions des articles L.228-15 et R. 225-136 du code de commerce ⁷ qui explicite la

⁷ Article L.228-15 du code de commerce

La création de ces actions donne lieu à l'application des articles L. 225-8, L. 225-14, L. 225-147 et L. 225-148 relatifs aux avantages particuliers lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés. Dans ce cas, le commissaire aux apports prévu par ces articles est un commissaire aux comptes n'ayant pas réalisé depuis cinq ans et ne réalisant pas de mission au sein de la société.

Les titulaires d'actions devant être converties en actions de préférence de la catégorie à créer ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote sur la création de cette catégorie et les actions qu'ils détiennent ne sont pas prises en compte pour le calcul du quorum et de la majorité, à moins que l'ensemble des actions ne fassent l'objet d'une conversion en actions de préférence.

Par dérogation au premier alinéa, lorsque l'émission porte sur des actions de préférence relevant d'une catégorie déjà créée, l'évaluation des avantages particuliers qui en résultent est faite dans le rapport spécial mentionné à l'article L. 228-12.

Article R.225-136 du code de commerce

En cas d'apports en nature ou de stipulation d'avantages particuliers, les commissaires aux apports sont désignés et accomplissent leur mission dans les conditions prévues à l'article R. 225-7. Les dispositions de l'article R. 225-8 sont applicables en cas d'apports en nature.

En cas d'émission d'actions de préférence au profit d'actionnaires désignés, les commissaires aux apports mentionnés à l'article L. 228-15 sont désignés et accomplissent leur mission dans les conditions prévues aux deuxième et troisième alinéas de l'article R. 225-7.

En cas de stipulation d'avantages particuliers ou d'émission d'actions de préférence donnant lieu à l'application de l'article L. 228-15, le rapport décrit et apprécie chacun des avantages particuliers ou des droits particuliers attachés aux actions de préférence. S'il y a lieu, il indique, pour ces droits particuliers, quel mode d'évaluation a été retenu et pourquoi il a été retenu, et justifie que la valeur des droits particuliers correspond au moins à la valeur nominale des actions de préférence à émettre augmentée éventuellement de la prime d'émission.

Le rapport des commissaires aux apports est tenu, au siège social, à la disposition des actionnaires, huit jours au moins avant la date de l'assemblée générale extraordinaire ou avant la date de la réunion du conseil d'administration ou du directoire, en cas de délégation conformément au sixième alinéa de l'article L. 225-147. Dans ce cas, le rapport est porté à la connaissance des actionnaires à la prochaine assemblée générale.

En cas d'émission d'actions de préférence donnant lieu à l'application de l'article L. 228-15, ce délai peut être réduit si tous les actionnaires y consentent, par écrit, préalablement à la désignation du commissaire aux apports.

mission du commissaire aux avantages particuliers, la CNCC rappelle que si pendant un temps, la possibilité d'accorder des droits moindres que les droits ordinaires aux actions de préférence a pu être discutée, la quasi-majorité de la doctrine reconnaît désormais *la licéité d'une telle préférence*.⁸

Puis la Commission se réfère à la position de l'ANSA (n°10-012 du 3 février 2010) laquelle, pour sa part, considère que, dès lors que les actions émises ne sont assorties d'aucun privilège ou avantage par rapport aux actions ordinaires, il n'y a pas lieu de mettre en œuvre la procédure de l'article L.228-15 (nomination d'un commissaire aux avantages particuliers), les actionnaires ne subissant aucune rupture d'égalité à leur détriment et la procédure d'émission en place de l'article L.225-138 étant suffisamment protectrice.

Pour autant, la Commission des études juridiques de la CNCC ne partage pas l'analyse de l'ANSA et considère que l'appréciation de la préférence se pose dans les deux cas que la préférence soit positive ou négative, des actions de moindre préférence pouvant s'avérer d'un grand intérêt (rendement, information, influence..) au regard de leur coût.

En effet, non seulement la question peut se poser à l'occasion d'une première émission mais également lors d'une nouvelle émission d'actions de préférence dotées de droits moindres mais différents de la première émission ; l'examen de la situation des porteurs d'actions ordinaires et d'actions de préférence (là encore négatifs) émis à l'occasion d'une première émission préférentielle sera alors nécessaire et dans le cadre de cette nouvelle émission, l'application de la procédure des avantages particuliers devra être conduite pour permettre précisément d'apprécier comment la situation de ces premiers porteurs s'en trouve affectée.

Pour l'ensemble de ces raisons, la Commission considère que la procédure de l'article L.228-15 du code de commerce doit trouver son application tant lors de l'émission d'actions de préférence dotées de droits positifs que de droits négatifs et réservée à des actionnaires nommément désignés : dans les deux cas, le commissaire aux comptes et le commissaire aux avantages particuliers doivent établir un rapport. Ce faisant, elle s'oppose à la position retenue par l'ANSA.

2.2 Options de souscription et d'achat d'actions : rapports des commissaires aux comptes en cas de modification

La Commission des Etudes Juridiques de la CNCC a été interrogée sur la nécessité d'établir un rapport du commissaire aux comptes en cas de modification (i) d'une des caractéristiques du plan d'options de souscription ou d'achat d'actions et (ii) du délai d'utilisation de l'autorisation d'attribution des options de souscription ou d'achat d'actions. (Bulletin CNCC, juin 2012, n° 166, p. 394 et suiv.)

A titre liminaire, la Commission apporte un certain nombre de précisions pour délimiter le cadre de sa réponse.⁹

Sur la modification d'une des caractéristiques du plan : la Commission ayant relevé que l'ouverture du plan avait donné lieu, en l'espèce, à autorisation par l'AGE qui avait statué, après audition du rapport du conseil d'administration (ou du directoire, le cas échéant) et du rapport spécial du commissaire aux comptes, conformément aux dispositions des articles L.225-177 et/ou L.225-179 et R.225-144 du code de commerce, considère que, par souci de parallélisme des formes, et dans le silence des textes, les modifications doivent être adoptées selon les mêmes procédures que celles régissant l'ouverture du plan. A noter, cette règle est valable pour autant que les modifications soient apportées avant que les options n'aient été consenties. Ainsi, le commissaire aux comptes sera-t-il appelé à présenter un rapport à l'AGE des actionnaires appelée à statuer sur les modifications envisagées.

Sur la prorogation du délai pendant lequel le conseil (ou le directoire, le cas échéant) peut consentir les options:

⁸ La Commission cite à cet égard le MSC Francis Lefebvre sociétés commerciales 2012, para.67795

⁹ Pour ce faire, la Commission rappelle que la question ne peut porter que sur la modification de caractéristiques dont la détermination relève de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire (et non du conseil), c'est-à-dire, les modalités de détermination du prix, le délai d'exercice des options, ou la nature des options, le nom des bénéficiaires et le nombre de titres. De la même manière, la modification des caractéristiques intervenues après l'octroi des options de souscription ou d'achat d'actions n'est pas traité par la présente réponse tout comme ne l'est pas la modification du prix fixé pour la souscription, l'article L.225-181 du code de commerce encadrant précisément les mesures à prendre pour préserver les droits des bénéficiaires des options en cas d'opérations de la société susceptibles de porter atteinte à ceux-ci.

la Commission rappelle qu'il appartient, en application des articles L.225-177 et L.225-179 du code de commerce à l'AGE de fixer le délai pendant lequel l'autorisation donnée au conseil (ou au directoire, selon le cas) peut consentir des options donnant droit à la souscription (ou à l'achat) des actions peut être utilisée. Ici encore, les textes sont muets sur la question de la prorogation des délais mais par souci de parallélisme des formes, la prorogation devra être adoptée selon les mêmes formes et procédures que celles ayant gouverné l'ouverture du plan. A ce titre, le commissaire aux comptes sera appelé à faire un rapport sur lequel seront appelés à statuer les actionnaires réunis en AGE; dans son rapport, le commissaire devra prendre garde que par l'effet de la prorogation du délai, le délai ne vienne pas à dépasser celui de 38 mois, délai maximal d'utilisation de la délégation fixé par les articles L.225-177 et L.255-179 précités.

2.3 Emission d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription et incidence sur la quote-part des capitaux propres

La Commission des Etudes Juridiques de la CNCC a été interrogée sur les modalités d'établissement de la situation financière intermédiaire pour les besoins de l'application de l'article R.225-115, alinéa 1^{er} du code de commerce ¹⁰ dans différents cas de figure. (Bulletin CNCC, juin 2012, n° 166, p. 399 et suiv.)

Après avoir rappelé les termes de la question posée, la Commission se penche sur les différents cas de figure :

- La présentation des conséquences de l'émission proposée sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital au regard notamment de leur quote-part dans les capitaux propres, doit-elle être appréciée à la clôture du dernier exercice sur la base des comptes clos, arrêtés ou approuvés?

Comme l'a relevé l'ANSA dans sa position de 1997 ¹¹, si l'appréciation se fait à la clôture de l'exercice, ce n'est qu'à la date d'arrêt des comptes (qui intervient par hypothèse plusieurs semaines après la date de clôture) que la position des capitaux propres est connue avec précision. En l'absence de précision dans les textes et dans le souci d'une bonne information des actionnaires, la Commission considère que la situation des porteurs de titres de capital et de valeurs mobilières en ce qui concerne leur quote-part de capitaux propres doit être appréciée sur la base des derniers comptes arrêtés.

- Sur la possibilité de réaliser une augmentation de capital avec suppression du DPS après la clôture des comptes mais avant l'arrêt des comptes du dernier exercice clos et la nécessité d'une situation financière intermédiaire: à strictement parler, le texte de l'article R.225-115 n'envisage que l'hypothèse d'une augmentation de capital décidée au cours du second semestre d'un exercice puisqu'il se réfère à une clôture de l'exercice antérieure de plus de 6 mois à l'opération envisagée.

Pour autant, l'on peut imaginer que l'opération d'augmentation de capital soit décidée lors du premier semestre de l'exercice, soit à une date qui ne serait pas antérieure de plus de 6 mois à l'exercice précédent : dans ce cas, dans la mesure où les comptes de l'exercice précédent ne sont pas arrêtés, la situation des porteurs de titres de capital et autres devrait être appréciée sur la base des derniers comptes clos, soit l'exercice N-2, ce qui paraît une information peu pertinente et surtout peu protectrice des intérêts que la mesure tend précisément à protéger.

C'est pourquoi, la Commission considère que la rédaction de l'article R.225-115 ici en cause ne peut

¹⁰ **Article R.225-115 du code de commerce**

Lorsque l'assemblée fixe elle-même toutes les modalités de l'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, le rapport mentionné à l'article R. 225-114 indique également l'incidence de l'émission proposée sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital, en particulier en ce qui concerne leur quote-part des capitaux propres à la clôture du dernier exercice. Si la clôture est antérieure de plus de six mois à l'opération envisagée, cette incidence est appréciée au vu d'une situation financière intermédiaire établie selon les mêmes méthodes et suivant la même présentation que le dernier bilan annuel. Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, est en outre indiquée l'incidence théorique sur la valeur boursière actuelle de l'action telle qu'elle résulte de la moyenne des vingt séances de bourse précédentes. Ces informations sont également données en tenant compte de l'ensemble des titres émis susceptibles de donner accès au capital. Le commissaire aux comptes donne son avis sur la proposition de suppression du droit préférentiel, sur le choix des éléments de calcul du prix d'émission et sur son montant, ainsi que sur l'incidence de l'émission sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital appréciée par rapport aux capitaux propres et, le cas échéant, sur la valeur boursière de l'action. Il vérifie et certifie la sincérité des informations tirées des comptes de la société sur lesquelles il donne cet avis.

¹¹ ANSA, Cj, janvier-février 1997, n°2870

traduire la volonté du législateur d'interdire une augmentation de capital tant que les comptes de l'exercice précédent n'ont pas été arrêtés et elle est d'avis que par analogie avec la situation envisagée par les termes de l'article R.225-115 précité qui prévoit l'établissement d'une situation financière intermédiaire lorsque les comptes du dernier exercice clos datent de plus de 6 mois, dans une hypothèse de ce type (augmentation en cours de premier semestre), la même règle doit être suivie.

- Date d'établissement de la situation financière intermédiaire dans ce dernier cas de figure : là encore, par analogie avec le cas envisagé par l'article R.225-115 (augmentation en cours de second semestre), la date à retenir pour l'établissement de la situation financière intermédiaire doit se situer entre la date des derniers comptes annuels et la date de l'opération.

3. JURISPRUDENCE

3.1 Obligation de réunir les porteurs d'obligations remboursables en actions avant un coup d'accordéon

Par un arrêt en date du 10 juillet 2012 n°(11-22.898), la chambre commerciale de la Cour de cassation a confirmé l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 28 juin 2011 en affirmant qu'une société, qui avait émis des obligations remboursables en actions, avait l'obligation de consulter l'assemblée générale des obligataires préalablement à une opération de réduction du capital à zéro immédiatement suivie d'une augmentation.

En l'espèce, fin mai 2009, l'assemblée générale extraordinaire d'une société anonyme en sauvegarde avait approuvé la réduction du capital de la société à zéro suivie d'une augmentation de capital subséquente afin de permettre l'entrée au capital d'un tiers investisseur. Par un jugement rendu mi-juin 2009, le tribunal avait approuvé le plan de sauvegarde et précisé les modalités de réalisation des opérations décidées par l'assemblée générale.

Or, se fondant sur les dispositions de l'article L.228-103 du code de commerce¹² en vertu duquel les assemblées générales des titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital sont appelées à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission, le représentant de la masse des titulaires d'obligations remboursables en actions, émises par la société, avait formé tierce opposition à ce jugement afin notamment d'obtenir l'inopposabilité, à l'égard de la masse, des dispositions ayant prévu une réduction du capital à zéro sans l'accord de l'assemblée des porteurs d'obligations.

A la question de savoir si l'opération de réduction du capital à zéro touchait aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission, la Cour d'appel de Paris et la chambre commerciale de la Cour de cassation répondent par l'affirmative et affirment que l'assemblée générale des obligataires aurait dû être appelée à statuer préalablement à cette opération.

Partant, la Cour de cassation écarte, d'une part, le raisonnement développé par la société qui avançait que le coup d'accordéon constituait une modification du contrat de société, opposable aux obligataires, tiers audit

¹² **L'article L.228-103 du code de commerce**

Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital après détachement, s'il y a lieu, des droits du titre d'origine en application de la présente section sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile et est soumise à des dispositions identiques à celles qui sont prévues, en ce qui concerne les obligations, par les articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90. Il est formé, s'il y a lieu, une masse distincte pour chaque nature de titres donnant les mêmes droits.

Les assemblées générales des titulaires de ces valeurs mobilières sont appelées à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission.

Chaque valeur mobilière donnant accès au capital donne droit à une voix. Les conditions de quorum et de majorité sont celles qui sont déterminées aux deuxième et troisième alinéas de l'article L. 225-96.

Les frais d'assemblée ainsi que, d'une façon générale, tous les frais afférents au fonctionnement des différentes masses sont à la charge de la société appelée à émettre ou attribuer de nouvelles valeurs mobilières représentatives de son capital social.

Lorsque les valeurs mobilières émises en application de la présente section sont des obligations destinées à être converties ou remboursées en titres de capital ou échangées contre des titres de capital, les dispositions des deuxième, troisième et quatrième alinéas du présent article sont applicables à la masse créée en application de l'article L. 228-46.

contrat, comme un fait juridique et, d'autre part, l'application de l'article L.228-98 du Code de commerce qui dispose qu'en cas de réduction de capital motivée par des pertes et réalisée par diminution du montant nominal ou du nombre des titres, les droits des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive.

Ainsi, pour la Cour de cassation, cet article ne s'applique pas en cas de réduction du capital à zéro et les délibérations prises en violation de l'obligation de réunir l'assemblée des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital sont nulles.

3.2 Préjudice subi par le bénéficiaire d'un droit de préférence non respecté

Par un arrêt en date du 15 mai 2012 (Cass.com, n°11-14.571), la Cour de cassation, se fondant sur le moyen selon lequel « si le juge constate, au moment où il statue, qu'un préjudice certain est résulté de la faute contractuelle commise, il doit allouer des dommages et intérêts en réparation de cette inexécution » a considéré que la victime de la violation d'un droit de préférence doit être indemnisée de tous les préjudices dont elle a souffert et pas seulement de la perte d'une chance d'acquiescer.

Dans cette affaire, deux sociétés avaient conclu une convention de cession d'éléments de fonds de commerce portant, notamment, sur une ligne de fabrication de biscuits et comportant un droit de préférence consenti à la société Biscuiterie dunkerquoise, cessionnaire, par la société Union biscuits, cédante, en cas de cession de son activité de fabrication par la vente de son fonds de commerce ou la vente des titres¹³.

En exécution de ce droit de préférence, la société Union biscuits, cédante, avait ultérieurement informé la société Biscuiterie dunkerquoise, cessionnaire, de la déclaration d'intérêts qu'elle avait reçue d'un tiers pour l'acquisition du fonds de commerce et des titres, mais la société cessionnaire déclara renoncer à son droit de préférence. Constatant par la suite que la société Union biscuits avait cédé à une société différente et à des conditions modifiées son fonds de commerce et ses titres en violation de son engagement de solliciter la société Biscuiterie dunkerquoise, préalablement à toute cession, la société Biscuiterie dunkerquoise assigna la société Finaler (société contrôlant la société cédante) en dommages-intérêts.

Déboutée de ses prétentions par la Cour d'appel de Douai qui circonscrit le préjudice réparable de la société Biscuiterie dunkerquoise à la seule perte d'une chance, laquelle, selon la Cour d'appel, était nulle, cette société invita la Cour de cassation à déterminer l'étendue des préjudices qu'elle avait subis et, partant, son droit à indemnisation.

Constatant la violation, par la société Union biscuits, du droit de préférence consenti à la société Biscuiterie dunkerquoise et le fait que cette société avait dû, suite à la convention de cession précitée, déménager la ligne de fabrication précédemment acquise et supporter le coût de travaux d'aménagement qui en résultait, la Cour de cassation cassa l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Douai, au visa de l'article 1147 du code civil. Ce faisant, elle sanctionne cette dernière de s'être limitée à l'examen de la seule existence d'une perte de chance, et confirme que le bénéficiaire d'un droit de préférence doit être indemnisé de tous préjudices que le non-respect de son droit lui a causés, en ce compris, par exemple, les dépenses engagées, l'atteinte à son image et la perte de chance.

3.3 Validité d'un cautionnement donné par une société civile

Le cautionnement, même accordé par le consentement unanime des associés, n'est pas valide s'il est contraire à l'intérêt social (Cass.civ. 3e, n°11-17.948).

En l'espèce, une banque avait consenti à une société civile immobilière un prêt garanti par une hypothèque sur le seul bien immobilier qu'elle possédait et dont la valeur n'excédait pas 133.000 €. Dans le cadre de la procédure de liquidation judiciaire ouverte à l'égard de la société, la banque avait déclaré sa créance à titre privilégié. La Cour d'appel avait considéré, pour infirmer l'ordonnance rendue par le juge-commissaire et fixer la créance de la banque, que la société était valablement engagée par l'acte de prêt dans la mesure où il portait la signature des

¹³ L'on peut s'interroger sur la portée d'un engagement par lequel une société consent un droit de préférence portant sur la vente de ses propres titres.

époux associé uniques de la société civile, se fondant pour ce faire sur les articles 1852 et 1854 du code civil ¹⁴ .

Saisie de la question de la validité de la garantie accordée par la société du consentement unanime de ses associés, la Cour de cassation constatant que la valeur de l'unique bien immobilier de la société civile était inférieure au montant de son engagement et, en conséquence, qu'en cas de mise en jeu de la garantie, l'intégralité de son patrimoine devrait être réalisé, affirma, au visa de l'article 1849 du code civil ¹⁵ , que le cautionnement même accordé par le consentement unanime des associés n'est pas valide s'il est contraire à l'intérêt social.

Partant, la troisième chambre civile de la Cour de cassation rejoint la solution rendue récemment par la chambre commerciale (8 novembre 2011, n°10-24.438) qui a affirmé que « la sûreté donnée par une société doit, pour être valable, non seulement résulter du consentement unanime des associés, mais également être conforme à son intérêt social ».

¹⁴ **Article 1852 du code civil**

Les décisions qui excèdent les pouvoirs reconnus aux gérants sont prises selon les dispositions statutaires ou, en l'absence de telles dispositions, à l'unanimité des associés.

Article 1854 du code civil

Les décisions peuvent encore résulter du consentement de tous les associés exprimé dans un acte.

¹⁵ **Article 1849 du code civil**

Dans les rapports avec les tiers, le gérant engage la société par les actes entrant dans l'objet social. En cas de pluralité de gérants, ceux-ci détiennent séparément les pouvoirs prévus à l'alinéa précédent. L'opposition formée par un gérant aux actes d'un autre gérant est sans effet à l'égard des tiers, à moins qu'il ne soit établi qu'ils en ont eu connaissance. Les clauses statutaires limitant les pouvoirs des gérants sont inopposables aux tiers.

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.