Actualités M&A / Droit Boursier

Janvier 2015

1. DEVELOPPEMENTS LEGISLATIFS ET REGLEMENTAIRES, CONSULTATIONS ET RECOMMANDATIONS

Sommaire

1.1 Sociétés : généralités

1.1.1 Projet de loi pour la croissance et l'activité

Le projet de loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances (Projet de loi Macron) a été adopté par la Commission spéciale mise en place à l'Assemblée nationale le 19 janvier 2015 ([Texte de la Commission spéciale n° 2498](#))¹.

Il est composé des 3 titres suivants :

- Titre I "*Libérer l'activité*" relatif aux transports, au commerce et aux professions réglementées ;
- Titre II "*Investir*" relatif à l'actionariat salarié, à l'épargne salariale, aux retraites chapeau des mandataires sociaux, au secret des affaires et aux réformes proposées en matière de redressement judiciaire ;
- Titre III "*Travailler*" relatif aux commerces, au travail dominical et au tourisme.

Le texte est examiné en séance publique à l'Assemblée nationale depuis le 26 janvier dernier².

Ont été notamment examinés courant février :

- les articles 34 à 40 quater relatifs à l'épargne salariale et aux actions gratuites³ ;
- les articles 60 à 64 octies concernant l'encadrement des retraites chapeau et le secret des affaires⁴ ;
- les articles 70 à 70 ter couvrant entre autres, la réforme en matière de redressement judiciaire.

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

Vos contacts chez Clifford Chance :

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

Fabrice Cohen 01 44 05 54 20
fabrice.cohen@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 Pour information, le ministre de l'Economie a indiqué dans un [communiqué](#) du 12 janvier qu'une mission indépendante serait constituée qui serait chargée d'évaluer ce projet, son impact, les effets des mesures proposées par les parlementaires.

² L'adoption du texte par l'Assemblée nationale en 1^{ère} lecture initialement prévue le 17 janvier, a finalement eu lieu sans vote sur le fondement de l'article 49.3 de la Constitution le 19 février 2015. Le projet de loi a ensuite été transmis au Sénat pour examen.

³ Dans la nuit du vendredi 7 au samedi 8 février, les députés ont voté l'allègement de la fiscalité sur les actions gratuites.

⁴ A noter également que sous la pression des associations des journalistes, les dispositions relatives à la protection du secret des affaires ont été retirées.

1.1.2 Projet de loi relatif à la modernisation et à la simplification du droit et des procédures dans les domaines de la justice et des affaires intérieures : saisine du Conseil constitutionnel

Pour mémoire, après adoption en Commission mixte paritaire le 13 mai, ce texte a été adopté par l'Assemblée nationale en nouvelle lecture le 30 octobre 2014, puis par le Sénat avec modifications en nouvelle lecture le 22 janvier 2015. Le 28 janvier dernier, l'Assemblée nationale a adopté ce [projet de loi](#) en lecture définitive comprenant notamment en son article 8, une habilitation donnée au Gouvernement de réformer le droit des contrats par voie d'ordonnance ⁵.

Le 29 janvier 2015, le Conseil constitutionnel a été saisi par au moins soixante sénateurs qui contestent la conformité à la Constitution de l'article 8 précité ⁶.

1.1.3 Mise en place de la mission parlementaire sur le droit d'information préalable des salariés (DIP) : publication du Ministère de l'Economie

Dans un [communiqué de presse](#) en date du 20 janvier dernier, le Premier Ministre, Manuel Valls a annoncé avoir chargé la députée de l'Hérault, Mme Fanny Dombre-Coste d'une mission temporaire. Cette mission a pour objectif de dresser un premier constat pour le début de l'année 2015, sur les conditions de mise en œuvre du DIP des salariés en cas de cession d'entreprise. Elle émettra également plus largement des recommandations afin de faciliter et d'accompagner les transmissions et reprises d'entreprises.

1.1.4 Remise du rapport sur les "retraites chapeau" par l'Inspection Générale des Finances (IGF) et l'Inspection Générale des Affaires Sociales (IGAS)

Dans un [communiqué de presse](#) en date du 16 janvier, le Ministère de l'Economie annonce la mise en ligne du [rapport sur l'encadrement des retraites chapeau remis](#) par l'IGF et l'IGAS.

Pour mémoire, le ministre des finances et des comptes publics, la ministre des affaires sociales, de la santé et des droits des femmes et le ministre de l'économie, de l'industrie et du numérique ont confié par lettre de mission datée du 11 décembre 2014, à l'IGF et à l'IGAS une mission visant à dresser un état des lieux des régimes de "retraite chapeau" et de leur utilisation, et proposant des voies d'encadrement afin de mettre fin aux dérives, en particulier s'agissant des mandataires sociaux.

Ce rapport dresse un état des lieux précis sur ces régimes à prestation définies financés par l'employeur dans lequel les droits sont conditionnés à la présence du salarié dans l'entreprise lors de son départ à la retraite. Ces régimes qui ont un caractère collectif doivent être ouverts à une catégorie objective de salariés. Ils sont mentionnés à l'article L.137-11 du code de la sécurité sociale.

Le rapport s'organise en deux parties. La première dresse un état des lieux, en décrivant le dispositif et en donnant des éléments sur les retraites de montants très élevées. La seconde formule un ensemble de préconisations visant à rendre ces régimes plus lisibles et plus acceptables.

Trois recommandations principales ont été formulées :

- établir un lien entre les droits à retraite accumulés et la performance du bénéficiaire au regard de la situation de l'entreprise, afin de faire entrer les retraites chapeau dans le « droit commun » des rémunérations différées des mandataires sociaux tel qu'il est défini dans la partie législative du code de commerce. Le conseil d'administration se prononcerait, à chaque augmentation des droits, sur le montant supplémentaire accumulé. Ces droits supplémentaires ne pourraient en aucun cas être supérieurs à ceux qui auraient été accumulés par l'application automatique des règles du régime ;

⁵ Il faut rappeler qu'au cours des discussions précédant son adoption, le Sénat s'était opposé à une réforme du droit des contrats et des obligations par ordonnance et avait supprimé ainsi l'habilitation demandée par le Gouvernement figurant alors à l'article 3 du projet de loi ([Communiqué](#)).

⁶ Par une [décision](#) en date du 12 février 2015, le Conseil constitutionnel a décidé que l'article 8 de la loi est conforme à la Constitution. La loi n° 2015-177 du 16 février 2015 relative à la modernisation et à la simplification du droit et des procédures dans les domaines de la justice et des affaires intérieures a été publiée au JO le 17 février 2015.

- renforcer l'information générale et individuelle donnée par les entreprises sur les régimes de retraites chapeau, les droits ouverts aux mandataires sociaux et les charges annuelles afférentes, afin de prévenir les effets de surprise et leurs conséquences néfastes ;
- rendre plus rigoureux l'encadrement prévu par les codes de gouvernement d'entreprise, notamment le code AFEP-MEDEF, en matière de retraites supplémentaires. La mission recommande de réduire les plafonds prévus pour le montant total de la rente et le rythme d'accumulation pour les fixer à des niveaux plus raisonnables ; elle recommande de définir plus précisément le revenu de référence qui sert d'assiette au calcul de la rente ; elle estime que l'encadrement prévu ne devrait pas se limiter aux retraites à prestations définies. En revanche, la mission ne recommande pas de fixer de tels plafonds dans la loi ou le règlement, notamment parce que les revenus eux-mêmes ne sont pas plafonnés.

Il faut rappeler que l'encadrement des retraites chapeau est l'un des points qu'aborde le projet de loi Macron. Dans sa rédaction actuelle, le projet prévoit une information accrue sur ces régimes de retraite; il vise également à conditionner l'ouverture des droits tant à la performance de la société qu'à l'approbation annuelle par le conseil d'administration. Il est également envisagé de limiter le montant de l'accroissement annuel des droits conditionnels à 3% de la rémunération annuelle servant de référence au calcul de la rente versée dans le cadre de ces régimes (article 64 bis nouveau du projet).

1.2 Gouvernement d'entreprise

1.2.1 Rapport des présidents sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques : recommandation de l'Autorité des marchés financiers (AMF)

En application de l'article L.621-18-3 du code monétaire et financier, l'AMF établit chaque année un rapport portant sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne et de gestion des risques sur la base des informations publiées par les personnes morales dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé et ayant leur siège statutaire en France. A ce titre, elle peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile. Dans ce cadre, deux recommandations ont été émises ou mises à jour. Il s'agit de :

- la [recommandation AMF n° 2013-17](#) : présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF, qui ne s'applique pas aux valeurs moyennes.
- la [recommandation AMF n° 2015-01](#) : recommandation dédiée aux valeurs moyennes.

Ces deux recommandations abordent notamment les points suivants :

- ✓ la description des procédures et des objectifs de contrôle interne ;
- ✓ la description des démarches de progrès ;
- ✓ le périmètre couvert par les systèmes de contrôle ;
- ✓ l'application du référentiel de contrôle interne ;
- ✓ les risques et facteurs de risques.

Dans le cadre de sa recommandation n° 2015-01, l'AMF publie une [étude relative aux rapports des Présidents sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques pour l'exercice 2013](#).

1.2.2 Le choix de la formule de gouvernance : publication de l'AFEP et du MEDEF

L'AFEP et le MEDEF ont publié en janvier une [note](#) relative au choix offert aux sociétés anonymes à conseil d'administration entre l'unicité et la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général.

Les points relevés sont les suivants :

- ✓ le conseil d'administration doit pouvoir décider au mieux des intérêts de la société en fonction de ses particularités ;
- ✓ il existe une diversité des contextes juridiques et de gouvernance entre le droit français et le droit anglais ;
- ✓ l'équilibre et l'efficacité de la gouvernance sont assurés par d'autres moyens ⁷.

En conclusion de cette étude, il est rappelé que la dissociation systématique des fonctions ne serait être vue comme une formule de gouvernance unique sous peine d'ignorer la réalité et le fonctionnement des entreprises.

1.2.3 Composition et rémunération des conseils d'administration - Décembre 2014 : enquête de l'ECGS

L'Expert Corporate Governance Service (ECGS) a publié l'édition 2014 de son [enquête](#) sur la composition des conseils d'administration des plus grandes entreprises européennes et sur les pratiques à travers l'Europe.

Les thèmes des données collectées en juillet 2014 couvrent notamment les points suivants :

- la taille des conseils d'administration en Europe (11 membres en 2014, avec une moyenne de 10 membres), la structure (seulement 20% des entreprises ont adopté une structure dualiste) et leur présidence (lorsque les postes sont occupés par la même personne, il est important que la majorité des membres du conseil soit indépendante) ;
- l'indépendance (en moyenne, les conseils d'administration en Europe montrent un taux d'indépendance de l'ordre de 52% des membres) et la diversité des conseils (les données recueillies montrent qu'il existe un grand écart dans la proportion de femmes au niveau du conseil tant entre les pays qu'entre les entreprises) ;
- la participation aux réunions des conseils (sur la base de 522 taux de fréquentation divulgués, le taux de fréquentation moyen européen atteint 95% en 2013 avec trois pays en tête avec un taux de 97%) ;
- les frais d'administrateurs non exécutifs (la rémunération devrait être transparente, les rapports de rémunération devant exposer une description détaillée des principes ainsi que des montants totaux et individuels versés aux membres du conseil).

1.2.4 Réaffirmation du principe "une action, une voix" et de l'importance du rôle des assemblées générales par l'AFG

Dans un [communiqué de presse](#) en date du 21 janvier 2015, l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) annonce la publication d'une mise à jour de ses [recommandations](#) aidant les sociétés de gestion dans l'exercice de leurs votes.

Les principales modifications 2015 portent sur les points suivants :

- i. **réaffirmation du principe "une action, une voix** : une égalité des droits entre tous actionnaires afin d'éviter que des détenteurs significatifs mais minoritaires puissent faire prévaloir leurs positions lors du vote des résolutions ⁸ ;
- ii. **maintien de la neutralité du conseil en période d'OPA et développement de ses responsabilités**

⁷ A l'occasion de l'examen de ce dernier point, il est notamment relevé l'importance de la nomination d'administrateurs indépendants au sein du conseil (conformément à l'article 9.2 du code AFEP-MEDEF), l'institution de comités spécialisés chargés de préparer les travaux du conseil en matière de rémunération, de nomination et d'audit (article 16 du code), la mise en place d'un processus d'évaluation des performances des dirigeants mandataires sociaux (article 10-4 du code) et la nomination d'un administrateur indépendant référent qui peut prendre le nom de vice-président ou de "lead independent director" ayant vocation à veiller au bon fonctionnement des organes de gouvernance, notamment à travers la participation active des administrateurs indépendants aux séances du conseil et des comités.

⁸ Sur ce point, l'AFG invite les sociétés entrant dans le champ d'application des nouvelles dispositions issues de la loi n°2014-384 du 29 mars 2014 ayant notamment modifié l'article L.225-123 du code de commerce relatif au droit de vote double à proposer, ainsi que ce texte le permet, à leur assemblée générale, d'adopter une résolution établissant l'égalité des droits entre les actionnaires.

en matière de suivi des risques : le conseil d'administration doit agir dans l'intérêt et pour le compte de tous les actionnaires et les assurer de sa neutralité en période d'offres publiques et doit superviser une politique efficace de gestion des risques. L'AFG souhaite également un renforcement de la prévention des conflits d'intérêt au sein des conseils d'administration ;

- iii. **renforcement des pouvoirs de l'assemblée générale** : l'AFG recommande que les cessions d'actifs ayant un caractère significatif et/ou stratégique soient soumises préalablement au vote des actionnaires. Elle rappelle son soutien au vote électronique des actionnaires dont elle souhaite la généralisation en 2015. L'association insiste également sur l'importance de la complétude du rapport annuel/document de référence et préconise un accès des actionnaires aux documents relatifs à l'assemblée générale au moins 28 jours avant la tenue de celle-ci ;
- iv. **accroissement du contrôle des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux** : l'AFG se déclare favorable au vote *ex-ante* des actionnaires sur la politique de rémunération des dirigeants des mandataires sociaux, et souhaite que la transparence en matière de rémunérations soit encore renforcée.

1.2.5 Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées : publication de l'International Corporate Governance Network (ICGN)

Par une lettre en date du 29 janvier 2015, l'International Corporate Governance Network (ICGN) soutient l'[AFG](#) dans la réaffirmation du principe "*une action, une voix*" et son opposition au droit de vote double généralisé introduit par la loi précitée n° 2014-384 du 29 mars 2014 (Loi Florange) pour les détenteurs d'actions inscrites au nominatif depuis plus de deux ans.

Par ailleurs, l'ICGN participe à la consultation de la Commission européenne dans le cadre de la révision de la directive 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées. Dans ce cadre, il a adressé au Parlement européen dans un [projet de rapport](#) ses propositions portant sur les points suivants :

- l'actionnariat de long terme et le droit de vote double (amendements 6 et 42) ;
- les transactions entre entreprises associées/transactions entre parties apparentées (related party transactions) (amendements 16, 77 et 78) ; et
- les informations à fournir et la responsabilité des investisseurs (amendements 9, 10, 46, 48, 49).

1.2.6 Principes de gouvernement d'entreprise et Politique de vote 2015 : étude Proxinvest

La société Proxinvest, société de conseil aux investisseurs sur leur politique d'engagement et d'exercice des droits de vote publie un document intitulé *Principes de gouvernement d'entreprise et Politique de vote 2015* dont le texte est accessible sur le site de cette société. Ce document a pour objectif d'offrir aux investisseurs une base de réflexion sur la définition de leur propre politique de vote. Elle ouvre également un dialogue avec les émetteurs attentifs à leurs actionnaires et souhaitant préparer leurs résolutions en respect avec leurs attentes.

La Politique de vote de Proxinvest s'attache à l'application de cinq principes. S'agissant de :

- l'approbation des comptes et de la gestion : le principe d'intégrité de la gestion, de la gouvernance et de l'information financière ;
- le conseil d'administration ou de surveillance : le principe de séparation des pouvoirs, d'indépendance et de compétence du conseil ;
- l'affectation du résultat, la gestion des fonds propres et les opérations en capital : le principe de gestion raisonnée des fonds propres sur le long terme et de respect absolu des actionnaires ;

- la rémunération des dirigeants et l'association des salariés au capital : le principe d'association des salariés, de transparence, de cohérence et d'équité des rémunérations ; et
- les modifications statutaires et les droits des actionnaires : le principe d'égalité de traitement des actionnaires par une action, une voix.

La Politique de vote adoptée par Proxinvest pour les assemblées générales de 2015 prendra effet pour les assemblées générales se tenant à compter du 1er mars 2015⁹.

1.2.7 Document de synthèse du GT3 de la Plateforme RSE

Pour mémoire¹⁰, le 17 juin 2013, le Gouvernement a mandaté la Plateforme nationale d'actions globales pour la Responsabilité Sociétale des Entreprises (Plateforme RSE) pour mener la réflexion sur des mesures visant à une meilleure responsabilisation des entreprises multinationales et des donneurs d'ordre vis-à-vis de leur filiales, sous-traitants et fournisseurs situés dans les pays en développement.

Dans le cadre de ce travail, le Groupe de Travail 3 – (Chaîne de valeur) travaillant sur la responsabilité des entreprises sur leur chaîne de valeur (filiales et fournisseurs) a publié un [document de synthèse des auditions de juristes intervenus sur la question du devoir de vigilance](#)¹¹.

1.2.8 Attentes et pratiques des acteurs de la Place de Paris en matière d'ISR et de RSE : publication Paris Europlace

Paris EUROPLACE a publié les résultats de l'[enquête](#) menée par la Commission Finance durable sur les pratiques et les attentes des Emetteurs et des Investisseurs de la Place de Paris en matière d'Investissement Socialement Responsable (ISR) et de Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE).

Pour mémoire, cette enquête a été menée du 15 juillet au 15 novembre 2014 auprès de 109 entreprises émettrices et des institutions financières de la Place de Paris. Elle a permis de mettre en évidence les points suivants :

En matière d'ISR :

(i) l'approche ISR permet aux investisseurs de réduire leurs risques, grâce à la prise en compte de critères extra-financiers et à la notion de performance globale; c'est également un levier d'action sur la société ; (ii) la démarche de certification des processus est largement acceptée, 75% des sociétés de gestion étant prêtes à faire certifier leur processus ISR ; (iii) les distributeurs confirment une demande pour les produits ISR dans les réseaux, mais l'ISR reste cependant segmenté aux investisseurs institutionnels ; et (iv) les avantages fiscaux, la sensibilisation et le renforcement de l'information sont mis en avant par les sociétés de gestion, les banques et les assureurs pour développer le marché de l'ISR.

En matière de RSE :

(i) les politiques RSE mises en place contribuent à la performance globale de l'entreprise ; (ii) la reconnaissance des démarches RSE est jugée essentielle par les entreprises et le dialogue régulier avec les Investisseurs et les différentes parties prenantes est mis en avant pour améliorer la crédibilité de ces politiques ; (iii) la politique RSE est considérée comme faisant entièrement partie de la stratégie des groupes ; et (iv) les émetteurs jugent utiles le rôle des agences de notation extra-financière ainsi que les démarches ISR des investisseurs et des sociétés de gestion.

⁹ Proxinvest a également publié le 20 janvier 2015 une étude sur la rémunération des non-exécutifs (Président et membres du conseil). Cette étude (qui est également accessible sur le site de cette société) reprend les grandes lignes du rapport Proxinvest sur les rémunérations, basé sur les classements selon les fonctions (président, administrateur, membre du conseil).

¹⁰ Voir Actualités M&A / Droit Boursier Novembre-Décembre 2014 p.1.2.4

¹¹ Parmi les personnalités du monde du droit interrogées, figure le Professeur Philippe Stoffel-Munck dont l'audition est retranscrite en page 29 du document de synthèse.

1.3 Emetteurs et information financière

1.3.1 Règlement de la Commission modifiant un précédent règlement en ce qui concerne les normes internationales d'information financière IFRS 2, 3 et 8 et les normes comptables internationales IAS 16, 24 et 38 : publication au JOUE

Pour mémoire, le 12 décembre 2013, l'IASB avait publié des améliorations annuelles des normes internationales d'information financière dans le cadre de son processus périodique d'amélioration; ces améliorations visaient à simplifier et à clarifier ces normes. Le 9 janvier 2015, l'Union européenne a publié le nouveau [Règlement \(UE\) 2015/28](#) modifiant les IFRS 2, 3 et 8 et les IAS 16, 24 et 38 conformément aux amendements de l'IASB.

- les modifications de la norme internationale d'information financière IFRS 8 et des normes comptables internationales IAS 16, 24 et 38, correspondent à des éclaircissements ou à des corrections qui leur ont été apportées;
- les modifications des normes IFRS 2 et IFRS 3 modifient les exigences en vigueur ou fournissent des indications supplémentaires sur la mise en œuvre de ces exigences.

Les entreprises devront appliquer les modifications de ces normes au plus tard à la date d'ouverture de leur premier exercice commençant le 1er février 2015 ou après cette date.

1.3.2 AMF : Mise à la disposition du public des archives de sa "base des décisions et informations financières" (BDIF)

L'AMF met à disposition du public sa base BDIF sous la forme de répertoires. La base de fichiers est constituée :

- d'une part d'un répertoire intitulé "METADONNEES" contenant les métadonnées descriptives des documents sous la forme d'une feuille Excel par année.
- d'autre part d'un répertoire intitulé "FICHIERS" contenant les décisions et informations financières dans 3 répertoires :
 - ✓ une base "DOP" qui contient les avis d'offres publiques et documents liés, déclarations des dirigeants, franchissements de seuils, conformité, pactes, etc. ;
 - ✓ une base "RDD" qui contient les décisions AMF ;
 - ✓ une base "TXTINT" qui contient les prospectus et autres documents des sociétés.

Ces archives sont disponibles sur le site de l'AMF : [Archives de la base des décisions et informations financières de l'AMF](#). Un [manuel d'utilisation](#) de la recherche sur les décisions et informations financières des sociétés cotées est également proposé.

1.3.3 Première réunion du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris créé par l'AMF et la Banque de France

Le 28 janvier 2015, s'est tenue la première réunion du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris présidé par Michel Prada dont la création avait été décidée à l'occasion du plan stratégique 2013-2016 de l'AMF.

Les objectifs du Haut Comité sont de proposer des projets de réformes permettant de promouvoir la compétitivité juridique de la Place de Paris, d'aider et accompagner les autorités publiques dans le cadre des travaux de négociation des textes européens et internationaux ainsi que renforcer la sécurité juridique en fournissant des réponses à des questions juridiques intéressant l'ensemble des acteurs financiers à la fois publics et privés.

1.4 Autorités de régulation

1.4.1 Doctrine de l'AMF sur la gestion d'actifs : mise à jour de certaines instructions, positions et recommandations

L'AMF a modifié sa doctrine afin de prendre en compte les impacts du Règlement européen (UE) n° 462/2013 du Parlement et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le Règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation (CRA III). Cette [mise à jour](#) est aussi l'occasion d'apporter des précisions sur l'admission des parts ou actions d'OPCVM et de FIA aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.

- Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un prospectus et information périodique des fonds d'épargne salariale

L'[instruction DOC-2011-21](#) détaille les règles applicables aux fonds d'épargne salariale (FCPE ou SICAVAS) quant à la procédure d'agrément, l'établissement d'un document d'information clé pour investisseur (DICI) et d'un prospectus et l'information périodique. Des précisions sont notamment apportées sur la création, les modifications d'un fonds d'épargne salariale en cours de vie (mutations/changements) et les modalités d'information des souscripteurs et de l'AMF.

- Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un règlement et information périodique des fonds de capital investissement

L'[instruction DOC-2011-22](#) détaille les règles applicables aux fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP) agréés quant à la procédure d'agrément, l'établissement d'un document d'information clé pour investisseur (DICI) et d'un règlement et l'information périodique. Des précisions sont notamment apportées sur la création, les modifications d'un fonds de capital investissement agréé en cours de vie (mutations/changements) et les modalités d'information des investisseurs et de l'AMF.

- Guide des documents réglementaires des OPCVM et OPCI

Ce [guide](#) détaille comment élaborer le document d'information clé pour investisseur (DICI) et le prospectus (incluant le Règlement / Statuts) pour les OPCVM coordonnés et non coordonnés (dont les FCPR et les FCPE) ainsi que pour les OPCI accessibles au grand public.

- Procédure de commercialisation de parts ou actions de FIA

L'[instruction DOC-2014-03](#) détaille la procédure de commercialisation des FIA, en France. Elle précise également la procédure de commercialisation des FIA gérés par une société de gestion de portefeuille française agréée au titre de la directive AIFM dans un autre Etat membre de l'Union européenne.

- Guide pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC

Ce [guide](#) illustre les comportements à suivre et les mauvaises pratiques à proscrire pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC (principes généraux, communication sur des indices financiers et de stratégie, etc.). Ces dispositions sont déclinées aux OPCVM à formule, OPCVM « indicieux », fonds mettant en œuvre des stratégies de type « gestion coussin », SOFICA, SCPI et OPCVM de capital investissement agréés.

[Synthèse des modifications apportées à certains documents de doctrine sur la gestion d'actifs](#)

1.4.2 L'AMF : Modifications du règlement général

Deux modifications successives sont intervenues par la publication de deux arrêtés d'homologation.

L'[arrêté du 15 janvier 2015](#), publié au JO du 23 janvier 2015, concerne les modifications du livre V du règlement général de l'AMF. Conformément aux dispositions de la loi de régulation et de séparation des activités bancaires du 26 juillet 2013, l'arrêté précise les mesures devant être prises par les entreprises de marché et les personnes

gérant un système multilatéral de négociation (SMN) pour faire face à des périodes de forte tension sur les marchés. Ces dispositions entreront en vigueur le 1^{er} juillet 2015.

L'[arrêté du 14 janvier 2015](#), publié au JO du 21 janvier 2015, concerne les modifications du livre II du règlement général de l'AMF, nécessaires à la mise en œuvre d'une partie du nouveau cadre des introductions en bourse adopté par le Collège de l'AMF, à la suite des travaux qui avaient été lancés en mars 2014 et publiés le 1^{er} décembre¹².

Dans le prolongement, l'AMF a publié la [position-recommandation \(DOC-2015-02\)](#) sur les introductions en bourse. Le document de l'AMF DOC-2006-12 portant sur l'assouplissement des modalités de lancement des introductions en bourse devient ainsi obsolète.

1.5 Agences de notation

1.5.1 Mise à jour de la liste des agences de notation et de crédit enregistrées et certifiées : publication au JOUE

Le Journal officiel de l'Union européenne a publié le 31 janvier au JOUE C 33 la [liste des agences de notation de crédit enregistrées et certifiées](#), liste arrêtée par l'ESMA.

2. JURISPRUDENCE

2.1 Fusion : ajustement du prix d'exercice des options de souscription

Pour la première fois, la Cour de cassation vient consacrer la pratique consistant en l'ajustement du prix d'exercice des options de souscription par application de la parité retenue dans les opérations de fusion par laquelle la société émettrice est absorbée. (Cass. 2^{ème} civile 27 novembre 2014, n°13-25715, P+B)

Une société consent des options de souscription à certains de ses salariés courant 2001 et 2003. Elle fait ensuite l'objet d'une fusion-absorption en février 2005 avant que ces options ne puissent être levées : dans le cadre de cette fusion, la parité d'échange des titres est fixée à 43 actions de la société absorbée (la société émettrice) pour douze actions de la société absorbante, parité dont il est prévu dans le traité de fusion qu'elle soit appliquée au nombre et au prix des actions ayant fait l'objet des options.

Les options sont levées en 2006, 2007 et 2008 et celles dont le prix unitaire avait été initialement fixé lors de l'attribution à 12 euros, sont alors acquises (par application de la parité) au prix de 3,35 euros et celles fixées à 10,50 euros, le sont au prix de 2,93 euros. A la suite d'une vérification comptable effectuée par l'URSSAF pour les années 2006 à 2008, un redressement est notifié à la société absorbante : celui-ci porte notamment sur un rappel de cotisations fondé sur le fait que le prix d'acquisition des actions appliqué au moment de la levée des options comportait un rabais supérieur à 5% de la valeur de l'action à laquelle l'option a été consentie de sorte que la fraction de rabais excédant les 5% prévus par l'article 80 bis II du code général des impôts aurait dû être réintégrée dans l'assiette de calcul des cotisations sociales comme ayant la nature d'une rémunération à la date de l'option¹³.

La société contesta le redressement et saisit le Tribunal des affaires de sécurité sociale d'une demande en annulation. Tant en première instance qu'en cause d'appel, la société fut entendue sur le redressement considéré puisque les juges estimèrent que loin de constituer une atteinte au principe de l'intangibilité du prix de souscription ou d'achat des actions fixé par l'article L.225-181 du code de commerce¹⁴, *le fait que les levées*

¹² Voir Actualités M&A / Droit Boursier Novembre-Décembre 2014

¹³ Pour mémoire, l'article L.242-1 du code de la sécurité sociale prévoit qu'en cas de levée des options à un prix inférieur à 95% de la valeur des actions, la différence entre ce seuil et le prix d'exercice des options est soumise à cotisations sociales. Or en l'espèce, le prix d'attribution pour certaines était de 12 euros et de la levée de 3,35 euros et pour d'autres de 10,50 pour être finalement acquises à 2,93 euros ce qui selon le raisonnement soutenu par l'URSSAF, entraînait un rappel total de cotisations de 732.055 euros augmenté des majorations de retard.

¹⁴ **Article L.225-181 du code de commerce dans sa version 21 septembre 2000 au 21 juin 2004 :** "Le prix fixé pour la souscription ou l'achat des actions ne peut pas être modifié pendant la durée de l'option. Toutefois, lorsque la société réalise une des opérations prévues

*d'options se soient réalisées ultérieurement pour des prix d'achats nettement inférieurs au prix de souscription initialement fixé ne tient pas à une volonté de consentir en définitive aux bénéficiaires des rabais excédant le seuil de 5% [...] mais est le seul résultat de l'application nécessaire du taux de parité régulièrement fixé à l'occasion des opérations de fusion, dès lors que les droits d'option ne pouvaient plus s'exercer sur les titres de l'ancienne société OSIATIS, absorbée, mais uniquement sur les actions de la nouvelle société OSIATIS France, absorbante*¹⁵. A cette occasion, les juges relevaient d'ailleurs qu'à la date d'attribution des options, le prix de souscription fixé correspondait de très près à la valeur réelle des actions, si bien que lors de la fixation de ce prix de souscription, les bénéficiaires des droits d'option ne s'étaient pas vus consentir un rabais excédant le seuil de 5% autorisant la non-intégration du rabais dans l'assiette de calcul des cotisations sociales.

A l'occasion du pourvoi formé par l'URSSAF, la Cour de cassation était amenée à répondre à la question tenant à la compatibilité des dispositions des articles L.225-181 du code de commerce et 80 bis II du code général des impôts¹⁶ avec la motivation retenue par les juges d'appel et rappelée ci-dessus, la Cour d'appel n'ayant pas tiré les conséquences légales de ses propres constatations et ce faisant violé l'article L.225-181 du code de commerce, ensemble l'article 80 bis II du code général des impôts.

Ayant rappelé la chronologie des événements (attribution des options de souscription, fusion-absorption de la société émettrice avant la levée des options) et relevé que l'application au prix de souscription fixé lors de l'attribution des options du rapport d'échange déterminé lors de la fusion ne constitue pas une modification prix prohibée par l'article L.225-181 précité, la Haute juridiction poursuit en indiquant qu'il doit être tenu compte de cette parité pour apprécier l'existence et, s'il y a lieu, l'importance de l'avantage conféré au souscripteur au sens de l'article 80 bis, II précité.

Après avoir noté qu'il est acquis (et non contesté) que lors de la fixation du prix de souscription, les bénéficiaires des droits d'option ne se sont pas vus consentir un rabais excédant le seuil de 5% autorisant la non-intégration du rabais dans l'assiette du calcul des cotisations sociales, la Cour de cassation qui reprend les termes exacts de la motivation des juges d'appel, relève que c'est dans l'appréciation souveraine de la valeur et de la portée des éléments de preuve qui lui étaient soumis que la cour d'appel en a exactement déduit qu'en l'absence de rabais excédentaire, les sommes en cause ne revêtent pas, au sens de l'article L.242-1 du code de la sécurité sociale, le caractère d'une rémunération entrant dans l'assiette des cotisations.

Ainsi que le relève l'un des commentateurs de cet arrêt¹⁷, cette solution qui consacre un procédé issu de la pratique, était jusqu'à cette décision, inédite. Certes, les praticiens avaient pour habitude de prévoir dans le traité de fusion, la reprise par la société absorbante des engagements de la société absorbée à l'égard des bénéficiaires d'une attribution d'options non levées lors de la réalisation de la fusion, l'attribution portant sur les actions de la société absorbante pour le calcul du prix desquelles il est fait application de la parité retenue dans la fusion; mais cette pratique n'avait jusqu'alors, jamais reçu l'aval de la Cour suprême.

2.2 SAS : Rémunération du dirigeant et convention réglementée

N'est pas soumise à la procédure de contrôle des conventions réglementées, l'attribution d'une rémunération à un président de SAS par une décision collective prise à la majorité simple en application de dispositions statutaires. N'est pas constitutif d'un abus de majorité, l'allocation d'une rémunération brute de 55 000 euros alors que la société avait réalisé au cours de l'exercice considéré résultat net de 410 000 euros (Cass. com. 4 novembre 2014, n°13-24889, F- P+B)

Cette décision est intéressante car elle tranche de manière nette la question liée au régime applicable à la rémunération des dirigeants de SAS. Faut-il considérer que cette rémunération, eu égard à la nature essentiellement contractuelle de cette société, est elle-même de type contractuel, ou faut-il au contraire, y voir un élément de type institutionnel, voire organique? De la réponse à la question dépendront les règles applicables et

aux cinquième et sixième alinéas de l'article L. 225-161, aux premier et troisième alinéas de l'article L.225-162, le conseil d'administration ou le directoire doit procéder, dans des conditions qui sont fixées par décret en Conseil d'Etat, pour tenir compte de l'incidence de cette opération, à un ajustement du nombre et du prix des actions comprises dans les options consenties aux bénéficiaires des options."

¹⁵ CA Rennes 4 septembre 2013, n°12/07428

¹⁶ Article 80 bis II du code général des impôts dans sa version du 31 mars 2001 au 1^{er} janvier 2013

¹⁷ Editions Francis Lefebvre, 6 janvier 2015

si, pour les SAS, le régime du contrôle des conventions réglementées est certes moins contraignant que dans les sociétés anonymes, il n'en demeure pas moins présent ¹⁸.

Saisie de cette question à l'occasion d'un litige opposant un associé minoritaire d'une SAS à la société et l'associé majoritaire que le minoritaire avait assignés en remboursement de la rémunération versée au dirigeant, au mépris selon lui, des dispositions applicables au contrôle des conventions réglementées, la Cour de cassation a rejeté le pourvoi formé par le minoritaire à l'encontre de l'arrêt de la cour d'appel.

En effet, la juridiction d'appel ¹⁹ avait considéré que dès lors que les statuts de la société prévoyaient que la rémunération de son président devait être fixée par décision collective des associés prise à la majorité simple, le minoritaire n'était pas fondé à se prévaloir de l'observation des dispositions de l'article L.227-10 du code de commerce. Sur la demande subsidiaire en annulation de la décision litigieuse pour abus de majorité, le demandeur ne fut pas plus entendu : après avoir retenu que le dirigeant en cause assumait la responsabilité tant civile que pénale relative aux fonctions sociales de président, relevé le montant des chiffres d'affaires et des résultats pour les exercices sociaux en cause, montants mis en regard de la somme brute annuelle allouée à l'intéressé, les premiers juges estimèrent que cette rémunération n'était ni excessive, ni contraire à l'intérêt de la société, approche que confirma la Cour d'appel.

A l'occasion du pourvoi formé à l'encontre de l'arrêt d'appel par l'associé minoritaire, la Cour de cassation était donc saisie de deux questions, l'une ayant trait à l'application du régime des conventions réglementées à la procédure de fixation de la rémunération d'un dirigeant de SAS et l'autre à l'annulation de cette décision sur le fondement de l'abus de majorité. Dans ces deux voies, elle refuse de suivre la voie que lui traçait l'associé minoritaire.

Parce que la SAS est le terrain d'élection de la liberté contractuelle, la forme sociale où les règles impératives sont bien moins nombreuses que dans d'autres, il serait tentant de penser que la fixation de la rémunération du dirigeant doit elle aussi, être laissée à la convention des parties. L'arrêt ici visé ne l'interdit pas mais en tire toutes les conséquences.

Soit les statuts prévoient (ainsi que le commande l'article L.227-5 du code de commerce ²⁰), comme dans l'arrêt ici en cause, les modalités de détermination de la rémunération du dirigeant, et le régime du contrôle des conventions réglementées ne s'applique pas, étant précisé que l'organe désigné pour statuer sur la rémunération peut être les associés tout comme il doit pouvoir être aussi un autre organe ²¹, soit les statuts n'ont pas encadré ce processus, et il s'agira alors d'une convention soumise comme telle à la procédure de contrôle de l'article L.227-10 précité.

Sur l'abus de majorité, l'arrêt est également riche d'enseignements : en effet, les juges, après avoir relevé que le dirigeant en cause assumait la responsabilité tant civile que pénale inhérente à ses fonctions sociales, se livrent à une comparaison du montant brut annuel de la rémunération versée et du résultat net de l'exercice considéré pour évaluer si, in concreto, la rémunération peut être considérée comme excessive ou contraire à l'intérêt social. Ainsi que le relève l'un des commentateurs de cet arrêt ²², *celui-ci est à ranger parmi les décisions qui acceptent de descendre dans les chiffres de l'entreprise. Le ratio de 1 à 8 est donc vu comme acceptable étant précisé [...] qu'il n'est pas dit selon nous qu'un résultat négatif doive être synonyme d'une absence compétente de rémunération.*

¹⁸ Pour mémoire, dans les SAS, en application de l'article L.227-10, le commissaire aux comptes, lorsqu'il en est désigné un, établit et présente aux associés, un rapport sur les conventions soumises à contrôle, étant précisé qu'aucun délai n'est prévu par la loi pour aviser le commissaire aux comptes de la conclusion de ces conventions (les statuts se chargeant généralement d'aménager un délai analogue à celui prévu en matière de sociétés anonymes) : il n'y a donc pas de procédure d'autorisation préalable mais un contrôle à posteriori dans des conditions et selon des modalités prévues par les statuts (mode de consultation des associés, délai de la prise de décision, mode de scrutin, nombre de voix requises...). Par ailleurs, dans le cas de conventions conclues avec un associé, l'associé intéressé ne saurait être exclu du vote ce qui constitue, ici encore une différence notable avec le régime en vigueur dans les sociétés anonymes. Enfin, le refus d'approbation est sans conséquence sur le sort de la convention, celle-ci produit néanmoins ses effets, sous réserve pour le dirigeant intéressé et pour les autres dirigeants d'en supporter les conséquences dommageables pour la société, en application de l'article L.227-11 du code de commerce.

¹⁹ CA Bastia 24 juillet 2013 n°11/00755

²⁰ **Article L.227-5 du code de commerce**

Les statuts fixent les conditions dans lesquelles la société est dirigée.

²¹ Voir *Le caractère non contractuel de la rémunération du président de SAS* de B. Dondero dans la Semaine Juridique Entreprise et Affaires n)51-52, 18 décembre 2014, 1652

²² Voir note 16 ci-dessus

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 2014

Clifford Chance Europe LLP est un cabinet de sollicitors inscrit au barreau de Paris en application de la directive 98/5/CE, et un limited liability partnership enregistré en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro OC312404, dont l'adresse du siège social est 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ.

www.cliffordchance.com

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

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.