

N° 438

—  
SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2004-2005

---

---

Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005

## RAPPORT

FAIT

*au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur le projet de loi, ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE APRÈS DÉCLARATION D'URGENCE, pour la confiance et la modernisation de l'économie,*

Par M. Philippe MARINI,  
Sénateur.

Tome I : Rapport

---

(1) Cette commission est composée de : M. Jean Arthuis, *président* ; MM. Claude Belot, Marc Massion, Denis Badré, Thierry Foucaud, Aymeri de Montesquiou, Yann Gaillard, Jean-Pierre Masseret, Joël Bourdin, *vice-présidents* ; M. Philippe Adnot, Mme Fabienne Keller, MM. Michel Moreigne, François Trucy *secrétaires* ; M. Philippe Marini, *rapporteur général* ; MM. Bernard Angels, Bertrand Auban, Jacques Baudot, Mme Marie-France Beaufils, MM. Roger Besse, Maurice Blin, Mme Nicole Bricq, MM. Auguste Cazalet, Michel Charasse, Yvon Collin, Philippe Dallier, Serge Dassault, Jean-Pierre Demerliat, Eric Doligé, Jean-Claude Frécon, Yves Fréville, Paul Girod, Adrien Gouteyron, Claude Haut, Jean-Jacques Jégou, Roger Karoutchi, Alain Lambert, Gérard Longuet, Roland du Luart, François Marc, Michel Mercier, Gérard Miquel, Henri de Raincourt, Michel Sergent, Henri Torre, Bernard Vera.

**Voir les numéros :**

**Assemblée nationale (12<sup>ème</sup> législ.) : 2249, 2342, 2329, 2333 et T.A. 458**

**Sénat : 433, 436, 437 (2004-2005)**

---

**Politique économique.**





## SOMMAIRE

|   | <u>Pages</u> |
|---|--------------|
| EXPOSÉ GÉNÉRAL.....   | 5            |
| EXAMEN DES ARTICLES.....  | 15           |
| <b>TITRE I<sup>ER</sup> A ENCOURAGER LA DÉTENTION DURABLE D' ACTIONS</b>  |              |
| • <i>ARTICLE 1<sup>er</sup> A (nouveau)</i> Réforme des contrats d'assurance vie .....  | 15           |
| • <i>ARTICLE 1<sup>er</sup> B (nouveau)</i> Aménagement de la réduction d'impôt sur le revenu accordée au titre de la souscription au capital de sociétés non cotées .....              | 20           |
| • <i>ARTICLE 1<sup>er</sup> C (nouveau)</i> Introduction d'une fiscalité favorable au développement des marchés financiers dédiés aux PME.....  | 22           |
| <b>TITRE I<sup>ER</sup> ADAPTER L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE DES ENTREPRISES</b>   |              |
| • <i>ARTICLE 1<sup>er</sup> D (nouveau)</i> Relèvement du seuil de l'imposition forfaitaire annuelle en IS .....  | 26           |
| • <i>ARTICLE 1<sup>er</sup></i> Tenue des conseils d'administration et de surveillance des sociétés par des moyens de télétransmission .....  | 31           |
| • <i>ARTICLE 2</i> Aménagement des règles de quorum des assemblées générales .....  | 39           |
| • <i>ARTICLE 2 bis (nouveau)</i> Soumission de certains éléments de rémunération des dirigeants de sociétés cotées au régime des conventions réglementées .....                         | 46           |
| • <i>ARTICLE 2 ter (nouveau)</i> Transparence des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées .....  | 51           |
| • <i>ARTICLE 3</i> Limites d'âge des dirigeants d'entreprises publiques.....  | 56           |
| • <i>ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 3</i> Introduction du statut de la société européenne en droit français .....  | 59           |
| • <i>ARTICLE 3 bis (nouveau)</i> Dérogation au principe de séparation de l'audit et du conseil au profit de l'Etat.....   | 79           |
| • <i>ARTICLE ADDITIONNEL APRÈS L'ARTICLE 3 bis (nouveau)</i> Solidarité fiscale des dirigeants .....  | 82           |
| <b>TITRE II MODERNISER LES OUTILS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES</b>  |              |
| • <i>ARTICLE 4 A (nouveau)</i> Mesure fiscale tendant à rétablir la neutralité des véhicules du capital-investissement .....  | 88           |
| • <i>ARTICLE 4</i> Nouveaux financements pour la revitalisation économique .....  | 94           |
| • <i>ARTICLE 5</i> Agence de l'innovation industrielle .....  | 104          |
| • <i>ARTICLE 5 bis (nouveau)</i> Réductions d'impôt sur les sociétés pour des dépenses de recherche ou des souscriptions au capital de petites et moyennes entreprises innovantes ..... | 119          |
| • <i>ARTICLE 6</i> Habilitation du gouvernement à prendre par voie d'ordonnances des mesures visant à réformer le droit des sûretés .....   | 124          |

### TITRE III SIMPLIFIER L'ACCÈS AU MARCHÉ ET RENFORCER LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS

|  |     |
|--|-----|
| <b>CHAPITRE I<sup>ER</sup> SIMPLIFIER L'ACCÈS AU MARCHÉ</b> .....  | 136 |
| • <i>ARTICLE 7</i> <b>Modification du champ de l'appel public à l'épargne</b> .....  | 136 |
| • <i>ARTICLE 8</i> <b>Transposition de la directive « prospectus »</b> .....   | 163 |
| • <i>ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 8</i> <b>Encadrement des pratiques de rachats par les émetteurs de leurs propres actions</b> .....  | 210 |
| • <i>ARTICLE ADDITIONNEL AVANT L'ARTICLE 8 bis (nouveau)</i> <b>Réforme de la représentation des caisses d'épargne et de prévoyance au conseil de surveillance de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance</b> ..... | 227 |
| • <i>ARTICLE 8 bis (nouveau)</i> <b>Élargissement de l'accès de la Caisse des dépôts et consignations aux marchés obligataires</b> .....   | 229 |
| <br>   |     |
| <b>CHAPITRE II RENFORCER LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS</b> .....  | 233 |
| • <i>ARTICLE 9</i> <b>Réglementation relative aux recommandations d'investissement produites ou diffusées par les professionnels</b> .....   | 233 |
| • <i>ARTICLE 10</i> <b>Extension des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers et adaptation du champ des manquements et délits boursiers</b> .....  | 267 |
| • <i>ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 10</i> <b>Ratification de l'ordonnance de transposition de la directive 2002/47/CE relative aux contrats de garantie financière</b> .....   | 293 |
| • <i>ARTICLE 11</i> <b>Amélioration des règles relatives à l'information périodique</b> .....  | 306 |
| • <i>ARTICLE 12</i> <b>Amélioration des règles de franchissement de seuil</b> .....  | 322 |
| • <i>ARTICLE 13</i> <b>Extension de la procédure de garantie de cours et de l'obligation de dépôt d'une offre publique</b> .....   | 332 |

### TITRE IV FINANCER LA CROISSANCE PAR LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE

|   |     |
|---|-----|
| • <i>ARTICLE 14</i> <b>Extension de la mesure exceptionnelle d'exonération des dons d'argent</b> .....  | 340 |
| • <i>ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 14</i> <b>Augmentation, de 50 % à 75 %, de l'abattement applicable en matière d'impôt de solidarité sur la fortune aux parts ou actions de société faisant l'objet d'un engagement collectif de conservation</b> ..... | 346 |
| • <i>ARTICLE 15</i> <b>Ouverture des accords d'intéressement aux dirigeants des entreprises de moins de cent salariés</b> .....   | 349 |
| • <i>ARTICLE 15 bis (nouveau)</i> <b>Affectation de l'excédent de la réserve spéciale de participation</b> .....  | 353 |
| • <i>ARTICLE 15 ter (nouveau)</i> <b>Mise en place d'une prime exceptionnelle d'intéressement</b> .....   | 358 |
| • <i>ARTICLE 15 quater (nouveau)</i> <b>Déblocage des sommes attribuées en 2005 au titre de la participation</b> .....  | 362 |
| • <i>ARTICLE 16</i> <b>Extension aux entreprises non cotées de la possibilité de pratiquer une décote sur leurs titres dans le cadre d'une augmentation de capital réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise</b> .....                            | 369 |
| • <i>ARTICLE 16 bis (nouveau)</i> <b>Périodicité des assemblées générales extraordinaires pour l'augmentation de capital réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise</b> .....  | 380 |

|   |     |
|---|-----|
| • <i>ARTICLE 17</i> Dispositions relatives aux transferts entre plans d'épargne salariale.....                          | 383 |
| • <i>ARTICLE 18</i> Evaluation des titres offerts dans les plans d'épargne d'entreprise<br>des sociétés non cotées..... | 392 |
| • <i>ARTICLE 19</i> Information des salariés sur les plans d'épargne d'entreprise<br>unilatéraux.....                   | 399 |
| • <i>ARTICLE 20</i> Crédit d'impôt au titre de la formation en matière d'épargne<br>salariale.....                      | 408 |

## TITRE V AUTRES DISPOSITIONS

|  |     |
|--|-----|
| • <i>ARTICLE 21</i> Règles relatives au conditionnement des cigarettes et des tabacs à<br>rouler .....   | 420 |
| • <i>ARTICLE 22</i> Adaptation à l'outre-mer .....   | 427 |
| • <i>ARTICLE 23</i> Renouvellement de l'habilitation à modifier la législation relative<br>aux propriétés publiques.....   | 430 |
| • <i>ARTICLE 24 (nouveau)</i> Autorisation de vendre l'immeuble appartenant à l'Etat,<br>sis 13 rue de l'Université à Paris .....  | 436 |
| • <i>ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 24</i> Renouvellement de l'habilitation<br>à définir le régime juridique d'organismes de placement collectif dans l'immobilier..... | 438 |
| <b>EXAMEN EN COMMISSION</b> .....  | 443 |



## EXPOSÉ GÉNÉRAL

Votre commission des finances ne peut qu'approuver la démarche qui conduit le gouvernement à présenter devant le Sénat le présent projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie adopté par l'Assemblée nationale en première lecture après déclaration d'urgence.

### **Le contexte communautaire et législatif**

Ce projet prolonge une série de textes à caractère financier qui, deux ans après le vote de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 (n° 2003-706), viennent poursuivre l'adaptation de notre droit aux exigences communautaires : le projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers<sup>1</sup>, adopté en première lecture par le Sénat dans sa séance du 2 mai 2005, et le projet de loi portant divers dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine de l'assurance<sup>2</sup>, examiné en commission des finances le 7 juin dernier mais non encore inscrit à l'ordre du jour du Sénat.

A ces deux textes que la commission des finances a rapportés au fond, il faut d'abord ajouter les projets de loi relatifs à la sauvegarde des entreprises<sup>3</sup>, et aux petites et moyennes entreprises<sup>4</sup> – dont elle s'est saisie pour avis –, qui viennent compléter cet ensemble de mesures favorables au financement de l'économie et donc à l'emploi.

Mais il faut aussi évoquer à la suite du changement de gouvernement, ce qu'il est prévu de faire en matière d'emploi dans le cadre des ordonnances annoncées par M. Dominique de Villepin, Premier ministre, dans son discours de politique générale.

C'est d'ailleurs la volonté de donner une nouvelle impulsion à la politique économique de la France qui a justifié l'introduction, à l'initiative du gouvernement ou avec son plein accord, de dispositions nouvelles notamment de nature fiscale pour stimuler la croissance.

---

<sup>1</sup> Rapport n° 309 (2004-2005) de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances, déposé le 27 avril 2005.

<sup>2</sup> Rapport n° 368 (2004-2005) de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances, déposé le 7 juin 2005.

<sup>3</sup> Avis n° 355 (2004-2005) de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances, déposé le 26 mai 2005.

<sup>4</sup> Avis n° 363 (2004-2005) de M. Auguste Cazalet, fait au nom de la commission des finances, déposé le 1<sup>er</sup> juin 2005.



## Une bonne méthode législative

Si le présent projet de loi répond à l'évidence aux besoins de notre économie, il vient aussi, dans les faits même si cela ne correspond pas aux intentions exprimées par le gouvernement, opportunément satisfaire un souci de méthode de votre commission des finances.

Lors de l'examen du projet de loi de finances rectificative pour 2004, votre rapporteur général avait ainsi souligné **l'intérêt qu'il y aurait à recourir de façon plus systématique à ces projets de loi, communément appelés DDOEF**, portant « *diverses dispositions d'ordre économique et financier* », pour éviter que le Parlement n'ait à statuer, dans la précipitation qui caractérise les sessions budgétaires, sur des mesures trop complexes pour être examinées en quelques jours.

De fait, votre rapporteur général a pu prendre tous contacts utiles avec nombre de professionnels concernés et notamment avec les acteurs de la place financière de Paris, qui lui ont permis d'analyser de façon approfondie les novations et innovations introduites par le présent projet de loi.

### **Poursuivre la modernisation des marchés financiers, enjeu majeur de compétitivité**

Au delà de **l'hétérogénéité** des mesures qu'il contient – puisque l'on y trouve notamment une disposition relative à la fiscalité des tabacs et la prorogation d'une habilitation à rédiger un code des propriétés publiques –, ce texte s'inscrit clairement dans une politique de modernisation des marchés financiers et d'aménagement de la politique de l'épargne. Il comporte une série de dispositions touchant au droit des sociétés et au droit social, ce qui légitime la saisine pour avis, à l'Assemblée nationale<sup>1</sup> comme au Sénat, des commissions des lois et des commissions en charge des affaires sociales.

Si son titre de « *projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* » peut sembler très général et sans doute en décalage avec le caractère très technique de nombre de mesures qu'il contient, il trouve une certaine **légitimité** étant donné leur rôle dans le dynamisme des sphères réelle et financière de notre économie.

Le financement des entreprises et, en particulier, celui des plus petites et des plus jeunes d'entre elles, est bien un enjeu majeur dans la compétition internationale. Nos entreprises sont engagées sur des marchés mondiaux. Il convient de leur offrir, quelle que soit leur taille, quel que soit leur âge, les moyens de leur développement financier mais aussi un cadre juridique qui ne

---

<sup>1</sup> Avis n° 2329 déposé le 11 mai 2005 par M. Patrick Ollier rapporteur pour avis de la commission des affaires économiques. Avis n° 2333 déposé le 12 mai 2005 par M. Philippe Houillon rapporteur pour avis de la commission des lois.

les défavorise pas en matière de levées de fonds par rapport à leur concurrentes.

### **Améliorer la gouvernance d'entreprise**

Un premier ensemble de mesures concerne la gouvernance des entreprises. Il est d'abord proposé de simplifier le **fonctionnement des organes sociaux**, en particulier les règles de quorum des assemblées générales, et de faciliter l'utilisation des technologies modernes par les conseils d'administration ou de surveillance.

En ce qui concerne le **statut des dirigeants**, le texte, qui se contentait initialement d'aligner le régime des entreprises publiques sur celui des entreprises privées en matière de **limite d'âge**, comporte désormais de nouvelles règles en matière de rémunérations, puisque l'Assemblée nationale a estimé souhaitable, avec l'accord du gouvernement, d'améliorer la **transparence des rémunérations des mandataires sociaux**, suite au scandale auquel a donné lieu la publication dans la presse des conditions de départ d'un dirigeant d'une grande entreprise du CAC 40. La solution retenue est apparue équilibrée et de nature à faciliter l'information des actionnaires sur le modèle de ce qui est prévu en matière de conventions réglementées.

Dans le même esprit, l'Assemblée nationale a adopté, à l'initiative du gouvernement, un amendement pour « **fluidifier** » **les rapports entre les sphères publiques et privées de l'économie**. Si la réduction à deux ans du délai au terme duquel un fonctionnaire est autorisé à rejoindre une entreprise relevant d'un secteur dont il a eu à connaître, au titre de ses précédentes fonctions, peut sembler légitime, il a paru souhaitable à votre commission de veiller à ce que ces obligations pèsent sur toutes les personnes appartenant à la sphère publique quel que soit leur statut.

### **Assouplir, conformément à nos engagements européens et à l'intérêt des entreprises en croissance, les conditions de l'appel public à l'épargne**

Un autre volet important du texte concerne l'accès aux marchés financiers. Prolongeant les mesures comprises dans le projet de loi précité d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, le présent projet de loi tend à fournir le cadre juridique nécessaire à la modernisation de notre droit boursier.

Déjà dans les faits, **Euronext** s'est adapté à la concurrence – qu'elle soit anglaise ou allemande – en fusionnant les anciens « premiers », « seconds » et « nouveaux » marchés, dans une « **Euroliste** » **unique**. Le législateur a accompagné cette réforme dans le cadre de la loi de finances pour 2005 en exonérant d'impôt de bourse les introductions d'un montant inférieur à 150 millions d'euros. Maintenant, il faut aller plus loin et accompagner sur

le plan juridique et fiscal la création d'un nouveau marché, non réglementé, mais simplement organisé, **Alternext**, dont l'objectif est de concurrencer « *l'Alternative investment market* », créée avec succès par le London stock exchange. La mesure nouvelle introduite à l'Assemblée nationale, consistant à rendre applicable dès 2006 le nouveau régime des plus-values sur titre de participation peut jouer un rôle utile dans le lancement de la nouvelle formule.

Un des objectifs importants est de supprimer les effets de seuils pour créer un **niveau intermédiaire entre le Marché libre et la cotation sur un marché réglementé**. Il faut faire face à la diversification des besoins et permettre à de jeunes sociétés d'accéder aux marchés financiers, tout en les exemptant de certaines obligations étendues qu'imposent les marchés réglementés classiques.

Cela revient à instaurer, selon le volume des titres placés ou la qualité des investisseurs, une certaine **gradation dans les obligations découlant de l'appel public à l'épargne**, dont la définition est par ailleurs adaptée conformément aux directives européennes.

La modernisation passe très largement par l'adaptation de nos réglementations au principe de **l'harmonisation européenne**, qu'il se traduise par des directives à transposer ou par une pression concurrentielle à maîtriser.

A cet égard, votre rapporteur général a souhaité introduire par voie d'amendement un **dispositif complet permettant l'insertion du statut de la société européenne dans notre droit commercial**, dans la continuité de la proposition de loi<sup>1</sup> qu'il avait présentée parallèlement à celle de ses collègues Jean-Jacques Hyst et Jean-Guy Branger<sup>2</sup>, et dont notre collègue Bernard Saugey avait été désigné rapporteur au nom de la commission des lois. La qualité de la concertation tant à l'intérieur du Sénat qu'entre les auteurs et l'administration a rendu possible cette procédure qui va accélérer la mise en place d'un outil indispensable à la compétitivité des entreprises dans l'espace économique européen.

Il y a là un bon exemple de cette interaction entre modernisation et confiance. La confiance ne se décrète pas. Mais elle peut se construire à partir de mesures d'apparence technique, qui, parce qu'elles facilitent le fonctionnement quotidien des marchés, créent le bon climat qui donne aux entreprises l'envie d'investir.

---

<sup>1</sup> Proposition de loi n° 11 (2003-2004), déposée le 9 octobre 2003, relative à la société européenne.

<sup>2</sup> Proposition de loi n° 152 (2003-2004), déposé le 19 janvier 2004, portant sur la mise en œuvre des dispositions de renvoi en droit interne contenus dans le règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne (SE) et sur la transposition concomitante de la directive n° 2001/869/CE du Conseil du 8 octobre 2001 complétant le statut de la société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs.

## **Conforter la confiance dans les marchés par une transparence toujours plus exigeante**

A cet égard, le rôle du législateur comme celui de l'autorité de marché est essentiel. Au premier, il incombe de trouver le bon équilibre entre la protection de l'épargnant et la préservation de la souplesse de gestion des entreprises ; à la seconde, il revient d'édicter, dans le cadre fixé par la loi, des règles du jeu claires, ainsi d'exercer pleinement sa fonction de surveillance des transactions.

Certains équilibres doivent être encore affinés au vu du fonctionnement réel des marchés. C'est ainsi que votre commission des finances a donné suite aux intentions qu'elle a manifestées lors de la discussion du projet de loi d'adaptation du droit communautaire dans le domaine des marchés financiers en matière de **rachats d'actions par les émetteurs**. Il s'agit d'une pratique désormais courante de la part des entreprises cotées, notamment lorsqu'elles souhaitent, dans le cadre d'un processus dit de « relation », augmenter le bénéfice par action ou qu'elles cherchent à se constituer un « trésor de guerre » en vue d'une fusion ou d'un apport. Quelque légitimes que soient ces pratiques, il convient de les encadrer de façon à éviter les dérives que l'on a pu connaître avec l'affaire Vivendi Universal, en **garantissant** la traçabilité de l'autorisation et **la pleine information des actionnaires**.

**La confiance passe par la transparence. Il s'agit d'une question de principe sur laquelle votre commission des finances se montrera particulièrement intransigeante.**

Votre commission des finances attache une importance particulière aux dispositions que comporte le projet de loi en matière de publication du prospectus afférent à une offre de titres, d'encadrement des recommandations d'investissement, de franchissement de seuils ou de garanties de cours, en vue d'améliorer, à travers le renforcement de la transparence du marché, la capacité des investisseurs à prendre leurs décisions en connaissance de cause.

A cet égard, un point important pour votre rapporteur général est de pouvoir disposer – au moins s'agissant des titres en capital – d'une **version en français du prospectus**, même si ce n'est pas conforme à la lettre de la directive dite « prospectus » du 4 novembre 2003. C'est bien la moindre des exigences si l'on veut garantir le consentement des épargnants français.

Le projet de loi comporte par ailleurs des mesures tendant à renforcer les pouvoirs de sanctions de l'AMF et à les étendre à l'ensemble des configurations de marché, sans pour autant aller jusqu'à lui conférer un droit de transaction sur le modèle de la *Securities and exchange commission* américaine.

### **Favoriser la mobilisation de l'épargne et de l'investissement notamment par la promotion de l'intéressement dans les petites et moyennes entreprises**

L'article habilitant le gouvernement à **réformer le droit des sûretés**, qui relève également de ce processus de modernisation, devrait avoir un fort impact sur l'activité économique. Il s'agit à la fois de faciliter le financement des entreprises en leur permettant de mobiliser dans un cadre juridique plus sûr leurs actifs, afin d'obtenir des financements au meilleur coût et de permettre aux particuliers de recourir à deux mécanismes financiers très répandus dans les pays anglo-saxons, l'hypothèque rechargeable et le viager hypothécaire. Il s'agit d'une initiative qui va dans le bon sens dès lors que le législateur fixe les principes directeurs de l'habilitation et que l'on prend garde de ne pas encourager un surendettement préoccupant dans certaines couches de la société française.

On peut rattacher au même objectif de mobilisation de l'épargne, la mesure consistant à prolonger la disposition exceptionnelle relative à l'exonération de droits de mutation des dons en argent, prise dans le cadre de la loi pour le soutien à la consommation et à l'investissement (n° 2004-804) du 9 août 2004. Il en est de même de la piste évoquée par le gouvernement consistant à aligner la fiscalité des plus-values sur les participations dans des entreprises non cotées sur le régime de l'immobilier qui tend à les exonérer au bout de 15 ans.

Le dernier volet concerne **l'intéressement** dont ce projet de loi voudrait favoriser le développement dans les petites et moyennes entreprises : si les trois cinquièmes des entreprises de plus de 1.000 salariés disposent d'un plan d'intéressement, c'est seulement le cas d'un cinquième des entreprises entre 50 et 100 salariés.

De ce point de vue, votre commission des finances note que le gouvernement a fait de la mesure de déblocage des fonds de participation un dispositif limité à l'année 2004, une mesure « spot », pour reprendre l'expression employée par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie devant l'Assemblée nationale. Il y avait là, dès lors qu'elle perdait son caractère exceptionnel, une initiative de nature à déstabiliser un des compartiments de l'épargne à long terme, ce qui eût été contradictoire, au moment où l'on cherche à favoriser les placements longs. La prime spéciale d'intéressement introduite par voie d'amendement, qui reflète les bonnes performances de l'économie française en 2004, n'encourt pas les mêmes réserves dans la mesure où elle est, par définition, ponctuelle.

Enfin, on ne saurait terminer ce survol préliminaire sans évoquer les **mesures relatives à la recherche et à l'innovation**. Le projet initial se contentait de prévoir une mesure très technique consécutive à la création de l'Agence industrielle de l'innovation, dont le gouvernement vient de décider

de doubler la dotation en capital pour la porter à un milliard d'euros. Le texte issu des délibérations de l'Assemblée nationale a étendu le nouveau régime d'imposition des plus-values sur titres de participation, adopté dans la loi de finances rectificative pour 2004 à l'initiative de votre commission des finances, aux investissements effectués par l'intermédiaire de fonds de capital-investissement.

La modernisation de notre législation financière est un processus continu. Il faut sans cesse la remettre sur le métier, ne serait-ce qu'en raison de l'intégration croissante des marchés qui se poursuit, dans les faits, par delà les vicissitudes institutionnelles.

Et c'est parce que votre commission partage cette conviction et qu'elle a bon espoir de voir le gouvernement présenter, en fin d'année, des nouvelles mesures à caractère financier, qu'elle a accepté **de différer la mise en œuvre de certaines réformes, comme l'instauration d'un pouvoir de transaction pour l'Autorité des marchés financiers et l'introduction en droit français d'un régime de la fiducie**, pourtant essentielles du point de vue de la compétitivité du droit et du territoire national.

De même, la nécessité de réformer notre fiscalité sur le patrimoine demeure intacte, et la majorité des membres de votre commission y est particulièrement attachée. Pour illustrer les enjeux d'emploi et de compétitivité qui sont ici en question, votre rapporteur général se félicite que puisse être publié, dans le courant du mois de juillet, le rapport qu'il compte cosigner, avec son homologue de l'Assemblée nationale et les présidents des deux commissions des finances, pour répondre à la « commande » qui leur a été faite en novembre dernier par le ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, sur la lancinante question du « plafonnement du plafonnement » de l'impôt de solidarité sur la fortune par rapport aux revenus du contribuable.

Tel est l'esprit dans lequel votre commission des finances vous propose une série d'amendements sous la réserve desquels elle vous demande d'adopter le présent projet de loi.

#### **Principaux amendements proposés par votre commission des finances**

##### Article 1D

Suppression de l'article relevant la limite en dessous de laquelle l'imposition forfaitaire annuelle n'est pas exigible.

### Article 1<sup>er</sup>

Permettre aux conseils d'administration ou de surveillance de se tenir par des moyens de télécommunication permettant leur identification, garantissant leur participation effective et assurant la confidentialité des débats (à l'exception d'une réunion au moins par an qui devra se tenir en présence physique des membres du conseil).

### Article 2

Alignement des quorums des assemblées générales extraordinaires sur ceux des assemblées générales ordinaires.

### Article additionnel après l'article 3

Mesures d'adaptation du code de commerce nécessaires à la pleine applicabilité en France de la législation communautaire sur la société européenne prévue par le règlement (CE) n° 2157/2001 du 8 octobre 2001, en vue de permettre l'implantation en France de sièges statutaires de groupes européens.

### Article additionnel après l'article 3 bis

Introduction d'une exigence de proportionnalité dans le régime de la solidarité fiscale des dirigeants (article L. 267 du livre des procédures fiscales), à raison de la capacité financière et des manquements de ces derniers, et suppression du régime spécial des dirigeants de SARL en la matière.

### Article 7 (réforme du champ de l'appel public à l'épargne)

Introduction d'une présomption selon laquelle les gestionnaires de portefeuilles individuels sont considérés comme des investisseurs qualifiés.

### Article 8 (transposition de la directive « prospectus »)

- Systématisation de la traduction du prospectus afférent à des opérations portant sur des titres de capital.

- Poursuite de la transposition de la directive « prospectus » : pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers (AMF) afférents à une opération visée par l'autorité compétente d'un autre Etat de l'Espace économique européen, et facultés ouvertes à l'AMF en tant qu'autorité délégataire ou délégante des compétences relatives au visa du prospectus.

### Article additionnel après l'article 8

Mesures d'encadrement des programmes de rachats par les émetteurs de leurs propres actions : autorisation préalable de l'assemblée générale pour réaffecter les titres acquis à de nouvelles finalités, et cantonnement de la période d'utilisation et du volume des actions rachetées aux fins de remise pour paiement ou échange dans le cadre d'une opération de croissance externe.

### Article additionnel avant l'article 8 bis

Réforme de la représentation des caisses d'épargne et de prévoyance au conseil de surveillance de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance.

Article 8 bis

Institution d'un avis de la commission bancaire sur l'exécution du programme d'endettement de la Caisse des Dépôts et consignations.

Article 9 (nouveau régime de la production ou diffusion de recommandations d'investissement)

Approbation par l'AMF du code de bonne conduite établi par l'association créée dans le cadre de l'autorégulation des professionnels produisant ou diffusant des recommandations d'investissement dans le cadre d'une activité journalistique.

Article additionnel après l'article 10

Ratification expresse de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, moyennant deux modifications tendant à rectifier une erreur de coordination, et à inclure les personnes physiques dans le champ du « *close out netting* ».

Article 11 (information périodique)

Poursuite de la transposition de la directive « transparence » : possibilité pour l'AMF de prendre des mesures conservatoires à l'encontre d'un émetteur ne respectant ses obligations d'information périodique et dont elle n'est pas l'autorité de supervision et de contrôle.

Article 12 (déclaration de franchissements de seuil)

Création d'un nouveau seuil de déclenchement de déclaration à 90 %.

Article additionnel après l'article 14

Relèvement, de 50 % à 75 %, de l'abattement applicable en matière d'impôt de solidarité sur la fortune aux parts ou actions de société faisant l'objet d'un engagement collectif de conservation, par coordination avec l'article 22 du projet de loi relatif aux petites et moyennes entreprises prévoyant une telle disposition pour les droits de mutation à titre gratuit.





## EXAMEN DES ARTICLES

### TITRE I<sup>ER</sup> A

#### ENCOURAGER LA DÉTENTION DURABLE D' ACTIONS

##### *ARTICLE 1<sup>er</sup> A (nouveau)*

##### **Réforme des contrats d'assurance vie**

**Commentaire :** adopté à l'initiative de notre collègue député Jean-Michel Fourgous, le présent article a pour objet, d'une part, de permettre la transformation de contrats d'assurance vie en euros en contrats d'assurance vie multi-supports sans perte de leur antériorité fiscale, et, d'autre part, de définir le régime applicable à une nouvelle catégorie de contrats d'assurance vie « diversifiés ».

#### **I. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative de notre collègue député Jean-Michel Fourgous, l'Assemblée nationale a adopté, avec l'avis favorable de la commission et du gouvernement, le présent article prévoit, d'une part, la possibilité la transformer les contrats d'assurance vie en euros en contrats d'assurance vie multi-supports, sans perte de leur antériorité fiscale et, d'autre part, de définir le régime applicable à une nouvelle catégorie de contrats d'assurance vie « diversifiés ».

##### ***A. LA TRANSFORMATION DES CONTRATS D'ASSURANCE VIE EN EUROS EN CONTRATS MULTI-SUPPORTS.***

Le I du présent article permet la transformation des contrats en euros en contrats multi-supports, mais sans les conséquences fiscales d'un dénouement.

Dans le droit actuel, un contrat d'assurance vie en euros ne peut être transformé en contrat multi-supports sans perdre son antériorité fiscale. Si le droit du contrat autorise de transférer une garantie en euros en une garantie libellée en unités de compte, le droit fiscal ne prévoit pas une telle possibilité, de sorte que les contrats en euros, qui représentent la moitié des encours de l'assurance vie, ne peuvent pas faire l'objet d'arbitrages pour tout ou partie vers des supports actions.

Le dispositif proposé permet, sans perte d'antériorité fiscale, la transformation de contrats en euros en contrats multi-supports.

La mesure n'a **pas d'impact sur l'imposition sur le revenu**. Elle implique en revanche un **report de l'imposition au titre de la CSG et de la CRDS jusqu'au dénouement du contrat transformé**. En effet, alors que les produits des contrats en euros sont imposés « au fil de l'eau », chaque année, les produits des contrats en unités de compte sont imposés au moment du rachat des contrats.

Les produits inscrits sur les bons ou contrats, à la date de leur transformation, sont assimilés à des primes versées pour les règles d'imposition lorsqu'ils ont été soumis, lors de leur inscription en compte, aux prélèvements et contributions applicables à cette date. **La mesure n'a donc aucun impact sur les impositions au titre de la CSG<sup>1</sup>, des prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine et les produits de placement<sup>2</sup> et de la CRDS<sup>3</sup> déjà versées.**

#### ***B. CRÉATION D'UN NOUVEAU CADRE PRUDENTIEL POUR LES CONTRATS D'ASSURANCE VIE***

Les **II, III et IV** du présent article **étendent aux contrats d'assurance vie les contrats dits « diversifiés »**, jusqu'alors réservés aux seuls plans d'épargne pour la retraite populaire (PERP) créés dans le cadre de la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites.

Le **II** du présent article définit le régime applicable aux nouveaux contrats diversifiés, en proposant de compléter le titre IV du livre I<sup>er</sup> du code

---

<sup>1</sup> Les règles applicables à la CSG sur les revenus du patrimoine, d'une part, les produits de placement, d'autre part, sont respectivement définies aux articles L. 136-6 et L. 136-7 du code de la sécurité sociale.

<sup>2</sup> Les règles applicables aux prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine, d'une part, les produits de placement, d'autre part, sont respectivement définies aux articles L. 245-14 et L. 245-15 du code de la sécurité sociale.

<sup>3</sup> Les règles applicables à la CRDS sur les revenus du patrimoine et de l'immobilier sont définies aux articles 15 et 16 de l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale, ainsi qu'au 2° de l'article 11 de la loi n° 2004-626 du 30 juin 2004 relative à la solidarité pour l'autonomie des personnes âgées et des personnes handicapées, lequel fixe une contribution additionnelle de 0,3 % à la CRDS.

des assurances par un chapitre II comprenant quatre articles L. 142-1 à L. 142-4 nouveaux.

En conséquence, le **III** du présent article procède à une renumérotation du titre IV du livre I<sup>er</sup> du code des assurances.

L'article L. 142-1 nouveau proposé pour le code des assurances définit **les contrats diversifiés : ils donnent lieu à la « constitution d'une provision destinée à absorber les fluctuations des actifs du contrat et sur laquelle chaque adhérent détient un droit individualisé sous forme de parts »**.

En d'autres termes, les contrats diversifiés reposent sur un aménagement des règles de distribution des bénéfices aux assurés.

**A l'instar des contrats d'assurance vie classiques, les contrats diversifiés permettent un lissage des rémunérations du contrat**, l'assureur ne devant redistribuer les bénéfices réalisés que dans un délai de huit ans. Pendant ce délai durant jusqu'à huit ans, les droits constitués dans le cadre d'un contrat en euros sont affectés à la provision pour participation aux excédents (PPE), avant redistribution aux assurés sous forme de provisions mathématiques. Les provisions mathématiques sont représentatives des droits des assurés.

**Les contrats diversifiés présentent toutefois deux différences majeures par rapport aux contrats en euros classiques**, les bénéfices réalisés étant alors affectés à une **provision technique de diversification** qui constitue, pour les contrats diversifiés, l'équivalent de la PPE pour les contrats en euros :

- d'une part, **les pertes éventuellement subies sont imputées sans pouvoir faire l'objet d'un report ;**

- d'autre part, **les droits sont individualisés**, suivant les fluctuations de la valeur des parts détenues par chaque assuré.

**Les nouveaux contrats diversifiés créés au présent article pourront donc, selon les cas et le choix de l'assuré, être ou non garantis** : lorsque le capital est intégralement garanti au terme du contrat, l'assureur calcule la part des sommes versées qui doit être immédiatement placée en provision mathématique (représentative des droits de l'assuré) pour permettre le versement de cette garantie au terme du contrat. Le reste des sommes constitue des droits supplémentaires, non garantis, qui permettent un investissement plus dynamique sur des supports plus largement investis en actions, *via* une **provision de diversification** intégralement acquise à l'assuré.

Si l'assuré le souhaite, il peut bien évidemment affecter une part plus importante en droits non garantis ce qui permet une plus grande latitude d'investissement des actifs.

L'article L. 142-2 nouveau prévoit le **cantonement des actifs concernés** dans le bilan des assureurs.

Le contrat étant cantonné, le nouvel article L. 142-3 du code des assurances précise que, **en cas d'insuffisance de représentation des engagements, l'entreprise d'assurance doit parfaire cette représentation par apport d'actifs.**

L'article L. 142-4 nouveau du code des assurances prévoit un décret en Conseil d'Etat pour fixer les conditions d'application du nouveau régime de contrats diversifiés, notamment s'ils peuvent être rachetables ou transférables.

Selon les informations communiquées à votre rapporteur général, le cadre réglementaire défini pour les contrats diversifiés dans le décret n° 2004-342 du 21 avril 2004 relatif au plan d'épargne retraite populaire serait reconduit, mais avec les adaptations nécessaires à l'horizon de gestion de moins long terme de l'assurance vie dans le cadre de laquelle seraient constitués ces nouveaux contrats, ainsi qu'aux garanties choisies ou non par l'assuré.

**D'un point de vue fiscal**, les produits des contrats diversifiés n'étant pas certains et acquis chaque année, le **IV** du présent article prévoit que **les contrats sont assimilés à des contrats en unités de compte**, et non à des contrats en euros.

## **II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

**Votre rapporteur général se félicite des dispositions adoptées par l'Assemblée nationale, afin de réorienter l'allocation de l'épargne française, largement investie en produits à supports obligataires, vers les marchés d'actions.** Une telle évolution apparaît nécessaire au financement de l'économie française et pour conforter la place financière de Paris.

D'une part, le dispositif permettant la transformation de contrats en euros en contrats en unités de compte élargit celui mis en place dans le cadre de la création des nouveaux contrats d'assurance vie investis en actions (dits « contrats NSK »), mis en place par l'article 39 de la loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004 de finances pour 2005.

D'autre part, l'extension du régime des contrats diversifiés aux contrats d'assurance vie constitue une incitation puissante au développement de ce dispositif en dehors du seul cadre, aujourd'hui, plus restreint, du PERP

Ces nouveaux contrats doivent permettre de **rendre à l'assurance vie sa vocation de produit d'épargne de moyen à long terme**, suivant une nouvelle pondération du risque et du dynamisme de ces contrats, lesquels s'ajouteraient donc à la gamme des traditionnels contrats en euros ou des contrats en unités de compte, dont le régime n'est pas modifié par le présent article.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

*ARTICLE 1<sup>er</sup> B (nouveau)*

**Aménagement de la réduction d'impôt sur le revenu accordée au titre de la souscription au capital de sociétés non cotées**

**Commentaire : le présent article vise à aménager la réduction d'impôt sur le revenu accordée au titre de la souscription au capital de sociétés non cotées en neutralisant, pour l'appréciation de la condition de détention majoritaire du capital de la société cible par des personnes physiques, les participations détenues par les organismes de capital-risque.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

L'article 199 *terdecies-0 A* du code général des impôts prévoit que les contribuables domiciliés fiscalement en France peuvent bénéficier d'une réduction de leur impôt sur le revenu égale à 25 % des souscriptions en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital de sociétés. L'avantage fiscal s'applique lorsque les conditions suivantes sont remplies :

- les titres de la société ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé français ou étranger ;

- si la société a pour objet principal de détenir des participations dans d'autres sociétés, celles-ci doivent elles-mêmes respecter l'ensemble des conditions prévues ci-dessous ;

- la société est soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ;

- en cas d'augmentation de capital, le chiffre d'affaires hors taxes de la société n'a pas excédé 40 millions d'euros ou le total du bilan n'a pas excédé 27 millions d'euros au cours de l'exercice précédent. Pour l'appréciation de ces limites, il est tenu compte du chiffre d'affaires et du total du bilan des sociétés dans lesquelles la société détient directement ou indirectement une participation, en proportion de la participation détenue dans ces sociétés ;

- plus de 50 % des droits sociaux attachés aux actions ou parts de la société sont détenus directement, soit uniquement par des personnes physiques, soit par une ou plusieurs sociétés formées uniquement de personnes parentes en ligne directe ou entre frères et soeurs ainsi qu'entre conjoints, ayant pour seul objet de détenir des participations dans une ou plusieurs sociétés répondant aux conditions précitées.

Les versements ouvrant droit à la réduction d'impôt sont ceux effectués jusqu'au 31 décembre 2006. Ils sont retenus dans la limite annuelle de 20.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés et de 40.000 euros pour les contribuables mariés soumis à imposition commune.

Les actions ou parts dont la souscription a ouvert droit à la réduction d'impôt ne peuvent pas figurer dans un plan d'épargne en actions.

Les actions ou parts ayant donné lieu à la réduction doivent être conservés durant cinq années.

## **II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ À L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté le présent article additionnel qui vise à aménager la réduction d'impôt sur le revenu accordée au titre de la souscription au capital de sociétés non cotées (« avantage Madelin ») en neutralisant, pour l'appréciation de la condition de détention majoritaire du capital de la société cible par des personnes physiques, les participations détenues, le cas échéant, par les divers organismes de capital-risque (SCR, SUIR, SDR, SFI, FCPR, FEP, FCPI).

Le I. du présent article précise ainsi la rédaction de l'article 199 terdecies-0 A du code général des impôts s'agissant de la condition de détention de la société cible à **plus de 50 % par des personnes physiques**.

Pour la détermination de ce pourcentage, les participations des sociétés de capital-risque, des sociétés unipersonnelles d'investissement à risque, des sociétés de développement régional et des sociétés financières d'innovation ne seraient pas prises en compte à la condition qu'il n'existe pas de lien de dépendance entre la société bénéficiaire de l'apport et ces dernières sociétés. De même, ce pourcentage ne tiendrait pas compte des participations des fonds communs de placement à risques, des fonds d'investissement de proximité ou des fonds communs de placement dans l'innovation.

## **III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Selon le gouvernement, l'assouplissement proposé est cohérent par rapport à d'autres dispositifs d'incitation fiscale au financement des entreprises. Il devrait permettre à « l'avantage Madelin » d'être plus efficace, en rendant plus opératoire la condition de détention de la société cible par une majorité de personnes physiques.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**



*ARTICLE 1<sup>er</sup> C (nouveau)*

**Introduction d'une fiscalité favorable  
au développement des marchés financiers dédiés aux PME**

**Commentaire : le présent article, introduit à l'initiative du gouvernement, crée un dispositif fiscal visant à favoriser le développement des marchés financiers destinés aux petites et moyennes entreprises, et en particulier du nouveau marché Alternext, en permettant aux sociétés détentrices de participations dans des sociétés admises à la cotation sur de tels marchés, de bénéficier pleinement par anticipation de la réforme du régime des plus-values de long terme sur titres de participation.**

**I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

***A. ALTERNEXT, UN ENJEU IMPORTANT POUR LE TISSU ÉCONOMIQUE ET LES MARCHÉS FINANCIERS FRANÇAIS***

Le présent article, adopté par l'Assemblée nationale sur l'initiative du gouvernement, contribue à créer un **cadre fiscal favorable au développement du nouveau marché « Alternext »** dédié au financement des petites et moyennes entreprises (PME). Ce marché non réglementé, créé par l'entreprise de marché Euronext et lancé le 17 mai 2005, participe également de la **volonté de renforcer l'attractivité de la place de Paris** face au concurrent que constitue le marché anglais *Alternative Investment Market* (AIM), qui connaît un grand succès et dont Euronext a entendu s'inspirer.

En tant que marché non réglementé, Alternext permet aux émetteurs de ne pas être soumis aux nombreuses obligations, notamment celles relatives à l'information régulière du marché, au montant minimal du capital social et à la certification des comptes, qu'emporte l'admission à la négociation sur un marché réglementé. Les PME ne disposent pas toujours des moyens techniques et humains suffisants pour faire face à ces obligations, de telle sorte que la cote officielle du marché Euronext constitue encore un seuil trop élevé pour les entreprises en croissance.

**Alternext a cependant été également conçu comme un marché offrant de réelles garanties de sécurité et de fiabilité pour les investisseurs**, afin de respecter un compromis entre la souplesse et la réactivité de l'émetteur et la confiance de l'investisseur, et n'est donc pas l'équivalent du Marché libre, dont les conditions d'accès très souples réservent

ce type de placement à des investisseurs plus avertis. **Ces garanties seront renforcées par la caution apportée par la supervision de l'Autorité des marchés financiers (AMF).**

L'article 8 du présent projet de loi prévoit ainsi que l'AMF pourra adopter un *corpus* de règles spécifiques à certains marchés non réglementés, et dans le cas d'Alternext, **conforter la crédibilité de ce marché** en le soumettant, à la demande de l'entreprise de marché Euronext, à certaines règles de nature à assurer une information fiable et suffisante aux investisseurs, tout en préservant la souplesse d'accès des entreprises désireuses de se faire coter. Alternext pourrait ainsi devenir un lieu privilégié de financement des jeunes entreprises et de sortie en bourse pour les participations des fonds de capital-risque, tout en constituant un « tremplin » vers un des compartiments de la cote du marché réglementé d'Euronext.

Le commentaire de l'article 8 du présent projet de loi comporte des développements sur le contexte de la création d'Alternext, les principales caractéristiques de son fonctionnement et les règles de nature à assurer la transparence des transactions et la protection des investisseurs sur ce marché.

## ***B. LA NÉCESSITÉ D'UN RÉGIME FISCAL ACCOMPAGNANT LE DÉVELOPPEMENT DE CE MARCHÉ***

### **1. L'anticipation d'une réforme ambitieuse adoptée dans la loi de finances rectificative pour 2004**

En dépit de ses atouts, l'essor autonome du marché Alternext et sa compétitivité au niveau européen ne sont pas garantis, compte tenu notamment du précédent que fut le Nouveau marché, et méritent donc d'être soutenus par des mesures d'accompagnement fiscal. **Le gouvernement propose donc d'exonérer, à compter de la date de création d'Alternext, les plus-values de cession de titres de participation introduits sur ce marché**, anticipant ainsi le calendrier de la réforme globale de l'imposition des plus-values de cessions de titres de participation, introduite par l'article 39 de la loi de finances rectificative pour 2004 n° 2004-1485 du 30 décembre 2004.

**Cette mesure fiscale n'a pas vocation à s'appliquer aux seules sociétés introduites sur le marché Alternext**, mais aux marchés d'instruments financiers dédiés aux PME et présentant des garanties suffisantes pour les investisseurs.

Rappelons au préalable que l'introduction de cette réforme résulte de l'initiative de votre rapporteur général prise lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2005 et a été permise par une **concertation efficace entre le**

**gouvernement et votre commission des finances.** Reposant sur une diminution de la fiscalité des plus-values à long terme (qui passe de 19 % à 15 % pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005) et sur l'exonération progressive des plus-values sur titres de participation, selon un dispositif étalé entre 2005 et 2007, cette réforme a permis de **mettre fin à l'isolement de la France dans la compétition fiscale et à un régime nuisible aux restructurations de capital.**

## 2. La portée et l'applicabilité du dispositif proposé

Le I du présent article prévoit de soumettre à une imposition au taux séparé de 0 % le montant net des plus-values à long terme afférentes aux cessions de titres de participation<sup>1</sup>, réalisées « *dans le cadre d'une admission à la négociation sur un marché d'instruments financiers destiné au financement des petites et moyennes entreprises et offrant des garanties pour la bonne information des investisseurs* ».

Le marché Alternext apparaît doublement visé par la référence au « *marché d'instruments financiers* », qui inclut donc les marchés non réglementés, et à la vocation comme aux conditions de transparence du marché, qui correspondent aux caractéristiques d'Alternext mais excluent *a priori* le Marché libre. La **liste des marchés financiers bénéficiaires de ces mesures**, qui sera fixée par un arrêté du ministre chargé de l'économie, devrait dans un premier temps mentionner explicitement Alternext, mais il n'est *a priori* pas exclu que d'éventuels futurs marchés financiers répondant aux mêmes caractéristiques puissent également être soumis au même dispositif.

Conformément à ce que prévoit déjà la réforme adoptée dans la loi de finances rectificative pour 2004 et au deuxième alinéa du a *quinquies* du I de l'article 219 du code général des impôts, le second alinéa du I dispose qu'une **quote-part pour frais et charges** égale à 5 % du résultat net des plus-values de cession, et imposée au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, est prise en compte pour la détermination du résultat imposable. Cette quote-part est conforme au droit communautaire comme à la pratique des pays ayant mis en place une telle exonération. Elle permet en outre un alignement sur le régime mère-fille, et donc l'introduction d'une neutralité fiscale de l'arbitrage entre réalisation de la plus-value et distribution sous le régime mère-fille.

---

<sup>1</sup> *Tels que mentionnés au troisième alinéa du a quinquies du I de l'article 219 du code général des impôts, qui les désigne comme « les titres de participation revêtant ce caractère sur le plan comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice et les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres des sociétés à prépondérance immobilière ».*

Le **II** du présent article précise les **bornes chronologiques de ce nouveau dispositif**. Il prévoit ainsi son applicabilité aux cessions réalisées à compter du 17 mai 2005, date de lancement d'Alternext et des premières cotations. L'exonération fiscale cesserait en revanche de s'appliquer pour les cessions réalisées au titre des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007.

Le soutien fiscal à Alternext n'a donc pas vocation à être permanent, **il est conçu comme une mesure ponctuelle destinée à donner une impulsion à ce marché** pour contribuer à lui faire acquérir la taille critique au cours des deux prochaines années. Il **anticipe**, en revanche, sur l'application du régime global d'exonération des plus-values sur titres de participation, qui ne sera pleinement effectif que pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007<sup>1</sup>.

## **II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre rapporteur général approuve pleinement ce dispositif, qui répond aux besoins exprimés par les investisseurs institutionnels et constitue une **incitation déterminante à l'amplification du nombre de cotations et de la « profondeur » du marché Alternext**, dans la mesure où l'exonération proposée est corrélée à la cession de titres qui feraient l'objet d'une offre au public. L'accession d'Alternext à un statut comparable à celui de son concurrent AIM **nécessitera également un approfondissement de la « culture de marché »**, tant chez les émetteurs (notamment les petites sociétés sous contrôle familial) que chez les investisseurs individuels.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Le taux d'imposition est de 15 % (pour l'ensemble des plus-values de long terme) pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005, et de 8 % (pour les seules plus-values sur titres de participation) pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006.

## TITRE 1<sup>ER</sup>

### ADAPTER L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE DES ENTREPRISES

#### *ARTICLE 1<sup>er</sup> D (nouveau)*

#### **Relèvement du seuil de l'imposition forfaitaire annuelle en IS**

**Commentaire : le présent article vise à relever la limite de chiffre d'affaires en dessous de laquelle l'imposition forfaitaire annuelle n'est pas exigible.**

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

L'imposition forfaitaire annuelle (IFA) a été instituée en 1974 pour assurer une participation minimale de l'ensemble des personnes morales à la couverture des dépenses publiques.

Codifiée à l'article 223 *septies* du code général des impôts, l'IFA est **une imposition due par toutes les personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés et dont le chiffres d'affaires TTC, majoré des produits financiers, est égal ou supérieur à 76.000 euros.**

Ce seuil de 76.000 euros introduit par la loi de finances pour 2000 correspondait à la volonté d'exonérer les très petites entreprises et plus précisément les entreprises correspondant à la catégorie fiscale des « micro-entreprises ».

Rappelons que ces micro-entreprises ne sont pas les seuls contribuables exonérés puisque **sont actuellement exonérés d'IFA :**

- les associations et les organismes sans but lucratif, autres que les fondations reconnues d'utilité publique ;

- les personnes morales exonérées de l'impôt sur les sociétés en vertu des articles 207, 208 et 208 D du code général des impôts<sup>1</sup> ;

- les sociétés nouvelles, dispensées de versement pendant les trois premières années d'activité lorsque leur capital est constitué pour moitié au moins par des apports en numéraire ;

- les sociétés en liquidation judiciaire ;

- les associations régies par la loi de 1901 dont l'activité consiste principalement à animer la vie sociale locale au bénéfice d'une ou plusieurs communes (ex : associations de commerçants, cercles ruraux exploitant des buvettes, clubs sportifs) ;

- les sociétés exerçant l'ensemble de leurs activités dans des zones d'entreprises, les zones franches urbaines ou en Corse, pour une période temporaire ;

- les groupements d'employeurs et les centres de gestion et associations de gestion agréées.

Sur un plan technique, l'imposition forfaitaire annuelle n'est en principe **qu'un acompte à valoir sur l'un des versements d'impôt sur les sociétés exigibles de l'année en cours ou des deux années suivantes**. Si par exemple une société a versé l'IFA le 15 mars 2005, elle pourra imputer cette somme sur l'un des acomptes ou sur le solde qui deviendraient exigibles soit en 2005, soit en 2006, soit en 2007. Passé ce délai, l'impôt est définitivement acquis au Trésor. Autrement dit, l'avance se transforme en prélèvement définitif si la société accuse des déficits pendant trois années consécutives.

---

<sup>1</sup> Les exonérations prévues à ces articles concernent notamment les syndicats professionnels, les coopératives, les organismes HLM, les sociétés d'investissement en valeurs mobilières et sociétés assimilées, les sociétés de capital-risque, les sociétés unipersonnelles d'investissement à risque.

Le barème de l'IFA est présenté dans le tableau suivant :

| <i>Chiffres d'affaires T.T.C majoré des produits financiers</i> | <i>Montants de l'IFA</i> |
|---|--------------------------|
| <i>Compris entre 76.000 et 150.000 euros</i>                    | <i>750 euros</i>         |
| <i>Compris entre 150.000 et 300.000 euros</i>                   | <i>1.125 euros</i>       |
| <i>Compris entre 300.000 et 750.000 euros</i>                   | <i>1.575 euros</i>       |
| <i>Compris entre 750.000 et 1.500.000 euros</i>                 | <i>2.175 euros</i>       |
| <i>Compris entre 1.500.000 et 7.500.000 euros</i>               | <i>3.750 euros</i>       |
| <i>Compris entre 7.500.000 et 15.000.000 euros</i>              | <i>15.000 euros</i>      |
| <i>Compris entre 15.000.000 et 75.000.000 euros</i>             | <i>18.750 euros</i>      |
| <i>Egal ou supérieur à 75.000 000 euros</i>                     | <i>30.000 euros</i>      |

## **II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général du budget, l'Assemblée nationale a adopté, avec un avis de sagesse du gouvernement, un article additionnel **tendant à porter de 76.000 euros à 150.000 euros la limite de chiffre d'affaires en dessous de laquelle l'IFA n'est pas exigible.**

Cette mesure permettra d'exonérer de cette imposition un certain nombre de petites entreprises.

L'Assemblée nationale a estimé le coût de ce dispositif à 20 millions d'euros. Votre rapporteur général n'a pu obtenir des services du ministère concerné, malgré son insistance, ni une confirmation de cette évaluation, ni les indispensables précisions relatives aux hypothèses macro-économiques fondant cette estimation.

### III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Votre commission des finances est particulièrement attentive à la situation des petites entreprises comme elle a eu pu récemment l'affirmer à l'occasion de l'examen par notre assemblée du projet de loi en faveur des petites et moyennes entreprises.

Toutefois votre rapporteur général **s'interroge sur l'opportunité d'adopter cette mesure dans le présent projet de loi :**

- d'une part,  **votre commission des finances souhaite que les dispositions fiscales soient prioritairement examinées lors de la discussion budgétaire ;**

- d'autre part, le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a, lors de l'examen du présent projet de loi devant l'Assemblée nationale le 22 juin 2005 précisé que la mesure proposée *« pourrait sans doute être encore améliorée par un réexamen complet du tarif de l'imposition forfaitaire annuelle que la suppression des tranches les plus basses tend à déséquilibrer. »*. Il a ajouté qu' *« une réflexion était en cours pour améliorer et simplifier les obligations déclaratives, le paiement et l'imputation de cet impôt. »* et qu'il s'engageait à proposer *« un nouveau dispositif plus complet d'ici à la discussion de la loi de finances pour 2006 »*.

Compte tenu de ce que l'imposition forfaitaire annuelle a déjà été versée au titre de 2005 (elle est versée avant le 15 mars de chaque année), la réforme de l'IFA pourrait être reportée à l'automne prochain afin d'être réalisée de manière plus complète et équitable pour l'année 2006.

En effet **la suppression d'une tranche ne fait pas disparaître le caractère anti-économique de cette imposition** même si la situation d'une partie des contribuables est améliorée. Comme il est indiqué ci-dessus, le paiement de l'IFA se fait à partir d'un barème fixe calculé par rapport au chiffre d'affaires de l'entreprise concernée. Le montant ainsi payé est par la suite déductible de l'impôt sur les sociétés (IS), mais dans certains cas **elle constitue une charge définitive pour les entreprises durablement déficitaires ou dégageant structurellement un bénéfice imposable peu élevé au regard du chiffre d'affaires réalisé**. De fait, un certain nombre de dirigeants cherchent souvent à rester sous les seuils qui font augmenter l'imposition, ce qui est **contre-productif**.



Une des solutions qui pourrait alléger le poids de l'IFA pour **l'ensemble** des entreprises dont la situation financière est fragile **serait de leur donner la possibilité de reporter l'imputation de l'IFA sur une période illimitée, ou à tout le moins, sur une période plus longue que celle actuellement prévue (l'IFA est aujourd'hui imputable sur l'impôt sur les sociétés dû l'année de son exigibilité ainsi que les deux années suivantes).**

En outre votre rapporteur général souligne que cette disposition ne fait qu'accroître le « **fossé fiscal** » existant entre les petites entreprises et les entreprises moyennes et grandes. **Il préférerait, comme il a déjà eu l'occasion de l'exprimer lors de la dernière discussion budgétaire, que soit engagé un processus global de réforme de notre fiscalité, fondé sur une stratégie fiscale lisible, et en ce qui concerne les entreprises, sur une baisse du taux nominal de l'impôt sur les sociétés associée de la suppression de la quasi-totalité des « niches fiscales » actuelles, plutôt que de mettre sans cesse en place des dispositifs spécifiques.**

**Décision de la commission : sous le bénéfice de ces observations, votre commission vous propose de supprimer cet article.**

*ARTICLE 1<sup>er</sup>*

**Tenue des conseils d'administration et de surveillance des sociétés par des moyens de télétransmission**

**Commentaire : le présent article a pour objet de permettre la tenue des conseils d'administration et des conseils de surveillance des sociétés anonymes par des moyens de télétransmission.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

***A. DES RÈGLES STRICTES POUR LE CALCUL DU QUORUM ET DE LA MAJORITÉ***

**1. Le calcul du quorum**

Les délibérations des conseils d'administration ou de surveillance des sociétés anonymes ne sont valables que sous réserve du respect d'un **quorum d'au moins 50 % d'administrateurs présents.**

Pour les sociétés à conseil d'administration, cette règle est fixée par l'article L. 225-37 du code de commerce, qui dispose :

*« Le conseil d'administration ne délibère valablement que si la moitié au moins de ses membres sont présents. »*

La même règle est fixée par l'article L. 225-82 du code précité, s'agissant des délibérations des conseils de surveillance.

**2. Le calcul de la majorité**

En application des articles L. 225-37 et L. 225-82 précités :

*« A moins que les statuts ne prévoient une majorité plus forte, les décisions sont prises à la majorité des membres présents ou représentés. »*

Sont donc prises en compte non seulement les voix des administrateurs présents, mais aussi, le cas échéant, les voix des administrateurs qui seraient valablement représentés.

## **B. LA POSSIBILITÉ DE PARTICIPER AUX CONSEILS PAR VISIOCONFÉRENCE**

### **1. Le principe**

L'article 109 de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) a prévu **la possibilité de prendre en compte, pour le calcul du quorum et de la majorité, les administrateurs ou les membres du conseil de surveillance participant à la réunion du conseil par visioconférence** :

*« Sauf disposition contraire des statuts, le règlement intérieur peut prévoir que sont réputés présents pour le calcul du quorum et de la majorité [les administrateurs ou les membres du conseil de surveillance] qui participent à la réunion du conseil par des moyens de visioconférence (...) »*

L'utilisation de la visioconférence est donc de droit, lorsque le règlement intérieur du conseil le prévoit, ce qui **implique l'existence d'un tel règlement intérieur**. Lors de la discussion de la loi NRE à l'Assemblée nationale, il avait été jugé que la procédure de modification des statuts pour permettre la visioconférence était trop lourde, car elle nécessiterait la convocation d'une assemblée générale extraordinaire. L'assemblée générale peut, en revanche, limiter l'utilisation de la visioconférence, au-delà des exceptions prévue par la loi, en modifiant à cette fin les statuts de la société.

Le **décret n° 2002-803 du 3 mai 2002** portant application de la troisième partie de la loi relative aux nouvelles régulations économiques a **précisé la nature et les conditions de mise en œuvre** de ces moyens de visioconférence :

- d'une part, *« les moyens de visioconférence doivent satisfaire à des caractéristiques techniques garantissant une participation effective à la réunion du conseil dont les délibérations sont retransmises de façon continue »*<sup>1</sup> ;

---

<sup>1</sup> *Nouvel article 84-1 (pour les sociétés à conseil d'administration) et nouvel article 108-1 (pour les sociétés à directoire et conseil de surveillance) du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales.*

- d'autre part, « *le procès-verbal de la séance (...) fait (...) état de la survenance éventuelle d'un incident technique relatif à une visioconférence lorsqu'il a perturbé le déroulement de la séance* »<sup>1</sup>.

## 2. Les exceptions

L'article 109 de la loi NRE a prévu **plusieurs exceptions au principe de prise en compte de la visioconférence** pour le calcul du quorum et de la majorité, **s'agissant des décisions les plus significatives des conseils** :

- **en ce qui concerne les sociétés à conseil d'administration (article L. 225-37 du code de commerce)**, la prise en compte de la visioconférence est exclue pour l'adoption des décisions suivantes :

- l'élection du président, sa révocation et la détermination de sa rémunération (article L. 225-47 du même code) ;

- la nomination de directeurs généraux délégués, ainsi que la détermination de la rémunération du directeur général et des directeurs généraux délégués (article L. 225-53) ;

- la révocation du directeur général et des directeurs généraux délégués (article L. 225-55) ;

- l'arrêté des comptes annuels et du rapport de gestion (article L. 232-1) ;

- l'établissement des comptes consolidés et du rapport sur la gestion du groupe (article L. 233-16) ;

- **en ce qui concerne les sociétés à directoire et conseil de surveillance (article L. 225-82 du même code)**, la visioconférence est exclue pour l'adoption des décisions suivantes :

- la nomination des membres du directoire (ou du directeur général unique) et la désignation de son président (article L. 225-59) ;

- la révocation des membres du directoire ou du directeur général unique (article L. 225-61) ;

- l'élection d'un président et d'un vice-président du conseil de surveillance, ainsi que la détermination de leur rémunération (article L. 225-81).

---

<sup>1</sup> Article 86 (pour les sociétés à conseil d'administration) et article 110 (pour les sociétés à directoire et conseil de surveillance) du décret précité du 23 mars 1967.

Le régime des exceptions à la participation par visioconférence est donc différent selon le mode d'administration et de direction de l'entreprise. S'agissant des comptes et du rapport annuel, il convient de rappeler que, dans les sociétés à directoire et à conseil de surveillance, **c'est le directoire qui établit et présente à l'assemblée générale le rapport de gestion, ainsi que les comptes annuels** et, le cas échéant, les comptes consolidés<sup>1</sup>. Cette différence explique la dissymétrie entre les exceptions à la visioconférence énumérées ci-dessus.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

### A. LA TENUE DES CONSEILS PAR TÉLÉTRANSMISSION

La loi NRE n'évoquait que la « *visioconférence* », alors qu'elle prévoyait parallèlement, pour les réunions d'assemblées générales, la prise en compte pour le calcul du quorum et de la majorité, des actionnaires participant à l'assemblée « *par visioconférence ou par des moyens de télécommunication permettant leur identification* »<sup>2</sup>.

Le présent article propose de **substituer au terme « visioconférence » le terme plus générique de « télétransmission »**, afin de permettre aux conseils d'administration de se réunir sous forme de conférences téléphoniques. L'exposé des motifs évoque « *tout moyen moderne et interactif de télétransmission* », ce qui tend à exclure l'utilisation de la télécopie. En tout état de cause, un décret en Conseil d'Etat devrait venir préciser « *la nature* » et « *les modalités d'utilisation* » de ces moyens de télétransmission.

Cette possibilité serait ouverte de droit, sauf disposition contraire des statuts, lorsque le règlement intérieur du conseil le prévoit, ce qui correspond à la formule actuellement applicable à la visioconférence.

### B. LES EXCEPTIONS PROPOSÉES

**Le présent article réduit le nombre de décisions ne pouvant être prises grâce à des moyens de télétransmission**, par rapport aux exceptions existantes s'agissant de la visioconférence. Ne sont plus visées que :

---

<sup>1</sup> En application de l'article L. 225-64 du code de commerce, « *le directoire délibère et prend ses décisions dans les conditions fixées par les statuts* ».

<sup>2</sup> Article L. 225-107 du code de commerce. S'agissant des réunions d'assemblées générales toutefois, l'utilisation de la visioconférence ou d'autres moyens de télécommunication n'est possible que si les statuts de la société le prévoit.

- d'une part, **la décision arrêtant les comptes annuels et le rapport de gestion (article L. 232-1 du code de commerce) ;**

- d'autre part, **la décision établissant les comptes consolidés et le rapport de gestion du groupe (article L. 233-16 du même code).**

Cette rédaction **unifie le régime des exceptions, quel que soit le mode d'administration et de direction de la société, ce qui procède d'un souci légitime d'harmonisation.** Cette rédaction vise, par ailleurs, à ce que **les conseils se réunissent au moins une fois par an en la présence physique de leurs membres.**

Toutefois, **il existe une incohérence dans la référence aux articles L. 232-1 et L. 233-16, s'agissant des sociétés à directoire et conseil de surveillance.** En effet, comme il a été dit plus haut, dans ce type de société, en application de l'article L. 232-1, c'est le directoire qui dresse les comptes annuels et établit le rapport de gestion. En application de l'article L. 233-16, c'est également à la diligence du directoire que sont établis et publiés chaque année les comptes consolidés ainsi que le rapport sur la gestion du groupe. Le directoire présente par ailleurs ces documents au conseil de surveillance, qui adresse ses observations à l'assemblée générale<sup>1</sup>.

### **III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative de sa commission des lois, l'Assemblée nationale a assez substantiellement modifié le dispositif présenté par le gouvernement, tout en conservant l'esprit de cet article tendant à rendre possible la tenue des conseils par conférence téléphonique.

Le dispositif issu de l'amendement de notre collègue député Philippe Houillon, rapporteur pour avis au nom de la commission des lois, est articulé de la façon suivante :

- d'une part, **le droit existant est, pour l'essentiel, maintenu en ce qui concerne l'utilisation de la visioconférence par les conseils. Une exception est toutefois supprimée :** celle prévue par l'article L. 225-53 du code de commerce, pour les sociétés à conseil d'administration, concernant la décision de nommer des directeurs généraux délégués et des décisions déterminant la rémunération du directeur général et des directeurs généraux délégués. Ces décisions pourraient donc dorénavant être prises par des conseils se déroulant sous forme de visioconférence. En revanche, toutes les autres exceptions du droit en vigueur sont maintenues. Les décisions

---

<sup>1</sup> Article L. 225-68 du code de commerce.

concernant l'élection, la rémunération et la révocation du président, la révocation du directeur général et des directeurs généraux délégués, ne pourraient plus être prises par visioconférence, au contraire de ce que prévoyait le texte du gouvernement. Dans les sociétés duales, l'ensemble des exceptions du droit actuel sont maintenues, contrairement à ce que prévoyait le texte gouvernemental ;

**- d'autre part, un dispositif spécifique est prévu pour l'utilisation de la conférence téléphonique, qui fait l'objet d'un encadrement accru, par rapport à ce que prévoyait initialement le projet de loi.** L'utilisation de moyens de télétransmission est limitée de la façon suivante :

- elle doit être prévue par le règlement intérieur (de même que la visioconférence) ;

- elle ne peut se faire que « *sauf disposition contraire des statuts et dans les cas et aux conditions prévues par ceux-ci* » (la visioconférence est prévue « *sauf disposition contraire des statuts* »). L'amendement précise encore que « *les statuts peuvent, le cas échéant, limiter la nature des décisions pouvant être prises lors d'une réunion tenue dans ces conditions* » ;

- elle ne peut avoir lieu si l'un des administrateurs, ou l'un des membres du conseil de surveillance, s'y est opposé ;

- elle concerne des « *moyens de télétransmission autres que la visioconférence, et dont la nature, les modalités d'utilisation et de preuve de l'identité des administrateurs sont déterminées par décret en Conseil d'Etat* » ;

- s'agissant des conseils de surveillance, dans la mesure où ceux-ci ne sont pas investis du pouvoir d'arrêter les comptes, il est, en outre, prévu que cette disposition « *ne peut en tout état de cause concerner la totalité des réunions du conseil de surveillance de chaque année* ». Il en résulte qu'au moins une réunion annuelle devra avoir lieu en présence physique des membres du conseil.

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Dans son rapport<sup>1</sup> au Premier ministre de 1996, votre rapporteur général proposait de permettre la tenue de conseils d'administration par visioconférence. Cette mesure, rendue nécessaire par l'internationalisation des conseils, a été mise en œuvre par la loi NRE, mais assortie **de nombreuses exceptions, concernant les décisions les plus significatives des conseils.** Au

---

<sup>1</sup> Philippe Marini : la modernisation du droit des sociétés, juillet 1996, page 47.

surplus, **les dispositions introduites par la loi NRE ne permettent par la tenue de conseils par conférence téléphonique, un mode de travail qui s'est pourtant banalisé dans les entreprises au cours des dernières années, et qui est maîtrisé sur le plan de la sécurité et de la confidentialité.**

La possibilité de tenir des conseils par téléconférence représenterait non seulement un **gain de temps et l'économie de déplacements**, mais elle permettrait aussi sans doute à ces conseils de se tenir **plus souvent**, en **présence d'un plus grand nombre de leurs membres**.

C'est pourquoi votre commission des finances approuve l'esprit du présent article. Elle souligne néanmoins que **le texte initial du gouvernement présentait l'avantage d'une grande clarté**. D'une part, il substituait, dans les articles appropriés du code de commerce, le terme « *télétransmission* » au terme « *visioconférence* », ce qui permettait d'inclure la possibilité de conférences téléphoniques. D'autre part, il supprimait la plupart des exceptions prévue par la loi NRE (s'agissant notamment de la désignation, de la révocation et de la rémunération des dirigeants), pour ne conserver que l'obligation d'une réunion physique des conseils par an, à l'occasion de l'arrêté des comptes sociaux et consolidés.

Par l'adoption de l'amendement de notre collègue député Philippe Houillon, rapporteur pour avis au nom de la commission des lois, **l'Assemblée nationale a souhaité restreindre le dispositif, en rétablissant la plupart des exceptions existant dans le droit actuel, et en distinguant le régime de la visioconférence de celui des autres moyens de télétransmission**. Il en résulte que, pour qu'un conseil puisse se tenir par conférence téléphonique, il faudra que les statuts et le règlement intérieur du conseil prévoient cette possibilité et, au surplus, qu'aucun membre du conseil ne s'y oppose ; pour qu'un conseil ait lieu par visioconférence en revanche, une disposition du règlement intérieur suffira (sauf disposition contraire des statuts), sans qu'un membre du conseil puisse s'y opposer... **cette formule paraît complexe, et peu lisible, notamment aux yeux d'administrateurs étrangers. Il ne semble pas justifié d'instaurer ainsi des régimes distincts pour résoudre deux questions très similaires, d'autant que, les technologies étant en constante évolution**, on en viendra bientôt à se demander ce qui relève de la « *visioconférence* » (tous les modes de transmission avec image ?) et ce qui relève des « *autres moyens de télétransmission* ».

**C'est pourquoi votre commission des finances vous propose de revenir au texte du gouvernement, tout en procédant à quelques ajustements :**

- d'une part, il est suggéré de **remplacer**, dans le texte initial du gouvernement, **le terme de « télétransmission » par celui de « télécommunication »**, qui a plus de sens d'un point de vue juridique et est moins dépendant de l'évolution des technologies. Il est également proposé de



**préciser que ces moyens de télécommunication doivent permettre l'identification des membres des conseils, garantir leur participation effective aux réunions et assurer la confidentialité des débats**, dans des conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat. Ceci doit assurer la sécurité de l'utilisation des télécommunications et éviter la prise de décisions par simple télécopie.

- d'autre part, il est proposé de conserver les deux exceptions prévues par le texte gouvernemental s'agissant des conseils d'administration (arrêté des comptes sociaux et des comptes consolidés). Pour les conseils de surveillance, il convient de **remédier à une incohérence technique**, également relevée par nos collègues députés, puisque, au II du texte du gouvernement, les références aux articles L. 232-1 et L. 233-16 du code de commerce ne sont pas pertinentes, ainsi qu'il a été dit plus haut. C'est en effet le directoire (et non le conseil de surveillance) qui dresse les comptes annuels et consolidés ainsi que le rapport de gestion. Afin d'obliger les conseils de surveillance à tenir au moins une réunion physique par an, votre commission vous propose de reprendre la formulation de l'amendement de notre collègue député Philippe Houillon, selon laquelle **la télétransmission « ne peut concerner la totalité des réunions du conseil de surveillance de chaque année »**.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 2

### Aménagement des règles de quorum des assemblées générales

**Commentaire : le présent article vise à faciliter la tenue des assemblées générales en abaissant les seuils de quorum, tout en permettant la fixation de quorums plus élevés dans les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne.**

#### I. LE DROIT EXISTANT

##### A. LES RÈGLES DE QUORUM

Le fonctionnement des assemblées d'actionnaires des sociétés anonymes est régi par la section III du chapitre V du titre II du livre deuxième du code de commerce :

- en application de l'article L. 225-96 dudit code, **l'assemblée générale extraordinaire**, « *seule habilitée à modifier les statuts* », « *ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le tiers des actions ayant le droit de vote et, sur deuxième convocation, le quart des actions ayant le droit de vote* ». L'assemblée générale extraordinaire est, en outre, habilitée à changer la nationalité de la société, à certaines conditions (article L. 225-97) ;

- en application de l'article L. 225-98, **l'assemblée générale ordinaire**, qui prend « *toutes les décisions autres que celles visées aux articles L. 225-96 et L. 225-97* », « *ne délibère valablement sur première convocation que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote. Sur deuxième convocation, aucun quorum n'est requis* » ;

- en application de l'article L. 225-99, **les assemblées spéciales**, qui « *réunissent les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée* », « *ne délibèrent valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins sur première convocation, la moitié, et sur deuxième convocation, le quart des actions ayant le droit de vote, et dont il est envisagé de modifier les droits* ».

## ***B. LES INITIATIVES PRISES POUR AMÉLIORER LA PARTICIPATION AUX ASSEMBLÉES***

### **1. Le vote électronique**

Outre la possibilité de se faire représenter<sup>1</sup> ou d'adresser une procuration à la société<sup>2</sup>, la participation aux assemblées générales est également facilitée par la faculté de **voter par correspondance**, prévue par le I. de l'article L. 225-107 du code de commerce. Cette possibilité a été étendue au support électronique. La loi n° 2000-230 du 13 mars 2000, portant adaptation du droit de la preuve aux technologies de l'information et relative à la signature électronique, avait ouvert la voie en assurant l'équivalence entre le support papier et le support électronique (articles 1316 et suivants du code civil). Le décret n° 2002-803 du 3 mai 2002, portant application de la troisième partie de la loi NRE, a introduit **la possibilité de voter au moyen d'un formulaire électronique**, en prévoyant :

- que tout actionnaire peut demander par écrit à la société de lui adresser, le cas échéant par voie électronique, un formulaire de vote à distance (article L. 131-1 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales) ;

- que les formulaires de vote à distance, signés électroniquement, peuvent être reçus par la société **jusqu'à la veille de la réunion de l'assemblée générale** au plus tard à quinze heures, alors que le droit commun prévoit que les formulaires de vote doivent, sauf délai plus court prévu par les statuts, parvenir à la société au plus tard trois jours avant la réunion de l'assemblée (article L. 131-3 du même décret) ;

- que la procuration donnée par un actionnaire peut également être signée par un procédé électronique (article L. 132 du même décret) ;

- enfin, que les sociétés dont les statuts permettent aux actionnaires de voter aux assemblées par des moyens électroniques de télécommunication doivent **aménager un site exclusivement consacré à ces fins** (article L. 119 du même décret).

---

<sup>1</sup> « Un actionnaire peut se faire représenter par un autre actionnaire ou par son conjoint » (article L. 225-106 du code de commerce).

<sup>2</sup> « Pour toute procuration d'un actionnaire sans indication de mandataire, le président de l'assemblée générale émet un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, et un vote défavorable à l'adoption de tous les autres projets de résolution. Pour émettre tout autre vote, l'actionnaire doit faire le choix d'un mandataire qui accepte de voter dans le sens indiqué par le mandant » (article L. 225-106 du code de commerce).

Parallèlement, l'article 115 de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) a prévu **la possibilité d'une participation des actionnaires aux assemblées selon certaines modalités de télétransmission** : selon le II l'article L. 225-107 du code de commerce, « *si les statuts le prévoient, sont réputés présents pour le calcul du quorum et de la majorité les actionnaires qui participent à l'assemblée par visioconférence ou par des moyens de télécommunication permettant leur identification* ». L'article 40 du décret précité du 3 mai 2002 a encadré ce recours à la télétransmission :

- les moyens de visioconférence doivent satisfaire « *à des caractéristiques techniques garantissant la participation effective à l'assemblée, dont les délibérations sont retransmises de façon continue* » (article 145-2 du décret précité du 23 mars 1967);

- le vote en séance par voie électronique nécessite l'identification de l'actionnaire par un code fourni préalablement à la séance (article 145-3 du même décret) ;

- le procès-verbal des délibérations « *fait état de la survenance éventuelle d'un incident technique relatif à la visioconférence ou à la télécommunication électronique lorsqu'il a perturbé le déroulement de l'assemblée* » (article 145-4 du même décret).

Sont écartées du recours à la visioconférence et au vote électronique les assemblées spéciales des porteurs de certificats d'investissement et des porteurs d'obligations.

## **2. La procédure des intermédiaires inscrits**

L'article 119 de la loi NRE a facilité le **vote des actionnaires non résidents**, en prévoyant que « *lorsque des titres de capital de la société ont été admis aux négociations sur un marché réglementé et que leur propriétaire n'a pas son domicile sur le territoire français (...) tout intermédiaire peut être inscrit pour le compte de ce propriétaire* » (article L. 228-1 du code de commerce).

L'intermédiaire inscrit « *peut, en vertu d'un mandat général de gestion des titres, transmettre pour une assemblée le vote ou le pouvoir d'un propriétaire d'actions (...)* » (article L. 228-3-2 du code de commerce). Ainsi, le vote du propriétaire d'actions réel pour chaque assemblée peut transiter par l'intermédiaire inscrit.

### 3. Le vote des sociétés de gestion d'OPCVM

A l'initiative de votre commission des finances, l'article 66 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière a introduit, parmi les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion d'OPCVM, **l'obligation pour celles-ci d'exercer leurs droits de vote**, ou d'expliquer leurs motifs lorsqu'elles n'exercent pas ces droits (L. 533-4 du code monétaire et financier).

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, publié au Journal officiel du 24 novembre 2004, a précisé les conditions d'application de ce dispositif. La société de gestion doit notamment élaborer un document intitulé « *Politique de vote* », précisant les règles et les stratégies de vote qu'elle s'est fixées, ainsi que l'organisation interne mise en place par la société de gestion à cette fin. Un compte-rendu annuel, fournissant des indicateurs quantitatifs, doit être publié.

Grâce à cette mesure, les sociétés de gestion déclarent aujourd'hui voter à 80 %, contre 40 % il y a quelques années.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article permet de faciliter la tenue des assemblées générales extraordinaires et ordinaires en abaissant les seuils de quorum, tout en permettant, pour les sociétés non cotées, de fixer des quorums plus élevés.

S'agissant de **l'assemblée générale extraordinaire** (article L. 225-96 du code de commerce), **le quorum serait fixé, sur première convocation, au quart des actions ayant le droit de vote, et sur deuxième convocation, au cinquième.**

Dans le cas de **l'assemblée générale ordinaire**, **le quorum serait fixé, sur première convocation, au cinquième des actions ayant le droit de vote.** Comme dans le droit actuel, **aucun quorum ne serait requis sur seconde convocation** (article L. 225-98 du code de commerce).

Dans tous les cas, **les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne pourraient prévoir, dans leurs statuts, des quorums plus élevés.**

### III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

A l'initiative de sa commission des lois, l'Assemblée nationale a adopté deux amendements au présent article :

- d'une part, **un amendement rédactionnel**, visant à éviter de laisser penser que le quorum plus élevé que les statuts peuvent prévoir pour les sociétés faisant appel public à l'épargne ne concerne que celui de la deuxième assemblée ;

- d'autre part, un amendement tendant à prendre en compte le cas des **assemblées spéciales**, prévues par l'article L. 225-99 du code de commerce. Cet assouplissement, qui se veut « *raisonnablement limité* » consiste en « *une diminution analogue à elle retenue pour les assemblées générales extraordinaires, qui ont à la fois un objet et un régime proches de celui des assemblées spéciales* »<sup>1</sup>. **L'abaissement des quorums est donc prévu vers la fraction immédiatement inférieure à celle du droit applicable** (de la moitié au tiers en première convocation et du quart au cinquième en seconde convocation). La possibilité d'une condition de quorum supérieure pour les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne est également prévue, en cohérence avec le reste du dispositif.

#### Modification des quorums des assemblées générales

|                                   |                              | Droit actuel  | Projet de loi présenté par le gouvernement | Texte issu de l'Assemblée nationale |
|-----------------------------------|------------------------------|---------------|--|-------------------------------------|
| Assemblée générale ordinaire      | 1 <sup>ère</sup> convocation | 25 %          | 20 %                                       | <b>20 %</b>                         |
|                                   | 2 <sup>ème</sup> convocation | Pas de quorum | <i>inchangé</i>                            | <i>inchangé</i>                     |
| Assemblée générale extraordinaire | 1 <sup>ère</sup> convocation | 33,33 %       | 25 %                                       | <b>25 %</b>                         |
|                                   | 2 <sup>ème</sup> convocation | 25 %          | 20 %                                       | <b>20 %</b>                         |
| Assemblée spéciale                | 1 <sup>ère</sup> convocation | 50 %          | <i>inchangé</i>                            | <b>33,33 %</b>                      |
|                                   | 2 <sup>ème</sup> convocation | 25 %          | <i>inchangé</i>                            | <b>20 %</b>                         |

### IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Les quorums existants se heurtent à la désaffection des actionnaires à l'égard des assemblées générales, notamment lorsque le capital est très dispersé.

---

<sup>1</sup> Avis n° 2333 de M. Philippe Houillon, au nom de la commission des lois de l'Assemblée nationale, sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie.

**Malgré les améliorations apportées au cours des dernières années,** avec notamment la possibilité de voter par voie électronique (introduite par la loi NRE), ou encore les dispositifs tendant à favoriser le vote des non-résidents (procédure des intermédiaires inscrits) et celui des sociétés de gestion d'OPCVM (loi de sécurité financière), **les professionnels continuent de dénoncer les règles de quorum comme étant formelles et coûteuses.**

**Le droit actuel prévoit, en effet, un certain formalisme en matière de convocation des assemblées, ce qui induit un coût pour la société, mais aussi pour ses actionnaires** qui doivent se mobiliser potentiellement à deux reprises. Les modalités de convocation des assemblées sont fixées par les articles 123 à 127 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. L'article 126 prévoit notamment un **décal** entre l'avis de convocation et la date de l'assemblée d'au moins quinze jours sur première convocation et de six jours sur convocation suivante. Il faut également souligner que **les formalités liées au vote électronique**, prévues par le décret précité du 3 mai 2002, représente un coût non négligeable.

En pratique, les sociétés tendent donc à privilégier la seconde convocation, qui n'est assortie de la première convocation que « pour la forme » afin de ne pas mobiliser les actionnaires inutilement une première fois, au risque de les démobiliser au moment de la seconde assemblée (s'agissant notamment des petits porteurs, qui ne connaissent pas forcément les usages). **Ce dispositif, qui entraîne souvent la tenue de premières assemblées de carence, est particulièrement mal compris des investisseurs étrangers. Il est notamment inadapté, s'il faut convoquer une assemblée générale dans l'urgence.**

**Toutefois, votre commission des finances estime que le dispositif préconisé représente un signal négatif pour l'actionnariat individuel et, de manière générale, pour les minoritaires. Elle considère qu'une solution plus simple et plus efficace consisterait à aligner les quorums des assemblées extraordinaires sur ceux des assemblées ordinaires.** Cette harmonisation est d'autant plus souhaitable que les assemblées générales ordinaires et extraordinaires sont très souvent cumulées (« assemblées mixtes »). Par ailleurs, la diminution du quorum des assemblées ordinaires ne paraît pas une mesure très significative ; elle devrait, très vite, se heurter aux mêmes difficultés que celles qui existent déjà aujourd'hui. Il faut, enfin, souligner que la mesure d'alignement des quorums n'aurait pas d'impact sur la protection des actionnaires puisque, pour les décisions importantes se traduisant par une modification des statuts, les règles de majorité renforcée applicables aux assemblées extraordinaires (majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés) seraient maintenues.

Votre commission des finances vous propose donc un amendement tendant :

- d'une part, à laisser inchangés les quorums des assemblées ordinaires (25 % sur première convocation, pas de quorum sur deuxième convocation) ;

- d'autre part, à aligner les conditions de quorum des assemblées extraordinaires sur celles des assemblées ordinaires.

Il est entendu que **la possibilité, pour les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne, de prévoir des quorums plus élevés dans leurs statuts, serait maintenue.** S'il est conforme à l'intérêt général de permettre aux sociétés faisant appel public à l'épargne de se réunir rapidement, il est également logique de prévoir, pour les autres sociétés, la possibilité de mettre en place d'autres modalités d'organisation dans leur statut. Cette disposition va, de plus, dans le sens d'une certaine différenciation du droit des sociétés selon qu'il y a ou non appel public à l'épargne.

Enfin, **votre commission des finances propose de maintenir le dispositif adopté à l'Assemblée nationale, s'agissant des assemblées spéciales.** Les quorums plus élevés des assemblées spéciales se justifient en effet par la nature particulière de ces assemblées : rassemblant les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée, elles se réunissent pour approuver la décision d'une assemblée générale de modifier les droits relatifs à cette catégorie d'actions (article L. 225-99 du code de commerce). Il ne serait donc pas justifié d'aligner ces quorums sur ceux précédemment évoqués.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**



*ARTICLE 2 bis (nouveau)*

**Soumission de certains éléments de rémunération des dirigeants de sociétés cotées au régime des conventions réglementées**

**Commentaire : le présent article, introduit à l'Assemblée nationale par un amendement du gouvernement, vise à soumettre les engagements pris par les sociétés cotées, s'agissant de certaines rémunérations différées de leurs dirigeants, au régime des conventions réglementées.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

**Les divers éléments de rémunération des dirigeants de sociétés anonymes sont déterminés par les conseils de ces sociétés**, éventuellement appuyés par un comité des rémunérations, à l'exception des jetons de présence des administrateurs, qui sont fixés par l'assemblée générale<sup>1</sup> et des options de souscription ou d'achat d'actions, qui sont soumises à un régime spécifique prévu par les articles L. 225-177 et suivants du code de commerce. En application desdits articles, les options sont autorisées par l'assemblée générale extraordinaire et les commissaires aux comptes publient chaque année par un rapport spécial dont le contenu a été détaillé par la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE).

De façon générale, la loi NRE a renforcé la **transparence des rémunérations** en imposant leur publication dans le rapport annuel de la société. En effet, en application de l'article 116 de cette loi, l'article L. 225-102-1 du code de commerce prévoit que le rapport annuel *« rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social.*

*« Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées (...) »*

L'article 138 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière (LSF) a précisé deux points :

---

<sup>1</sup> *L'assemblée générale alloue aux administrateurs une somme fixe annuelle, au titre des jetons de présence. Cette somme est répartie entre les intéressés par le conseil d'administration (article L. 225-45 du code de commerce).*

- d'une part, le rapport doit également mentionner les rémunérations et avantages de toute nature perçus par les mandataires sociaux de la part « *de la société qui contrôle (...) la société dans laquelle le mandat est exercé* » ;

- d'autre part, ces mesures de transparence « *ne sont pas applicables aux sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé et qui ne sont pas contrôlées (...) par une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.* »

### **La rémunération des dirigeants : un point de vue historique et comparatiste**

*(Source : audition de MM. Didier Hoff, Jean-Pascal Amoros et Philippe Reigné du Cabinet Ernst & Young, par la commission des lois de l'Assemblée nationale le 8 octobre 2003)*

« M. Philippe Reigné : J'aborderai maintenant l'analyse juridique des rémunérations. Tout d'abord, je rappellerai quelques faits historiques, dans la mesure où, lorsqu'on évoque la transparence des rémunérations, il faut tout d'abord considérer la situation de départ. **Avant 1966, sous l'empire de la loi de 1867 sur les sociétés par actions, les rémunérations qui étaient attribuées, à l'époque, au président-directeur général et aux directeurs généraux adjoints relevaient de la procédure des conventions réglementées.** C'est ce que décidait la jurisprudence sous l'empire de la loi de 1867.

« Après 1966, le législateur a souhaité mettre fin à cette jurisprudence et y est d'ailleurs parvenu. Il a prévu, d'une part, que la rémunération du président du conseil d'administration serait fixée par le conseil d'administration. Il a donc, en quelque sorte, écarté la procédure de contrôle des conventions réglementées. D'autre part, il a prévu une information globale portant sur la somme des rémunérations versées au cinq ou dix personnes les mieux rémunérées dans l'entreprise. En 1980, la jurisprudence a entériné cette évolution législative et a considéré que les rémunérations ne relevaient plus de la procédure de contrôle des conventions réglementées.

« **La loi sur les nouvelles réglementations économiques (NRE) du 15 mai 2001 a introduit deux nouveautés.** En premier lieu, elle prévoit un rapport spécial extrêmement détaillé sur les options. En second lieu, elle impose la publicité, via le rapport de gestion, du montant de la rémunération de chaque mandataire social, ainsi que des avantages de toutes natures dont il bénéficie. Rédigés un peu trop précipitamment, **ces textes ont suscité très rapidement, dans la pratique, des difficultés considérables d'interprétations** puisqu'ils se sont traduits par des rapports extrêmement hétérogènes, en sorte qu'il est impossible ou très difficile de faire des comparaisons entre les rapports de diverses sociétés. Par ailleurs – et c'est là un point essentiel – les rapports de gestion ne comportent aucune information sur les structures de rémunération : ne figure aucune explication entre les différentes composantes de la rémunération des dirigeants, tout étant globalisé et seul le montant total apparaissant. Même si certaines sociétés fournissent des informations plus ou moins détaillées, le texte tel qu'il est rédigé permet à peu près toutes les pratiques. **Tout au contraire, aux Etats-Unis, la SEC a élaboré un formulaire très précis, le DEF14A, qui impose aux sociétés cotées de communiquer :**

« - le détail de la rémunération poste par poste ;

« - la politique et les pratiques de la société en matière de rémunération ;

« - le rôle du comité de rémunération ;

« - une présentation des engagements de retraite pris par la société au profit de ses dirigeants ;

« - une explication détaillée de chaque mécanisme de rémunération, qui peut être assez complexe, notamment s'agissant des composantes variables.

« Au total, si, indéniablement, la France a fait un progrès notable en matière de transparence des rémunérations, en revanche, l'application qui est faite des textes doit encore être améliorée. **Peut-être conviendrait-il de s'inspirer de la pratique des Etats-Unis et de confier à la COB aujourd'hui et à l'AMF demain, le soin de définir plus précisément le contenu du rapport sur les rémunérations qui doit être soumis par les sociétés cotées.** »

Source : rapport d'information n° 1270 du 2 décembre 2003, de M. Pascal Clément, sur la réforme du droit des sociétés (auditions, 2<sup>ème</sup> partie).

## II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ À L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'émotion suscitée au cours des derniers mois par les indemnités et compléments de retraite de certains dirigeants d'entreprise a conduit le gouvernement à engager une réforme **se fondant, non pas sur un mécanisme spécifique ou sur des plafonds rigides, mais sur une extension du régime existant des conventions réglementées.**

### A. LE RÉGIME DES CONVENTIONS RÉGLEMENTÉES

Rappelons, qu'en application des lois NRE et LSF (articles L. 225-38 à L. 225-42 du code de commerce pour les sociétés anonymes possédant un conseil d'administration), le régime des conventions réglementées, concerne « *toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 10 % ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant (...)* ».

Le régime des conventions réglementées est le suivant :

- elles sont soumises à l'autorisation préalable du conseil d'administration, sans que l'intéressé puisse prendre part au vote ;

- le président avise les commissaires aux comptes de toutes les conventions autorisées. Ceux-ci présentent un rapport spécial à l'assemblée générale sur ces conventions ;

- le président soumet les conventions autorisées à l'approbation de l'assemblée générale, qui statue, par ailleurs, sur le rapport des commissaires aux comptes.

Enfin, *« les conventions approuvées par l'assemblée, comme celles qu'elle désapprouve, produisent leurs effets à l'égard des tiers, sauf lorsqu'elles sont annulées dans le cas de fraude.*

*« Même en l'absence de fraude, les conséquences, préjudiciables à la société, des conventions désapprouvées peuvent être mises à la charge de l'intéressé et, éventuellement, des autres membres du conseil d'administration ».*

Un régime similaire est prévu dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance (articles L. 225-86 à L. 225-90 du code de commerce).

#### **B. LE DISPOSITIF DU PRÉSENT ARTICLE**

Le présent article s'applique aux sociétés cotées. Il soumet au régime précité des conventions réglementées *« les engagements pris au bénéfice de leurs présidents, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, par la société elle-même ou par toute société contrôlée ou qui la contrôle (...), et correspondant à des éléments de rémunération ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de ou postérieurement à la cessation de ces fonctions ».*

Le présent dispositif ne concerne donc que les indemnités de départ et les indemnités de retraite accordées aux dirigeants, qui devront être soumis à l'autorisation préalable du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, à l'approbation de l'assemblée générale et au contrôle des commissaires aux comptes, par le biais de leur rapport spécial.

En outre, **le présent article est étendu aux engagements de même type qui seraient stipulés dans un contrat de travail liant un dirigeant à la société ou à une société la contrôlant ou contrôlée par elle.**

Ces dispositions seraient applicables aux conventions conclues à compter du 1<sup>er</sup> mai 2005.

### III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

**Votre commission des finances est favorable au présent article**, introduit à l'Assemblée nationale à l'initiative du gouvernement. Cette mesure permettra à l'Assemblée générale, ainsi qu'aux commissaires aux comptes, d'être saisis des éléments de rémunération versés à raison de ou postérieurement à la cessation des fonctions. Les éléments de rémunération dont il s'agit sont notamment les retraites supplémentaires (« *retraites chapeau* ») et indemnités de départ (« *golden parachutes* »), les indemnités de prise de fonction (« *golden hellos* ») étant exclues du dispositif pour satisfaire, le cas échéant, à l'exigence de recrutement rapide des dirigeants.

**Le dispositif proposé par le gouvernement présente l'avantage de se fonder sur un régime juridique existant, en évitant des dispositions spécifiques ou des plafonds rigides**, tels que ceux parfois proposés<sup>1</sup>.

**Ce dispositif complète la publicité prévue par la loi NRE**. Celle-ci s'étant avérée hétérogène, en raison de difficultés d'interprétation, elle est par ailleurs modifiée, à l'initiative de la commission des lois de l'Assemblée nationale, par l'article 2 *ter* du présent projet de loi.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Ainsi la proposition de loi n° 1304 de notre collègue député Christophe Caresche donnait le pouvoir à l'assemblée générale de voter annuellement une délibération présentée par le conseil d'administration ou le directoire, pour fixer et délimiter pour l'exercice à venir le rapport entre, d'une part, la plus haute rémunération et, d'autre part, la rémunération minimale versée à un salarié employé à temps plein dans l'entreprise.

*ARTICLE 2 ter (nouveau)*

**Transparence des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées**

**Commentaire : le présent article, introduit par l'Assemblée nationale à l'initiative de sa commission des lois, tend à préciser le régime de transparence des rémunérations introduit par la loi NRE et à confier aux commissaires aux comptes la responsabilité d'attester la sincérité de ces informations.**

**I. LE RÉGIME DE TRANSPARENCE DES RÉMUNÉRATIONS ISSU DE LA LOI NRE**

Les modalités de publicité des rémunérations prévues par la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE), modifiée par la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière (LSF), sont évoquées ci-dessus, dans le commentaire de l'article 2 *bis*.

Ces modalités sont les suivantes (article L. 225-102-1 du code de commerce) :

*« Le rapport [annuel] rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social.*

*« Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées (...) ou de la société qui contrôle (...) la société dans laquelle le mandat est exercé.*

*« [Ces] dispositions (...) ne sont pas applicables aux sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé et qui ne sont pas contrôlées (...) par une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. »*

**Or les informations fournies par les sociétés en application de ces dispositions demeurent parcellaires.** Le rapport annuel pour 2004 de l'Autorité des marchés financiers (AMF) souligne ainsi, s'agissant du contrôle des documents de référence, qu' *« en termes de gouvernement d'entreprise (...), on note que les demandes de complément par l'AMF les plus fréquentes ont porté sur les critères retenus pour qualifier un administrateur indépendant*

*ou sur les différentes composantes des rémunérations versées aux mandataires sociaux. »*

Par ailleurs, sur la base de 118 rapports examinés par l'AMF dans le cadre de son rapport 2004 sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des émetteurs faisant appel public à l'épargne, **58 % seulement des sociétés précisent avoir créé un comité des rémunérations.**

**Les informations fournies par les entreprises seraient particulièrement insuffisantes en matière d'indemnités d'arrivée et de départ, ainsi que dans le domaine des retraites complémentaires ou « retraites-chapeau ».** D'après des informations fournies par la presse spécialisée<sup>1</sup> :

- à peine un quart des entreprises du CAC 40 feraient mention dans leur rapport annuel des bonus de départ (« parachutes dorés ») des dirigeants ;

- un tiers des entreprises du CAC 40 ne feraient aucune mention de l'existence de dispositifs de retraite dans leur rapport annuel. Pour les deux tiers restants, la qualité et l'exhaustivité de l'information seraient très inégales.

Dans le contexte de révélations médiatiques concernant des indemnités de départ et des « retraites-chapeau » particulièrement élevées, qui ont suscité de nombreux commentaires et une émotion légitime, **la commission des lois de l'Assemblée nationale a pris l'initiative d'une mesure qu'elle avait déjà préconisée dans le cadre de sa mission d'information sur la réforme du droit des sociétés** mise en place en octobre 2002, et qui avait abouti à la proposition de loi n° 1407 du 4 février 2004 sur la gouvernance des sociétés commerciales.

## **II. LE DISPOSITIF INTRODUIT PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

Le présent article tend à préciser le régime de publicité des rémunérations, prévu par l'article L. 225-102-1 du code de commerce.

### **A. UNE EXTENSION DE L'OBLIGATION D'INFORMATION**

D'une part (I. 1° du présent article), la nature des informations devant être fournies dans le rapport annuel est définie avec davantage de précision, **afin d'y inclure sans ambiguïtés les rémunérations différées et exceptionnelles :**

---

<sup>1</sup>« Bonus et retraite des dirigeants : un coût encore largement inconnu pour l'actionnaire », *L'Agefi, Industrie financière*, 23 juin 2005.

« Ce rapport décrit en les distinguant les **éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages** ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. Il indique également les engagements de toutes natures, pris par la société au bénéficiaire de ses mandataires sociaux, correspondant à des **avantages ou éléments de rémunération dus ou susceptibles d'être dus à raison de ou postérieurement à la prise, à la cessation ou au changement de leurs fonctions**. L'information donnée à ce titre doit préciser les modalités de détermination de ces engagements. »

Un sous-amendement de la commission des finances de l'Assemblée nationale a **supprimé**, s'agissant des engagements pris au titre du début ou de la fin des fonctions, **l'obligation d'indiquer le montant susceptible d'être versé annuellement aux mandataires sociaux**. En effet, il a été jugé que l'évaluation de ce montant (souvent celui d'une retraite différée) reposait sur de nombreuses hypothèses (taux d'actualisation, calcul de l'espérance de vie, durée de la fonction du dirigeant dans l'entreprise...) dont le caractère contestable pourrait nuire à leur attestation par les commissaires aux comptes. L'obligation d'information porte donc uniquement sur « *les modalités de détermination de ces engagements* ». Au cours de la discussion, notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, a estimé que si le montant de l'engagement était connu, il faisait à l'évidence partie des modalités de calcul et devait donc être publié.

## **B. UN DOUBLE MÉCANISME DE SANCTION**

D'autre part, **l'amendement accroît l'efficacité du dispositif en prévoyant deux types de sanctions :**

- En premier lieu (I. 1° du présent article), « **hormis le cas de bonne foi, les versements effectués et les engagements pris en méconnaissance des dispositions du présent alinéa peuvent être annulés** ».

La notion de « *bonne foi* » a été contestée lors de la discussion à l'Assemblée nationale. Notre collègue député Gilles Carrez, soutenu en cela par le ministre, avait tout d'abord jugé qu'il serait préférable d'instaurer cette nullité facultative dans le cas de « *versements effectués et engagements pris en méconnaissance volontaire des dispositions du présent alinéa* », ce qui permettait d'écarter la référence à la bonne foi, difficile à mettre en œuvre en pratique. Toutefois, cette notion a finalement été maintenue, M. Philippe Houillon, président de la commission des lois, rapporteur pour avis, ayant estimé qu'il serait difficile aux actionnaires d'apporter la preuve de la « *méconnaissance volontaire* », c'est-à-dire en définitive de la mauvaise foi.



- En second lieu (I. 2° du présent article), **un mécanisme d'injonction sous astreinte est institué**<sup>1</sup>, par référence aux deux derniers alinéas de l'article L. 225-102 du code de commerce, qui dispose que « *toute personne intéressée peut demander au président du tribunal statuant en référé d'enjoindre sous astreinte au conseil d'administration ou au directoire, selon le cas, de communiquer ces informations.*

*Lorsqu'il est fait droit à la demande, l'astreinte et les frais de procédure sont à la charge des administrateurs ou des membres du directoire, selon le cas. »*

### **C. UNE CERTIFICATION PAR LES COMMISSAIRES AUX COMPTES**

Enfin (II. du présent article), **les commissaires aux comptes attesteront de la sincérité des informations** fournies en application du présent article.

### **III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Lors de l'examen de la loi NRE, votre commission s'était déclarée favorable à la publication des rémunérations des mandataires sociaux, tout en estimant qu'il aurait été opportun de regrouper les informations nominatives avec celles qui concernent les options de souscription ou d'achat d'actions, publiées en application des articles L. 225-177 et suivants du code de commerce. Cette possibilité n'a pas été retenue, mais il faut néanmoins reconnaître que **la publicité des rémunérations, mise en place par la loi NRE a permis de lever un tabou et de faire évoluer les mentalités sur ce sujet. A l'initiative de votre commission des finances, la LSF avait, par ailleurs, restreint ce dispositif de publicité des rémunérations aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, ou qui sont contrôlées par une telle société.**

**Toutefois, la pratique a montré que ce dispositif, par trop imprécis, était appliqué de façon parcellaire et hétérogène.**

---

<sup>1</sup>*Afin d'introduire cette procédure d'injonction sous astreinte, la commission des lois de l'Assemblée nationale a rectifié son amendement n° 10, à l'origine du présent article. Cette rectification correspondait également à une volonté de la commission des finances (sous-amendement n° 172 de notre collègue député Gilles Carrez, finalement retiré).*

**Votre commission approuve donc l'initiative prise par la commission des lois de l'Assemblée nationale** dans l'esprit des travaux qu'elle a menés l'an dernier dans le cadre de sa mission d'information sur la réforme du droit des sociétés, et en complément de l'initiative gouvernementale tendant à soumettre certains éléments de rémunération des dirigeants de sociétés cotées au régime des conventions réglementées (article 2 *bis* du présent projet de loi).

**Toutefois, un point mériterait d'être éclairci :**

La nullité facultative des versements effectués et engagements pris est prévue « *hormis le cas de bonne foi* ». Lors de la discussion, cette formule a été jugée préférable à une nullité en cas de « *méconnaissance volontaire* » de l'obligation d'information, au motif qu'il serait difficile d'apporter la preuve de cette « *méconnaissance volontaire* ». Toutefois **la formulation retenue n'en fait pas moins reposer la charge de la preuve sur le demandeur, puisque la bonne foi est, par principe, présumée.**

Votre commission vous propose donc de supprimer la référence à la bonne foi, la loi étant suffisamment explicite et **la nullité étant, au demeurant, facultative**, ce qui laisse au juge un pouvoir d'appréciation.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter le présent article ainsi modifié.**

### ARTICLE 3

#### **Limites d'âge des dirigeants d'entreprises publiques**

**Commentaire : le présent article vise à assouplir le régime relatif à la limite d'âge des présidents de conseil d'administration, des directeurs généraux et directeurs généraux délégués, des directeurs ou des membres du directoire des établissements publics et des entreprises publiques de l'Etat.**

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

L'article 7 de la loi n° 84-834 du 13 septembre 1984 relative à la limite d'âge dans la fonction publique et le secteur public fixe la limite d'âge, **nonobstant toute disposition contraire**, des présidents de conseil d'administration, directeurs généraux, directeurs ou membres de directoire des sociétés, entreprises et établissements du secteur public visés à l'article 1er de la loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public, à **soixante-cinq ans**. Les établissements et entreprises visés à l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 sont les établissements publics, industriels et commerciaux de l'État, dont le personnel est soumis à un régime de droit privés, les entreprises nationales, les sociétés nationales, les sociétés d'économies mixte ou les sociétés anonymes dont l'État détient, directement ou indirectement, plus de la moitié du capital social, et ce quelle que soit la taille de l'entreprise.

La même limite d'âge s'applique dans les établissements publics de l'Etat, quelle que soit leur nature, et dans les autres sociétés dans lesquelles l'Etat, les collectivités ou personnes publiques ou la Caisse des dépôts et consignations, détiennent ensemble plus de la moitié du capital et dans lesquelles les nominations aux fonctions précitées sont prononcées, approuvées ou agréées par décret.

En application de l'article 42 de la loi n° 91-1406 du 31 décembre 1991 portant diverses dispositions d'ordre social, le champ de la limite d'âge prévue par l'article 7 de la loi n° 84-834 du 13 septembre 1984 a été étendu aux sociétés d'économie mixte qui sont concessionnaires d'autoroutes en vertu de l'article 4 de la loi n° 55-435 du 18 avril 1955 portant statut des autoroutes et dans lesquelles l'Etat détient directement ou indirectement plus de la moitié du capital social.

Il convient de mettre en parallèle le régime de la limite d'âge applicable aux dirigeants d'entreprises publiques avec celui de droit commun applicable aux sociétés commerciales.

Selon le code de commerce, ce sont les statuts de l'entreprise qui, pour l'exercice des fonctions de président du conseil d'administration (article L. 225-48), de directeur général ou de directeur général délégué (article L. 225-54), fixent la limite d'âge. En l'absence d'une telle disposition dans les statuts, la limite d'âge est fixée à soixante-cinq ans.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

Le présent article propose d'introduire une plus grande souplesse dans la détermination de la limite d'âge des dirigeants du secteur public. Il rend applicables les dispositions de droit commun du code de commerce relatives à la limite d'âge aux dirigeants de sociétés anonymes ou de sociétés d'économie mixte du champ des entreprises publiques, même lorsque la puissance publique détient la majorité du capital ou des droits de vote. Le champ de l'article 7 de loi n° 84-834 du 13 septembre 1984 est ainsi restreint aux dirigeants d'établissements publics.

En l'absence de dispositions particulières prévues par les textes législatifs et réglementaires régissant l'établissement, la limite d'âge des présidents de conseil d'administration, directeurs généraux, directeurs des établissements publics de l'Etat serait fixée à soixante-cinq ans.

## **III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté un amendement au présent article, sous-amendé sur proposition de sa commission des lois.

L'amendement prévoit d'une part que les règles relatives à la limite d'âge ne font pas obstacle à ce que les dirigeants d'établissements publics soient maintenus en fonction, au-delà de cette limite, pour continuer à les exercer à titre intérimaire.

Il dispose, d'autre part, que pour les agents publics placés hors de leur corps d'origine afin d'occuper les fonctions de dirigeant d'établissement public, les règles fixant une limite d'âge dans leur corps d'origine ne font pas obstacle à ce que ces agents exercent lesdites fonctions jusqu'à ce qu'ils atteignent la limite d'âge fixée pour celles-ci. Dans ce cas, la radiation des cadres et la liquidation de la pension seraient différées à la date de cessation

des fonctions. Ces dispositions seraient également applicables aux agents publics placés hors de leur corps d'origine afin d'occuper les fonctions de président du conseil d'administration, directeur général, directeur ou membre du directoire d'une société dont l'Etat, les autres personnes morales de droit public ou des entreprises publiques détiennent ensemble plus de la moitié du capital.

Il s'agit ainsi de permettre le maintien en fonction à titre intérimaire, pendant la durée nécessaire à leur remplacement, des dirigeants, atteints par la limite d'âge et, dans le cas où les fonctions de présidents de conseil d'administration, directeurs généraux et directeurs des établissements publics de l'Etat sont exercées par des fonctionnaires, d'éviter que la survenance de la limite d'âge dans leur corps d'origine ne mette fin à l'exercice de leurs fonctions au sein de l'établissement public, et ce, afin de ne pas pénaliser les fonctionnaires par rapport aux personnes issues du secteur privé.

Le sous-amendement adopté à l'initiative de la commission des lois de l'Assemblée nationale dispose que les fonctionnaires ou magistrats dont la limite d'âge reste fixée à soixante-huit ans en application de l'article premier de la loi n° 84-834 du 13 septembre 1984 continuent à présider, jusqu'à ce qu'ils soient atteints par la limite d'âge, les établissements publics dont les statuts leur confèrent de droit la présidence. L'amendement vise ainsi à revenir, sur ce point, à la rédaction actuelle de l'article 7 la loi n° 84-834 du 13 septembre 1984, qui concerne un nombre limité de fonctionnaires - vice-président du Conseil d'Etat, premier président et procureur général de la Cour des comptes – qui exercent de droit la présidence de certains établissements publics.

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Le présent article apporte une souplesse bienvenue aux modalités de fixation de la limite d'âge des dirigeants d'entreprises publiques inutilement rigides, au regard des nécessités d'adaptation du fonctionnement des sociétés aux conditions de marché. Ces nécessités peuvent conduire à recruter un dirigeant compétent âgé de plus de soixante-cinq ans, ou à maintenir un dirigeant en poste, à des fins de transition notamment, au-delà de cet âge.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

*ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 3*

**Introduction du statut de la société européenne en droit français**

**Commentaire :** le présent article additionnel prévoit les mesures d'adaptation du code de commerce, nécessaires à la pleine applicabilité en France de la législation communautaire sur la société européenne prévue par le règlement (CE) n° 2157/2001 du 8 octobre 2001, en vue de permettre l'implantation sur notre territoire de sièges statutaires de groupes européens.

Après trois décennies d'efforts infructueux, l'Union européenne s'est finalement dotée en octobre 2001 d'un statut autonome de la société européenne (SE), ou *Societas Europae*, qui s'est traduit par l'adoption de deux textes législatifs communautaires : le règlement (CE) 2157/2001 du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne, et la directive n° 2001/86/CE du 8 octobre 2001 complétant le statut de la société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs.

Bien que les acteurs économiques français soient demandeurs et que le Sénat ait activement œuvré à la proposition d'un cadre de transposition de cette avancée majeure du droit européen, avec le dépôt de deux propositions de loi de votre rapporteur général<sup>1</sup> et de nos collègues Jean-Jacques Hyst et Jean-Guy Branger<sup>2</sup>, **la France n'a toujours pas mis en place les nécessaires mesures d'adaptation de notre législation**, alors que le dispositif communautaire prenait effet (s'agissant du règlement) ou devait être transposé au plus tard le **8 octobre 2004**.

Or la société européenne contribue non seulement à **consolider l'économie européenne** en facilitant la constitution de groupes transfrontaliers, mais **représente également un enjeu de compétitivité de notre droit**. Certes, seulement dix Etats de l'Espace économique européen avaient pris en février 2005 les mesures nécessaires pour permettre la constitution de sociétés européennes sur leur territoire<sup>3</sup>. La réactivité dont doivent faire preuve les entreprises implique néanmoins que le choix de la constitution et de l'implantation de la SE privilégie une logique de « **prime au**

---

<sup>1</sup> Proposition de loi n° 11 (2003-2004) sur la société européenne de M. Philippe Marini, déposée le 9 octobre 2003.

<sup>2</sup> Proposition de loi n° 152 (2003-2004) sur la mise en œuvre des dispositions en droit interne du règlement CE n° 2157/2001 et de la directive 2001/86/CE, de MM. Jean-Guy Branger et Jean-Jacques Hyst, déposée le 19 janvier 2004.

<sup>3</sup> L'Autriche, la Belgique, la Finlande, le Danemark, le Royaume-Uni, la Hongrie, la Slovaquie, Malte, l'Islande et la Suède.

**premier entrant** », et conduite à un meilleur positionnement des premiers pays, *a fortiori* de ceux qui représentent un poids économique important au sein de l'Union, qui auront adapté leur législation.

En d'autres termes, **notre pays ne saurait attendre davantage** et être un des derniers Etats membres – position que la France occupe trop souvent en matière de législation européenne, en dépit d'améliorations récentes – à transposer le dispositif communautaire permettant l'implantation des SE sur notre territoire. Le présent article additionnel propose donc les mesures d'adaptation de notre droit des sociétés qui permettront à la France d'accueillir de nouveaux groupes européens. **Ce dispositif a été élaboré en étroite concertation avec la Chancellerie.**

**Le présent dispositif ne concerne que les conséquences du nouveau régime communautaire de la SE sur notre droit des sociétés.** S'agissant de la directive relative à l'implication des travailleurs, on rappellera que les traditions différentes des Etats membres en matière d'implication des salariés, selon que le système moniste ou dualiste est privilégié, **ont longtemps constitué une pierre d'achoppement de l'adoption du statut de la SE**, les Etats membres craignant que des règles de participation leur soient imposées, ou au contraire remises en cause. Le compromis final s'est concrétisé dans la directive du 8 octobre 2001 par la **priorité accordée à la négociation** entre les salariés, un « **groupe spécial de négociation** » (GSN), principale innovation de la directive, et les organes compétents des sociétés participantes.

## **I. LE NOUVEAU RÉGIME COMMUNAUTAIRE DE LA SOCIÉTÉ EUROPÉENNE**

### ***A. LE LENT ET NÉCESSAIRE CHEMINEMENT VERS LE STATUT DE SOCIÉTÉ EUROPÉENNE***

#### **1. Une issue originale après trois décennies d'atermoiements**

L'idée d'un statut pour une société anonyme européenne a fait son apparition dans les années 60 et **a donné lieu en 1970 à une proposition, modifiée en 1975, de règlement portant statut des sociétés anonymes européennes.** Ce statut figurait également parmi les actes que le Conseil devait adopter avant 1992, aux termes du Livre blanc de la Commission sur l'achèvement du marché intérieur, qui avait été approuvé par le Conseil européen réuni en juin 1985 à Milan. Lors de sa réunion de Bruxelles en 1987, le Conseil européen a ensuite manifesté le souhait qu'un tel statut soit rapidement mis en place.

Il est cependant apparu que le projet initial d'harmonisation de certains aspects des droits des sociétés nationaux, afin de permettre la mise en place d'un statut complet et autonome de la SE, était **trop ambitieux** et se heurtait aux réticences des Etats membres. Une approche plus originale et opérationnelle a donc été privilégiée, reposant sur le socle des droits nationaux des sociétés anonymes (SA) et sur un **système d'options susceptibles d'être levées par les Etats membres lors de la transposition**.

Entre-temps, les travaux portant sur le rapprochement du droit national des sociétés ont notablement progressé durant la décennie 90, de sorte que, dans des domaines où le fonctionnement d'une SE n'exigeait pas de règles communautaires uniformes, il est apparu possible de renvoyer à la législation régissant les sociétés anonymes de l'Etat membre du siège statutaire de la SE. Les Etats membres se sont finalement accordés, **lors du Sommet de Nice de décembre 2000**, sur le principe du nouveau statut de SE, conçu comme un moyen de renforcer l'efficacité du marché intérieur par l'abolition de certaines barrières juridiques.

Le règlement et la directive précités ont dès lors été adoptés le 8 octobre 2001. **L'entrée en vigueur du règlement a été différée et alignée sur celle de la directive**, soit le 11 octobre 2004, le règlement prévoyant en effet qu'une SE ne puisse être immatriculée dans un Etat membre sans qu'un accord sur l'implication des travailleurs ait été signé, conformément aux dispositions de la directive.

## 2. Les avantages escomptés

En tant que forme sociale commune à tous les Etats membres, la SE représente un saut qualitatif majeur, sans pour autant se substituer aux formes sociales nationales. Les principaux atouts prêtés à la SE tiennent à la mobilité et à la souplesse de cette forme sociale. On peut ainsi relever les avantages suivants :

- **la SE facilite la fusion de sociétés** relevant de législations nationales disparates et la restructuration d'activités transfrontalières<sup>1</sup>, sans

---

<sup>1</sup> *Les troisième et quatrième considérants du règlement disposent ainsi que :*

« La réalisation d'opérations de restructuration et de coopération impliquant des entreprises d'Etats membres différents se heurte à des difficultés d'ordre juridique, psychologique et fiscal. Le rapprochement du droit des sociétés des Etats membres par voie de directives fondées sur l'article 44 du traité est de nature à remédier à certaines de ces difficultés. **Ce rapprochement ne dispense toutefois pas les entreprises relevant de législations différentes de choisir une forme de société régie par une législation nationale déterminée.**

« Le cadre juridique dans lequel les entreprises doivent exercer leurs activités dans la Communauté reste principalement fondé sur des législations nationales et ne correspond donc plus au cadre économique dans lequel elles doivent se développer pour permettre la réalisation des objectifs énoncés à l'article 18 du traité. **Cette situation entrave considérablement le regroupement entre sociétés d'Etats membres différents** ».



passer par les longues formalités administratives interminables qu'implique l'établissement d'un réseau de filiales. Le règlement européen offre aux entreprises dont l'activité transnationale s'y prête une formule leur permettant de mener à bien la réorganisation de leurs activités à l'échelle communautaire. La SE permet aux acteurs économiques d'agir **sous la forme d'une seule société opérant par le biais d'établissements stables** dans les Etats membres, et non plus à travers une multitude de sociétés filiales soumises à autant de législations différentes qu'il y a d'Etats membres ;

- elle permet le **transfert de siège social avec le maintien de la personnalité juridique et, en France, la neutralisation des conséquences fiscales**, c'est-à-dire la suppression de l'imposition immédiate des bénéfices réalisés ou en sursis d'imposition. Bien que les mesures d'adaptation de notre droit des sociétés n'aient pas encore été adoptées, cette possibilité a déjà été anticipée par notre législation fiscale dans la loi de finances pour 2005<sup>1</sup>, et étendue à tout transfert de siège dans un Etat européen, quelle que soit la forme sociale de la société. Ce régime constituait en effet un frein à la mobilité des entreprises ;

- la SE permet donc de **simplifier le mode de gestion**, de diminuer le nombre d'entités légales d'un groupe et de **diminuer les coûts de mise en conformité juridique**. Les groupes européens ont la faculté d'aligner leur statut juridique avec leur structure de management, tout en renforçant leur image et leur culture européennes. Il pourrait en résulter, pour certains groupes établis sous forme de SE, une amélioration de la notation de leur risque de crédit, et partant, une diminution du coût de leur endettement.

Cette nouvelle forme sociale aurait sans doute pu constituer un instrument adéquat pour la réalisation d'opérations d'envergure européenne telles que la constitution des groupes EADS, Euronext, Air France-KLM, Aventis ou Eurotunnel.

Il est toutefois possible de mettre en exergue certaines limites de ce nouveau statut. On ne peut en premier lieu nier une certaine **complexité**, liée à l'absence d'un statut complet et uniforme et à l'application de la loi de l'Etat d'immatriculation de la SE pour un certain nombre d'aspects. Les opérateurs ont également regretté que la SE ne soit **pas soumise à un régime fiscal spécifique**<sup>2</sup>. Ces deux inconvénients peuvent néanmoins être tempérés, d'une part, par le fait que le système des options du règlement européen représentait

---

<sup>1</sup> Article 34 de la loi n° 2004-1484 de finances pour 2005 du 30 décembre 2004, qui modifie le 2 de l'article 221 du code général des impôts et dispose que « le transfert de siège dans un autre Etat membre de la Communauté européenne, qu'il s'accompagne ou non de la perte de la personnalité juridique en France, n'emporte pas les conséquences de la cessation d'entreprise ».

<sup>2</sup> Le vingtième considérant du règlement précise ainsi que « le présent règlement **ne couvre pas d'autres domaines du droit tels que la fiscalité, la concurrence, la propriété intellectuelle, ou l'insolvabilité**. Par conséquent, les dispositions du droit des Etats membres et du droit communautaire sont applicables dans ces domaines, ainsi que dans d'autres domaines non couverts par le présent règlement ».

sans doute le compromis sans lequel le statut de la SE n'aurait pu aboutir, faute de pouvoir harmoniser de manière volontariste les législations nationales, et d'autre part, par les récentes propositions ou directives communautaires concernant la fiscalité des groupes.

## ***B. LE NOUVEAU DISPOSITIF COMMUNAUTAIRE AFFÉRENT AU STATUT DE LA SOCIÉTÉ EUROPÉENNE***

### **1. Une articulation complexe entre droits communautaire et nationaux**

Le règlement européen contient 70 articles consacrés à la constitution, au fonctionnement, aux comptes annuels, à la dissolution et à la liquidation de la SE. Les options ouvertes aux États membres confortent le caractère « hybride » de cette forme sociale et **l'étape supplémentaire ainsi franchie dans le « *forum shopping* » et la mise en concurrence des droits nationaux**, dont les caractéristiques déterminent le choix du lieu du siège de la SE.

L'article 9 du règlement précise ainsi la **hiérarchie normative du régime de la SE** et dispose que celle-ci est successivement régie :

- par les dispositions du règlement ;
- lorsque le règlement l'autorise expressément, par les dispositions des statuts de la SE ;
- ou pour les matières non réglées par le règlement ou, lorsqu'une matière l'est partiellement, pour les aspects non couverts par le règlement, par : les dispositions législatives adoptées par les États membres en application de mesures communautaires visant spécifiquement les SE, **les dispositions législatives des États membres qui s'appliqueraient à une société anonyme constituée selon le droit de l'État membre dans lequel la SE a son siège statutaire** (en France, les dispositions du code de commerce), et enfin par les statuts de la SE, dans les mêmes conditions que pour une SA constituée selon le droit de l'État membre dans lequel la SE a son siège statutaire.

L'article 9 dispose également que les mesures législatives adoptées par les États membres spécifiquement pour la SE **doivent être conformes aux directives applicables aux sociétés anonymes**. En outre, si la nature des activités exercées par une SE (notamment les activités financières ou assurantielles) est régie par des dispositions spécifiques de la législation nationale, celles-ci s'appliquent intégralement à la SE.

## 2. Les éléments distinctifs de la SE

Quatre éléments principaux sont caractéristiques de la SE :

- l'article 11 dispose que toute SE doit faire précéder ou suivre sa dénomination sociale du **sigle** « SE », qui est en quelque sorte protégé dans les 25 Etats membres ;

- l'article premier dispose que la SE est une société disposant de la personnalité juridique et dont le capital est divisé en actions, chaque actionnaire n'étant responsable qu'à concurrence du capital qu'il a souscrit. Le **capital social** de la SE doit être exprimé en euros et s'élever au moins à 120.000 euros (article 4 du règlement), sans préjudice de dispositions nationales plus strictes pour des sociétés relevant de certaines activités ou caractéristiques<sup>1</sup>. Un régime dérogatoire est prévu pour les Etats qui n'ont pas encore opté pour l'euro ;

- les statuts de la SE ne doivent à aucun moment porter atteinte aux dispositions relatives à l'implication des salariés, telles que définies par la directive 2001/86/CE, ce qui implique donc **une plus grande attention portée au droit social lors de la rédaction des statuts**. Ceux-ci doivent également énumérer les limitations de pouvoirs des dirigeants de la société, ce qui n'est pas nécessairement prévu en droit français ;

- la création de la SE fait l'objet de **deux publicités légales successives** (articles 13 et 14) : l'une nationale, et l'autre au Journal officiel des Communautés européennes, d'autant plus importante qu'il n'existe pas de greffe européen.

## 3. Les modalités de constitution

Le règlement prévoit **quatre modes de constitution de la SE** :

- la **fusion** (articles 17 à 31 du règlement) de sociétés anonymes, dont au moins deux relèvent du droit d'Etats membres différents, par absorption<sup>2</sup> ou constitution d'une nouvelle société anonyme. La nullité de la fusion ne peut plus être prononcée dès lors que la SE a été immatriculée, mais l'absence de contrôle préalable de la légalité de la fusion peut constituer une cause de dissolution ;

---

<sup>1</sup> Le droit français impose ainsi un capital social minimum de 5 millions d'euros pour les établissements de crédit, et de 225.000 euros pour les sociétés faisant appel public à l'épargne.

<sup>2</sup> Qui, aux termes de l'article 29, entraîne ipso jure les effets suivants : la transmission universelle à la société absorbante de l'ensemble du patrimoine actif et passif de chaque société absorbée, les actionnaires de la société absorbée deviennent actionnaires de la société absorbante, chaque société absorbée cesse d'exister, enfin la société absorbante prend la forme d'une SE.

- la constitution d'une **SE holding** (articles 32 à 34 du règlement) par des sociétés anonymes ou certaines sociétés à responsabilité limitée, si deux d'entre elles au moins relèvent du droit d'Etats membres différents ou ont depuis au moins deux ans une société filiale ou une succursale située dans un autre Etat membre ;

- les sociétés ou d'autres entités juridiques de droit public ou privé peuvent constituer une **SE filiale** (articles 35 et 36) en souscrivant ses actions, selon les mêmes conditions préalables que pour la constitution d'une SE holding ;

- enfin, modalité la plus importante, **une société anonyme peut se transformer en SE** (article 37), sans transfert du siège statutaire, si elle a, depuis deux ans au moins, une société filiale relevant du droit d'un autre Etat membre. Cette création ne donne lieu ni à dissolution ni à création d'une personne morale nouvelle, ce qui constitue un des atouts principaux de la SE.

L'organe de direction ou d'administration de la société considérée établit un **projet** de transformation et un **rapport** expliquant et justifiant les aspects juridiques et économiques de la transformation et indiquant les conséquences pour les actionnaires et les salariés de l'adoption de la forme de la SE. Le projet de transformation fait l'objet d'une **publicité** effectuée selon les modalités prévues par la loi de chaque Etat membre, un mois au moins avant la date de la réunion de l'assemblée générale appelée à approuver le projet et les statuts de la SE<sup>1</sup>.

L'article 37 prévoit, en outre, **qu'un ou plusieurs experts indépendants** soient désignés ou agréés par une autorité judiciaire ou administrative de l'Etat membre dont relève la société qui se transforme en SE. Ils attestent que la société dispose d'actifs nets au moins équivalents au capital augmenté des réserves que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer.

#### 4. Les règles de fonctionnement et les organes statutaires

Le règlement distingue l'assemblée générale des actionnaires (articles 52 à 60 du règlement) et les organes de direction, ces derniers pouvant relever d'un système **moniste** (équivalent, en droit français, aux SA à conseil d'administration), régi par les articles 39 à 42 du règlement, ou **dualiste**<sup>2</sup> (SA à directoire et conseil de surveillance), en application des articles 43 à 45. Les articles 46 à 51 du règlement fixent également les règles communes à ces deux modes de direction.

---

<sup>1</sup> L'article 37 prévoit également que les Etats membres peuvent subordonner une transformation au vote favorable d'une majorité qualifiée ou de l'unanimité des membres au sein de l'organe de la société à transformer dans lequel la participation des travailleurs est organisée.

<sup>2</sup> Ce système est aujourd'hui très répandu en Allemagne.

Le règlement prévoit une périodicité minimale de **trois mois** pour la réunion de l'organe d'administration ou l'information de l'organe de direction par l'organe de surveillance. Dans les sociétés de type moniste, le nombre des membres de l'organe d'administration (qui ne peut être inférieur à trois, lorsque la participation des travailleurs dans la SE est organisée conformément à la directive 2001/86/CE) ou les règles pour sa détermination sont fixés par les statuts de la SE, mais la législation nationale peut toutefois fixer un nombre minimal et, le cas échéant, maximal de membres. De manière assez novatrice, l'article 49 instaure une **obligation de confidentialité**<sup>1</sup> des membres des organes de la SE.

Le règlement renvoie au droit national des sociétés anonymes pour la plupart des règles relatives aux assemblées générales, et en particulier pour leur organisation, leur déroulement et les procédures de vote.

La SE est assujettie, pour l'établissement, le contrôle et la publicité de ses comptes annuels, du rapport de gestion et, le cas échéant, de ses comptes consolidés, aux dispositions applicables aux SA relevant du droit de l'Etat membre de son siège statutaire.

L'article 8 détaille les modalités de **transfert du siège** d'une SE dans un autre Etat membre, qui sont analogues à celles précédemment exposées pour la transformation. Il prévoit, en outre, qu'un tribunal, un notaire ou une autre autorité compétente de l'Etat membre du siège statutaire de la SE délivre un **certificat** attestant d'une manière concluante l'accomplissement des actes et des formalités préalables au transfert. Avant que l'autorité compétente ne délivre ce certificat, la SE doit prouver « *qu'en ce qui concerne les créances nées antérieurement à la publication du projet de transfert, les intérêts des créanciers et titulaires d'autres droits envers la SE (y compris ceux des entités publiques) bénéficient d'une protection adéquate conformément aux dispositions prévues par l'Etat membre où la SE a son siège statutaire avant le transfert* ». Un Etat membre peut également adopter, pour les SE immatriculées sur son territoire, des dispositions destinées à assurer une **protection appropriée aux actionnaires minoritaires** qui se sont prononcés contre le transfert.

Enfin, l'article 63 du règlement dispose qu'en ce qui concerne la dissolution, la liquidation, l'insolvabilité, la cessation des paiements et les procédures analogues, la SE est soumise aux dispositions de loi de l'Etat membre où elle a son siège statutaire, y compris celles relatives à la prise de décision par l'assemblée générale.

---

<sup>1</sup> *Il dispose ainsi que* « les membres des organes de la SE sont tenus de ne pas divulguer, même après la cessation de leurs fonctions, les informations dont ils disposent sur la SE et dont la divulgation serait susceptible de porter préjudice aux intérêts de la société, à l'exclusion des cas dans lesquels une telle divulgation est exigée ou admise par les dispositions du droit national applicables aux sociétés anonymes ou dans l'intérêt public ».

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article additionnel comprend **quatre parties**, dont la première comporte les modifications essentielles du code de commerce, afin de prévoir les nombreux aménagements relevant du droit national, nécessaires pour permettre l'accueil du statut de société européenne. Le **II** modifie et complète le livre II du code de commerce. Le **III** prévoit des dispositions de coordination au sein du livre IX du code de commerce, et le **IV** une application différenciée dans les collectivités d'outre mer.

Le **I** du présent article propose d'introduire un nouveau chapitre IX intitulé «*De la société européenne*» au sein du titre II («*Dispositions particulières aux diverses sociétés commerciales*») du livre II («*Des sociétés commerciales et des groupements d'intérêt économique*») du code de commerce, incluant quinze nouveaux articles numérotés L. 229-1 à L. 229-15.

Ainsi qu'il a été souligné précédemment, le règlement communautaire offre aux Etats membres la faculté de **lever ou non un certain nombre d'options** dans le cadre de l'adaptation de leur droit. Les choix qui ont à ce titre été effectués dans le cadre du présent dispositif sont précisés dans le tableau ci-après.

**Les SE établies en France seront pour l'essentiel soumises au droit commun des SA. Certains aménagements spécifiques ont néanmoins été prévus, soit pour tenir compte de dispositions particulières du règlement européen, soit pour favoriser l'immatriculation de SE en France par certains assouplissements.**

La première catégorie de mesures concerne par exemple le contrôle de légalité de la constitution par voie de fusion, exercé par un greffier et un notaire, ou le droit d'opposition d'une autorité publique au projet de transfert de siège d'une SE établie en France dans un autre Etat membre. La seconde catégorie a trait, par exemple, au nouveau plafond de sept membres pour le directoire, et surtout à la **possibilité pour les SE qui ne font pas appel public à l'épargne de disposer d'une grande souplesse dans l'organisation des rapports entre actionnaires, comparable à celle existant pour les sociétés par actions simplifiées (SAS)**, qui représentent la forme la plus contractuelle de notre droit des sociétés. Les statuts des SE fermées pourraient ainsi prévoir des clauses restreignant la libre négociabilité des actions, telles que des **clauses d'agrément, d'inaliénabilité ou d'exclusion**, dont l'adoption ou la modification ne peut toutefois intervenir qu'à l'unanimité des actionnaires.

**Tableau des options ouvertes par le règlement dans la loi française**

| Dispositions du règlement n° 2157/2001  | Option levée / non levée  | Nouveaux articles du code du commerce               |
|---|---|---|
| <b>CONSTITUTION DE LA SOCIETE EUROPEENNE</b>  |   |   |
| <p style="text-align: center;"><b>Article 2 paragraphe 5 relatif au siège social</b></p> <p>Possibilité pour une société n'ayant pas son administration centrale, dans l'Union Européenne, de participer à la constitution d'une société européenne</p>   | Ne lève pas l'option car elle n'est pas opportune   |   |
| <p style="text-align: center;"><b>Article 7 relatif au siège social</b></p> <p>Possibilité d'interdire la dissociation du siège social et de l'administration centrale</p>  | Option levée, et renvoi pour les sanctions à l'article L. 210-3 du code du commerce   | Article L. 229-1                                    |
| <p style="text-align: center;"><b>Article 8 paragraphe 5 relatif au transfert de siège social</b></p> <p>Possibilité de prévoir un mécanisme de protection des actionnaires minoritaires s'étant opposés au projet</p>  | Option levée et renvoi à un décret pour les modalités de rachat des actions   | Article L. 229-2                                    |
| <p style="text-align: center;"><b>Article 8 paragraphe 7 relatif au transfert de siège social</b></p> <p>Possibilité d'étendre la protection des intérêts des créanciers, jusqu'au jour du transfert du siège social</p>  | Option levée et renvoi pour les autres dispositions afférentes à la protection des créanciers au régime applicable aux fusions des sociétés anonymes  | Alinéa 4 de l'article L. 229-2                      |
| <p style="text-align: center;"><b>Article 8 relatif au transfert de siège social</b></p> <p>Paragraphe 7 : désignation d'une autorité compétente pour attester de la réalisation des formalités préalables au transfert</p> <p>Paragraphe 8 : certificat attestant de la réalisation des formalités préalables au transfert</p> | <p>Renvoi pour les modalités de publicités à un décret en Conseil d'Etat (en pratique décret du 30 mai 1984 relatif au Registre du commerce et des sociétés)</p> <p>Désignation du notaire comme autorité compétente pour délivrer le certificat attestant de la réalisation des formalités préalables au transfert</p> | Quatrième et septième alinéas de l'article L. 229-2 |
| <p style="text-align: center;"><b>Article 8 paragraphe 14 relatif au transfert de siège social</b></p> <p>Droit d'opposition d'une autorité au transfert de siège pour des raisons d'intérêt public</p>   | Désignation du procureur de la République et opposition pour deux motifs  | Premier alinéa de l'article L. 229-4                |

|  |  |   |
|--|--|---|
| <p align="center"><b>Article 12 paragraphe 4 relatif à l'immatriculation de la SE</b></p> <p>Possibilité de prévoir la compétence des organes de directions ou d'administration pour modifier les statuts, lorsqu'ils sont en contradiction avec les règles de l'implication des travailleurs</p>  | <p>Option non levée. Le droit commun des SA s'applique pour le changement des statuts</p>  |   |
| <p align="center"><b>Article 19 relatif à la constitution par voie de fusion</b></p> <p>Droit d'opposition d'une autorité à la fusion pour des raisons d'intérêt public</p>  | <p>Désignation du procureur de la République et opposition pour deux motifs</p>  | <p>Premier et dernier alinéas de l'article L. 229-4</p>     |
| <p align="center"><b>Article 22 relatif à la constitution par voie de fusion</b></p> <p>Un ou plusieurs experts indépendants peuvent établir un rapport unique relatif au projet de fusion, pour toutes les sociétés qui fusionnent. Ces experts sont désignés par une autorité judiciaire.</p>  | <p>Option non levée et application des dispositions applicables aux fusions de sociétés anonymes</p>   |   |
| <p align="center"><b>Article 24 paragraphe 2 relatif à la constitution par voie de fusion</b></p> <p>Possibilité de prévoir un mécanisme de protection pour les actionnaires minoritaires qui se sont prononcés contre la fusion</p>   | <p align="center">Option non levée</p>   |   |
| <p align="center"><b>Article 25 relatif à la constitution de la SE par fusion</b></p> <p>Paragraphe 2 : une autorité compétente doit délivrer un certificat attestant de l'accomplissement des actes et des formalités préalables à la fusion</p>  | <p>Désignation du greffier pour la partie relative à la procédure de fusion et renvoi à l'article L. 236-6</p>   | <p>Premier alinéa de l'article L. 229-3</p>                 |
| <p align="center"><b>Article 26 relatif à la constitution de la SE par fusion</b></p> <p>Paragraphe 1 : une autorité compétente doit délivrer un certificat attestant du contrôle de légalité pour la réalisation de la fusion et la constitution de la SE</p>   | <p align="center">Désignation du notaire</p>   | <p>Deuxième alinéa de l'article L. 229-3</p>                |
| <p align="center"><b>Article 32 relatif à la constitution par création d'une holding</b></p> <p>Paragraphe 2 : établissement de rapports destinés aux actionnaires par un ou plusieurs experts indépendants. Le ou les experts sont désignés par une autorité administrative ou judiciaire. Possibilité d'établir un seul rapport par accord entre les sociétés.</p> | <p>Intervention d'un ou de plusieurs commissaires à la constitution désignés en justice. Possibilité d'un rapport unique, par accord entre les sociétés.</p> | <p>Troisième et quatrième alinéas de l'article L. 229-5</p> |



|   |  |   |
|---|--|---|
| <p><b>Article 31 paragraphe 2 alinéa 2 relatif à la constitution par voie de fusion</b></p> <p>Seuil des fusions simplifiées (question du champ d'application des 90 % des titres et actions donnant des droits de vote ou des 90 % des actions donnant un droit de vote)</p>   | <p>Option non levée</p>  |   |
| <p><b>Article 34 relatif à la constitution par voie de holding</b></p> <p>Dispositions de protection des créanciers, des travailleurs et des actionnaires minoritaires s'étant opposés à l'opération</p>  | <p>Option partiellement levée : renvoi aux règles de protection des créanciers applicables en cas de fusion (articles L. 236-9, L. 236-13 et L. 236-14)</p>  | <p>Dernier alinéa de l'article L. 229-5</p> |
| <p><b>Article 37 paragraphe 6 relatif à la constitution par transformation d'une SA</b></p> <p>Paragraphe 6 : désignation d'un ou plusieurs experts indépendants, par une autorité judiciaire ou administrative indépendante, attestant que la société qui se transforme dispose d'actifs nets suffisants</p> <p>Paragraphe 8 : possibilité de subordonner la transformation au vote favorable d'une majorité qualifiée ou de l'unanimité des membres au sein de l'organe de la société à transformer si la participation des travailleurs est organisée</p>  | <p>Exclusion de l'application du premier alinéa de l'article L. 225-244 du code de commerce. Un ou plusieurs commissaires indépendants sont désignés par la justice et établissent un rapport destiné aux actionnaires.</p> <p>Option non levée. La décision de transformation est prise à la majorité requise pour les AGE, selon les dispositions des articles L. 225-96 à L. 225-99 du code de commerce</p> | <p>Article L. 225-245-1</p>                 |
| <p><b>STRUCTURE ET FONCTIONNEMENT DE LA SOCIETE EUROPEENNE</b></p>  |  |   |
| <p><b>Système dualiste</b></p>  |  |   |
| <p><b>Article 39 relatif à la direction de la SE</b></p> <p>Paragraphe 1 : un ou plusieurs DG peuvent être responsables de la gestion courante</p> <p>Paragraphe 2 : possibilité de prévoir la nomination et la révocation des membres de l'organe de direction par l'assemblée générale dans les mêmes conditions que pour les SA</p> <p>Paragraphe 3 : possibilité de prévoir que le remplacement d'un membre de l'organe de direction par un membre de l'organe de surveillance est limité dans le temps.</p> <p>Paragraphe 4 : possibilité de prévoir un nombre minimum et/ou maximum de membres de l'organe de direction</p> <p>Paragraphe 5 : possibilité de prévoir une structure duale de la SE si cela n'existe pas pour la SA</p> | <p>Option levée par renvoi aux dispositions sur les SA.</p> <p>Option partiellement levée, par renvoi aux dispositions applicables aux SA</p> <p>Option levée. Il est en outre prévu la suspension corrélative des fonctions du remplaçant au sein du conseil de surveillance</p> <p>Option levée par renvoi aux dispositions sur les SA</p> <p>Option inutile, la structure duale existant pour les SA</p>    | <p>Article L. 229-7</p>                     |

|  |  |  |
|--|--|--|
| <p align="center"><b>Article 40 paragraphe 3 relatif au conseil de surveillance</b></p> <p>Possibilité de fixer un nombre minimum ou maximum de membres</p>  | <p align="center">Option levée par renvoi aux dispositions sur les SA.</p>   | <p align="center">Article L. 229-7</p>               |
| <p align="center"><b>Article 41 relatif au conseil de surveillance</b></p> <p>Chaque membre de l'organe de surveillance peut avoir un droit d'information</p>  | <p align="center">Droit individuel d'information (car cette possibilité existe pour les SA monistes)</p>   | <p align="center">Alinéa 3 de l'article L. 229-7</p> |
| <p><b>Système dualiste</b></p>   |  |  |
| <p align="center"><b>Article 43 relatif à l'organe d'administration</b></p> <p>Paragraphe 1 : la gestion courante peut être assurée par un ou plusieurs DG dans les mêmes conditions que pour les SA</p> <p>Paragraphe 2 : un nombre minimum et/ou maximum de membres de l'organe d'administration peut être fixé</p> <p>Paragraphe 4 : possibilité d'introduire une structure moniste</p> | <p align="center">Options levées par renvoi aux dispositions applicables aux SA</p> <p align="center">Option inutile, la structure moniste existant pour les SA</p>  | <p align="center">Article L. 229-7</p>               |
| <p><b>Règles communes aux deux systèmes</b></p>  |  |  |
| <p align="center"><b>Article 48 relatif aux conventions réglementées</b></p> <p>Paragraphe 1 : l'organe de surveillance peut décider de soumettre à autorisation certaines catégories d'opérations</p> <p>Paragraphe 2 : possibilité de prévoir que les opérations réglementées figurent dans les statuts</p>  | <p align="center">Option non levée</p> <p align="center">Option levée : les statuts doivent contenir les mêmes opérations que celles visées dans le régime applicable aux SA. Prévoit une adaptation pour les SE unipersonnelles</p> | <p align="center">Alinéa 5 de l'article L. 229-7</p> |
| <p><b>Règles applicables à l'assemblée générale</b></p>  |  |  |
| <p align="center"><b>Article 50 relatif aux règles de quorum des organes de la SE</b></p> <p>Paragraphe 3 : possibilité, quand la participation des travailleurs est organisée, que les quorum et prise de décision de l'organe de surveillance sont soumis au régime de la SA</p>   | <p align="center">Option non levée car l'article 50 du règlement prévoit les mêmes règles de majorité que la France</p>  |  |

|  |  |   |
|--|--|---|
| <p align="center"><b>Article 54 relatif aux réunions de l'assemblée générale</b></p> <p>Paragraphe 1 : possibilité de prévoir que la première assemblée générale aura lieu dans les 18 mois de la constitution de la SE</p> <p>Paragraphe 2 : convocation de l'assemblée générale par tout organe ou autorité compétente conformément à la loi des SA</p>  | <p>Option non levée. Renvoi aux dispositions afférentes aux SA, notamment à l'article L. 225-100</p> <p>Renvoi au régime applicable aux SA</p>   | <p>Premier alinéa de l'article L. 229-7</p> <p>Article L. 229-8</p> |
| <p align="center"><b>Article 55 relatif à la convocation et à l'ordre du jour de l'assemblée générale</b></p> <p>Paragraphe 1 : possibilité d'abaisser le seuil de 10 % du capital pour la convocation de l'AG et la fixation de l'ordre du jour, dans la limite de ce qui est applicable aux SA</p> <p>Paragraphe 3 : En cas de carence des organes sociaux dans la convocation de l'AG, une autorité judiciaire ou administrative peut ordonner la convocation dans un délai déterminé ou autoriser la convocation</p> | <p>Renvoi au régime applicable aux AG des SA</p>   | <p>Article L. 229-8</p>   |
| <p align="center"><b>Article 56 relatif à la fixation d'un point à l'ordre du jour</b></p> <p>Possibilité d'abaisser le seuil de 10 % du capital pour l'inscription de nouveaux points à l'ordre du jour à celui applicable aux SA ou dans les statuts</p>   |  |   |
| <p align="center"><b>Article 59 paragraphe 2 relatif à la modification des statuts</b></p> <p>Possibilité de prévoir une double majorité simple (capital et voix)</p>  |  |   |
| <p><b>DISSOLUTION, LIQUIDATION ET INSOLVABILITE</b></p>  |  |   |
| <p align="center"><b>Article 64 relatif à la régularisation du siège statutaire</b></p> <p>L'Etat membre doit organiser la procédure de liquidation en cas de dissociation du siège statutaire et de l'administration centrale dans deux Etats membres différents et désigner l'autorité compétente</p>  | <p>Tout intéressé peut demander au tribunal la régularisation soit par transfert du siège soit par rétablissement de l'administration centrale au lieu du siège, le cas échéant sous astreinte. A défaut le tribunal prononce la liquidation</p> | <p>Article L. 229-9</p>   |
| <p align="center"><b>Article 65 relatif à l'ouverture d'une procédure collective</b></p> <p>Possibilité de prévoir des mesures additionnelles de publicité en cas d'ouverture d'une procédure de dissolution, de liquidation, d'insolvabilité ou de cessation des paiements, ainsi que pour sa clôture et la décision de poursuite de l'activité</p>   | <p>Dispositions réglementaires</p>   |   |

### **A. LA CONSTITUTION DE LA SE**

L'article L. 229-1 rappelle la hiérarchie normative s'appliquant à la SE, qui est régie par les dispositions du règlement n° 2157/2001 du 8 octobre 2001, les nouvelles dispositions que le présent article propose d'insérer, et celles applicables aux SA non contraires aux précédentes dispositions. La SE est soumise aux dispositions de l'article L. 210-3<sup>1</sup>, et son siège statutaire doit se confondre avec son administration centrale.

L'article L. 229-2 prévoit les **modalités afférentes au transfert du siège de la SE** dans un autre Etat membre. Le transfert est décidé par l'assemblée générale extraordinaire, et en cas d'opposition à l'opération, les actionnaires peuvent obtenir le rachat de leurs actions. Le projet de transfert est également soumis aux assemblées spéciales des porteurs de certificats d'investissement et à l'assemblée des obligataires, à moins que la société ne rembourse leurs certificats ou titres sur simple demande de leur part. Les créanciers non obligataires de la société et dont la créance est antérieure au transfert du siège peuvent former opposition à celui-ci, mais cette opposition n'a pas pour effet d'interdire la poursuite des opérations de transfert. Enfin, **un notaire délivre un certificat attestant de manière concluante l'accomplissement des actes et formalités préalables au transfert, ce qui constitue une des innovations du règlement, prévue par son article 8.**

L'article L. 229-3 expose les formalités relatives à la constitution d'une SE par voie de fusion, et plus particulièrement celles afférentes au **contrôle de légalité** de l'opération. Ce contrôle comprend **deux étapes** : le **greffier** du tribunal dans le ressort duquel est immatriculée la société contrôle la partie de la procédure relative à chaque société qui fusionne, tandis qu'un **notaire** se charge du contrôle afférent à la réalisation de la fusion et à la constitution de la SE (en particulier le respect des modalités relatives à l'implication des travailleurs), après remise par les sociétés concernées du certificat visé à l'article 25 du règlement européen. Le II de cet article expose les motifs et formalités de **dissolution** d'une SE créée par voie de fusion et prévoit que le tribunal accorde un délai pour, le cas échéant, remédier à l'irrégularité constatée.

Conformément aux dispositions du paragraphe 14 de l'article 8 du règlement européen, l'article L. 229-4 prévoit **un droit d'opposition du procureur de la République au transfert d'une SE**, dans un délai de deux mois à compter de la publication du projet de transfert, et en précise les motifs. **Plutôt que se référer au motif général et mal circonscrit de l'« intérêt public », prévu par le droit communautaire, la rédaction**

---

<sup>1</sup> Qui prévoit que les sociétés dont le siège social est situé en territoire français sont soumises à la loi française. Les tiers peuvent se prévaloir du siège statutaire, mais celui-ci ne leur est pas opposable par la société si son siège réel est situé en un autre lieu.

**proposée privilégie la sécurité juridique** des constituants de la SE et prévoit deux motifs clairement définis :

- lorsque la SE exerce son activité dans l'un ou plusieurs des domaines visés au I de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier, c'est-à-dire des secteurs jugés « sensibles » ou déterminants pour l'économie et la sécurité du pays ;

- lorsque le procureur a connaissance de la **cessation des paiements avérée ou prévisible** de la société ou d'une société contrôlée ou par laquelle elle est contrôlée (au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce).

L'article L. 229-5 expose la procédure de constitution d'une SE par voie de **holding**. Un ou plusieurs commissaires à la constitution, désignés par décision de justice, doivent en particulier établir sous leur responsabilité un rapport destiné aux actionnaires de chaque société, dont le contenu sera fixé par un décret en Conseil d'Etat.

L'article L. 229-6 prévoit, par exception au droit commun des sociétés anonymes<sup>1</sup>, que puisse être constituée une **SE unipersonnelle, qui est alors soumise au régime des sociétés à responsabilité limitée à associé unique** (communément appelées « entreprises unipersonnelles à responsabilité limitée » ou EURL), et dans laquelle l'actionnaire unique exerce les pouvoirs dévolus à l'assemblée générale.

Votre rapporteur général aurait toutefois souhaité, ainsi que le prévoyait sa proposition de loi précitée sur la SE<sup>2</sup>, que la transposition de ce statut soit **l'occasion d'introduire la SA à associé unique**<sup>3</sup> dans notre droit, et donc de supprimer le seuil plancher de sept associés, comme d'abroger l'exigence de la qualité d'actionnaire pour être administrateur ou membre du conseil de surveillance d'une SA.

## ***B. LA STRUCTURE DE LA SE***

Aux termes de l'article L. 229-7, **la direction et l'administration de la SE sont régies par le droit commun des SA**<sup>4</sup> applicables pour les systèmes « moniste » (sociétés à conseil d'administration) et « dualiste » (sociétés à directoire et conseil de surveillance), à l'exception de certaines dispositions

---

<sup>1</sup> L'article L. 225-1 du code de commerce prévoit que le nombre d'associés d'une société anonyme ne peut être inférieur à sept.

<sup>2</sup> Proposition de loi n° 11 (2003-2004) sur la société européenne de M. Philippe Marini, déposée le 9 octobre 2003.

<sup>3</sup> Qui demeurerait naturellement une société « fermée » ne pouvant faire appel public à l'épargne.

<sup>4</sup> Section 2, relative à la direction et à l'administration des sociétés anonymes, du chapitre II du titre II du livre II du code de commerce.

relatives au quorum du conseil d'administration et du directoire<sup>1</sup>. Par exception à l'article L. 225-62 du code de commerce, en cas de **vacance au sein du directoire**, un membre du conseil de surveillance peut être nommé par ce conseil pour exercer les fonctions de membre du directoire pour une durée maximale fixée par décret en Conseil d'Etat. Les fonctions de l'intéressé au sein du conseil de surveillance sont alors suspendues pendant la durée de cette vacance.

Le texte proposé pour le troisième alinéa de cet article prévoit que le nombre maximal de membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, ainsi que le nombre maximal de contrats de travail parmi ces membres<sup>2</sup>, **ne peuvent pas faire échec aux dispositions relatives à la participation des travailleurs**, telle que définie à l'article L. 439-25 du code du travail. Cette participation inclut notamment la désignation, l'élection, la proposition ou le veto de tout ou partie des membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance.

A l'instar de ce qui est prévu pour les administrateurs par l'article L. 225-35 du code de commerce, l'article L. 229-7 dispose également que chaque membre du conseil de surveillance peut se faire communiquer par le président du directoire **les documents qu'il estime nécessaires à l'accomplissement de sa mission**.

Par exception aux dispositions de l'article L. 225-58, la SE est dirigée par un **directoire composé de sept membres au plus** (et non de cinq membres). Cette disposition tient compte de la **dimension européenne** de la SE, et partant, de l'éventuelle nécessité de disposer d'un directoire élargi, composé de membres de différentes nationalités représentatives du groupe.

L'article L. 229-8 dispose que **les assemblées générales de la SE sont soumises au droit commun applicable aux SA** (section 3 du chapitre V du titre II du livre II), dans la mesure où elles sont compatibles avec les prescriptions du règlement (CE) n° 2157/2001 précité.

### ***C. LE FONCTIONNEMENT DE LA SE***

L'article L. 229-9 fixe les modalités de **régularisation de la situation d'une SE dont l'administration centrale serait distincte de son siège social situé en France**, ce qui est contraire aux dispositions de l'article L. 229-1 précité, et de l'article 7 du règlement européen. Tout intéressé peut ainsi demander au tribunal la régularisation de la situation par le transfert du

---

<sup>1</sup> *Le premier alinéa de l'article L. 225-37 et le premier alinéa de l'article L. 225-82, qui disposent respectivement que le conseil d'administration et le directoire ne délibèrent valablement que si la moitié au moins de leurs membres sont présents (toute clause contraire étant réputée non écrite), ne sont ainsi pas applicables.*

<sup>2</sup> *Il s'agit, respectivement, des références aux articles L. 225-17, L. 225-69, L. 225-22 et L. 225-79 du code de commerce.*

siège social ou le rétablissement de l'administration centrale au lieu du siège social en France, le cas échéant sous astreinte. Le tribunal fixe une durée maximale pour cette régularisation. **A défaut de régularisation à l'issue de ce délai, le tribunal prononce la liquidation de la SE.** En cas de constat de déplacement de l'administration centrale dans un autre Etat membre d'une SE immatriculée en France, les autorités de cet Etat membre doivent informer sans délai le procureur de la République du tribunal de grande instance dans le ressort duquel la société est immatriculée. Réciproquement, le procureur de la République doit informer sans délai l'Etat membre du siège statutaire d'une SE dont l'administration centrale est déplacée en France.

L'article L. 229-10 prévoit la **faculté pour une SE de se transformer en SA** si, au moment de la transformation, elle est immatriculée depuis plus de deux ans et a fait approuver le bilan de ses deux premiers exercices, et fixe les modalités de cette transformation, en particulier la désignation d'un ou de plusieurs commissaires à la transformation.

**Les articles L. 229-11 à L. 229-15 prévoient, comme indiqué supra, des dispositions spécifiques pour les SE ne faisant pas appel public à l'épargne,** qui contribuent à renforcer l'attractivité de notre droit pour des candidats potentiels à l'immatriculation d'une SE. Il s'agit en particulier de permettre à ces SE « fermées » de **soumettre tout transfert d'actions à des restrictions à la libre négociabilité**, sans que ces restrictions ne puissent avoir pour effet de rendre ces actions inaliénables pour une durée excédant dix ans.

De même, les statuts peuvent prévoir qu'un actionnaire puisse être tenu de céder ses actions, la suspension des droits non pécuniaires de cet actionnaire tant que celui-ci n'a pas procédé à cette cession, ou que la société actionnaire dont le contrôle est modifié<sup>1</sup> doive, dès cette modification, en informer la SE. Si les statuts ne précisent pas les modalités du prix de cession des actions, ce prix est fixé par accord entre les parties ou, à défaut, déterminé dans les conditions prévues à l'article 1843-4 du code civil<sup>2</sup>. Il est également

---

<sup>1</sup> *Au sens de l'article L. 223-16 du code de commerce, qui définit les notions de contrôle exclusif, de contrôle conjoint et d'influence notable. Le contrôle exclusif par une société résulte ainsi :*

« 1° Soit de la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote dans une autre entreprise ;

« 2° Soit de la désignation, pendant deux exercices successifs, de la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise. La société consolidante est présumée avoir effectué cette désignation lorsqu'elle a disposé au cours de cette période, directement ou indirectement, d'une fraction supérieure à 40 % des droits de vote, et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détenait, directement ou indirectement, une fraction supérieure à la sienne ;

« 3° Soit du droit d'exercer une influence dominante sur une entreprise en vertu d'un contrat ou de clauses statutaires, lorsque le droit applicable le permet ».

<sup>2</sup> *Qui dispose que* « dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible ».

prévu, aux termes de la rédaction proposée pour l'article L. 229-14, que les actions d'un actionnaire rachetées par la SE **soient annulées ou cédées dans un délai de six mois**, afin de ne pas fausser la perception du contrôle de la société.

**Cette souplesse offerte aux SE fermées s'inspire du régime attractif des SAS** et tire profit des dispositions de l'article 9 du règlement n° 2157/2001 précité, qui confère aux Etats membres la compétence pour prendre des mesures spécifiques dans des domaines non traités par le règlement, ce qui est le cas des relations entre actionnaires de la SE. Il est logique que ces dispositions ne concernent que les SE « fermées », dans la mesure où l'appel public à l'épargne emporte des obligations de transparence qui ne sont pas toujours compatibles avec une grande liberté contractuelle.

#### ***D. DISPOSITIONS DIVERSES ET DE COORDINATION***

Le **II** du présent article additionnel complète un certain nombre de dispositions du livre II (relatif aux sociétés commerciales et aux groupements d'intérêt économique) du code de commerce, essentiellement liées au nouveau statut de la SE.

Dans la continuité des modifications apportées par l'article 129 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 au troisième alinéa de l'article L. 225-35 du code de commerce<sup>1</sup>, le 1<sup>o</sup> du II modifie le quatrième alinéa de l'article L. 225-68 du même code aux fins **d'harmoniser les conditions d'information du conseil de surveillance des SA dualistes avec celles des administrateurs**. Le conseil de surveillance peut donc désormais se faire communiquer les documents qu'il estime **nécessaires**, et non plus utiles, à l'accomplissement de sa mission.

Le 2<sup>o</sup> du II propose de créer un nouvel article L. 225-245-1 relatif à la **constitution d'une SE par transformation d'une SA**. Par dérogation au premier alinéa de l'article L. 225-245 du code de commerce, il n'est pas établi de rapport attestant que les capitaux propres sont au moins égaux au capital social. La SA établit un projet de transformation de la société, qui est déposé au greffe du tribunal dans le ressort duquel elle est immatriculée, et fait l'objet d'une publicité dont les modalités sont fixées par décret en Conseil d'Etat. De même que pour la transformation d'une SE en SA (cf supra, article L. 229-10),

---

<sup>1</sup> *Qui dispose que* « le président ou le directeur général de la société est tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission ».

*Cette mesure manifeste donc un nouvel équilibre, dans la mesure où la responsabilité de la communication des informations repose sur le président ou le directeur général, mais où, par ailleurs, chaque administrateur ne peut se faire communiquer des documents qu'il estime nécessaires à l'accomplissement de sa mission, afin d'éviter des requêtes dilatoires ou intempestives.*



un ou plusieurs commissaires à la transformation sont désignés par décision de justice.

Des dispositions de coordination sont prévues par le 4° du II à l'article L. 238-3, relatif au prononcé d'une **injonction** au représentant légal d'une société par actions (et notamment d'une SE) de porter sur tous les actes et documents émanant de la société la dénomination sociale, précédée ou suivie immédiatement et lisiblement de la forme sociale (en initiales ou en termes complets). De même, le 5° du II introduit un nouvel article L. 238-3-1 permettant d'enjoindre sous astreinte aux sociétés utilisant le sigle « SE » dans leur dénomination sociale en méconnaissance des dispositions communautaires, de modifier cette dénomination sociale.

Le 6° du II propose de créer au sein du titre IV du livre II un nouveau chapitre IV *bis* intitulé « *Des infractions concernant les sociétés européennes* », constitué d'un unique article L. 244-5, prévoyant l'**application aux SE du droit commun des infractions aux SA**, organisé par les articles L. 242-1 à L. 242-30 du code de commerce, et des peines prévues pour les dirigeants de ces dernières. Il prévoit enfin l'application aux commissaires aux comptes des SE de l'article L. 242-20<sup>1</sup>, relatif à certaines infractions commises par les dirigeants et commissaires aux comptes des SA dans le cadre d'une procédure de suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires.

**Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article additionnel.**

---

<sup>1</sup> *Qui dispose qu' « est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 18.000 euros le fait, pour le président, les administrateurs ou les commissaires aux comptes d'une société anonyme, de donner ou confirmer des indications inexactes dans les rapports présentés à l'assemblée générale appelée à décider de la suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires ».*

*ARTICLE 3 bis (nouveau)*

**Dérogation au principe de séparation de l'audit et du conseil  
au profit de l'Etat**

**Commentaire : par dérogation au principe de non cumul de prestations prévu par l'article L. 822-11 du code de commerce, le présent article tend à permettre à l'Etat de bénéficier de prestations, notamment de conseil, d'un commissaire aux comptes réalisant une prestation de conseil ou de certification de comptes au profit d'une entité contrôlée par l'Etat.**

**I. LE PRINCIPE DE SÉPARATION DES FONCTIONS D'AUDIT ET DE CONSEIL ISSU DE LA LOI DE SÉCURITÉ FINANCIÈRE**

La loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 a mis en place une nouvelle organisation de la profession de commissaire aux comptes (CAC) et un **principe de séparation des fonctions d'audit et de conseil**, contribuant à garantir l'indépendance de ces professionnels et à mieux prévenir les conflits d'intérêts comme les dérives qui avaient causé la disparition d'un des plus grands réseaux internationaux en 2002. L'article L. 822-11 du code de commerce<sup>1</sup>, introduit par l'article 104 de la loi

---

<sup>1</sup> *Le I de cet article dispose que* « le commissaire aux comptes ne peut prendre, recevoir ou conserver, directement ou indirectement, un intérêt auprès de la personne dont il est chargé de certifier les comptes, ou auprès d'une personne qui la contrôle ou qui est contrôlée par elle, au sens des I et II de l'article L. 233-3.

« Le code de déontologie prévu à l'article L. 822-16 définit les liens personnels, financiers et professionnels, concomitants ou antérieurs à la mission du commissaire aux comptes, incompatibles avec l'exercice de celle-ci. **Il précise en particulier les situations dans lesquelles l'indépendance du commissaire aux comptes est affectée, lorsqu'il appartient à un réseau pluridisciplinaire, national ou international**, dont les membres ont un intérêt économique commun, par la fourniture de prestations de services à une personne contrôlée ou qui contrôle, au sens des I et II de l'article L. 233-3, la personne dont les comptes sont certifiés par ledit commissaire aux comptes. Le code de déontologie précise également les restrictions à apporter à la détention d'intérêts financiers par les salariés et collaborateurs du commissaire aux comptes dans les sociétés dont les comptes sont certifiés par lui ».

*Le II dispose qu'* « il est interdit au commissaire aux comptes de fournir à la personne qui l'a chargé de certifier ses comptes, ou aux personnes qui la contrôlent ou qui sont contrôlées par celle-ci au sens des I et II du même article, **tout conseil ou toute autre prestation de services n'entrant pas dans les diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes**, telles qu'elles sont définies par les normes d'exercice professionnel mentionnées au sixième alinéa de l'article L. 821-1.

« Lorsqu'un commissaire aux comptes est affilié à un **réseau** national ou international, dont les membres ont un intérêt économique commun et qui n'a pas pour activité exclusive le contrôle légal des comptes, il ne peut certifier les comptes d'une personne qui, en vertu d'un contrat conclu avec ce réseau ou un membre de ce réseau, bénéficie d'une prestation de services, qui n'est pas directement liée à la mission du commissaire aux comptes selon l'appréciation faite par le Haut Conseil du commissariat aux comptes en application du troisième alinéa de l'article L. 821-1 ».

de sécurité financière, dispose ainsi qu'un CAC ne peut ne peut prendre, recevoir ou conserver, directement ou indirectement, un intérêt auprès de la personne dont il est chargé de certifier les comptes, ou auprès d'une personne qui la contrôle ou qui est contrôlée par elle. Il ne peut non plus fournir à la personne dont il certifie les comptes, ou aux personnes qui la contrôlent ou sont contrôlées par cette dernière, tout **conseil ou toute autre prestation de services qui n'entrent pas dans les diligences directement liées à la mission de commissariat aux comptes.**

Cet article prévoit également des dispositions spécifiques tendant à étendre la séparation de l'audit et du conseil aux **professionnels affiliés à un réseau national ou international** n'ayant pas pour mission exclusive le contrôle des comptes. Un CAC membre d'un tel réseau ne peut certifier les comptes d'une personne qui, en vertu d'un contrat conclu avec ce réseau ou un membre de ce réseau, bénéficie d'une prestation de services qui n'est pas directement liée à la mission du commissaire aux comptes.

L'article L. 822-11 attribue un **rôle important aux normes professionnelles et au code de déontologie** établis par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et soumis à l'avis du Haut conseil du commissariat aux comptes. Ces normes définissent en particulier les liens professionnels ou personnels et les situations dans lesquelles l'indépendance d'un CAC membre d'un réseau serait compromise.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, et avec l'avis favorable du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté le présent article, **tendant notamment à exonérer les CAC de l'interdiction posée à l'article L. 822-11 du code de commerce précité, lorsqu'ils réalisent une mission de conseil ou toute autre prestation au profit de l'Etat.**

Il a en effet été considéré que l'interdiction posée par l'article L. 822 11 était **excessive et inadaptée aux CAC fournissant des conseils et autres prestations à l'Etat**, pour les deux raisons suivantes :

- en premier lieu, **cette disposition a pour conséquence d'interdire la fourniture de tout service à l'Etat par les principaux cabinets de commissariat aux comptes.** En effet, des CAC membres de tous les principaux cabinets certifient aujourd'hui les comptes d'au moins une entité contrôlée par l'Etat, et en particulier des entreprises publiques; et ne pourraient dès lors fournir aucune prestation à l'Etat. La situation des entreprises privées est différente, dans la mesure où l'actionnariat est diversifié et où elles peuvent avoir recours à d'autres cabinets que les deux qui

certifient leurs comptes. Notre collègue député Gilles Carrez a donc estimé que la loi de sécurité financière ignorait cette différence factuelle de situation entre l'Etat et le secteur privé ;

- en second lieu, le caractère absolu de cette interdiction est **manifestement inadapté à la réalité de l'action de l'Etat sur tout le territoire de la République**, puisqu'elle s'applique à tous les démembrements de l'Etat sur l'ensemble du territoire. Dès lors qu'un CAC certifie les comptes d'une entreprise contrôlée par l'Etat, il ne peut fournir des prestations de service à aucun ministère, préfecture, juridiction ou autre entité publique.

Le présent article comporte donc deux alinéas, prévoyant respectivement que le CAC d'une personne contrôlée par l'Etat, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce<sup>1</sup>, **peut fournir tout conseil** ou toute autre prestation à l'Etat, et réciproquement, que le CAC **peut certifier les comptes** d'une personne contrôlée par l'Etat lorsque le réseau auquel il appartient fournit des conseils ou toute autre prestation à l'Etat. Il est toutefois prévu une condition commune à ces deux dispositions, aux termes de laquelle **ces conseils et prestations ne doivent pas avoir d'incidence directe sur la certification des comptes de la personne contrôlée.**

### III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Votre rapporteur général conçoit les motivations de ce dispositif, qui a pour objet de tenir compte d'une différence de situation entre les secteurs public et privé, tenant au **caractère unique et transversal de l'actionnariat du secteur public**, et de la relative rareté de l'offre de sociétés de commissariat aux comptes disposant de la taille critique suffisante pour certifier les comptes des grandes entreprises publiques.

**Il apparaît toutefois surprenant, moins de deux ans après l'entrée en vigueur de la loi de sécurité financière, que l'Etat entende s'exonérer d'obligations qu'il a lui-même contribué à faire adopter.** Le nombre réduit des réseaux internationaux de CAC ne saurait à lui seul justifier qu'il soit introduit une dérogation à la règle du non-cumul au bénéfice de la sphère publique, alors que l'esprit de la loi de sécurité financière résidait bien dans l'harmonisation de certaines contraintes des secteurs publics et privés. **Votre commission vous propose donc un amendement de suppression du présent article.**

**Décision de la commission : votre commission vous propose de supprimer cet article.**

---

<sup>1</sup> Cet article définit les conditions du contrôle réel ou présumé et du contrôle conjoint.

*ARTICLE ADDITIONNEL APRÈS L'ARTICLE 3 bis (nouveau)*

**Solidarité fiscale des dirigeants**

**Commentaire : le présent article additionnel propose de modifier le livre des procédures fiscales afin, d'une part, de proportionner l'étendue de la solidarité fiscale des dirigeants à la gravité des manquements et aux capacités financières de ces derniers et, d'autre part, de supprimer le régime spécial de solidarité des gérants majoritaires de SARL.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

Les articles L. 266 et L. 267 du livre des procédures fiscales organisent un double régime de déclaration de responsabilité solidaire des dirigeants de personnes morales en ce qui concerne les dettes fiscales de ces dernières.

***A. LE RÉGIME GÉNÉRAL DE LA SOLIDARITÉ FISCALE DES DIRIGEANTS***

**Les dispositions de l'article L. 267 du livre des procédures fiscales ont été instaurées par la loi de finances pour 1980 (loi n° 80-30 du 18 janvier 1980). Elles permettent à l'administration fiscale de saisir le président du tribunal de grande instance afin de déclarer le dirigeant effectif d'une personne morale – qu'il s'agisse d'une société ou de tout autre forme de groupement, par exemple une association – comme solidairement tenu au paiement des impôts ou pénalités dus par cette dernière, dès lors que ce dirigeant est responsable « des manoeuvres frauduleuses ou de l'inobservation grave et répétée des obligations fiscales qui ont rendu impossible le recouvrement des impositions et des pénalités ». Cette rédaction impose clairement au juge saisi un examen au cas par cas du comportement du dirigeant en cause.**

**En premier lieu, la déclaration de solidarité fiscale est subordonnée à la preuve d'une faute du dirigeant. Cette faute doit être établie :**

**- soit en termes de « manoeuvres frauduleuses » (lesquelles, par nature, supposent un élément moral résidant dans l'intentionnalité de leur auteur) ;**

- soit sous la forme d'une « *inobservation grave et répétée* » d'obligations fiscales (qui indiquerait, à tout le moins, une négligence).

A cet égard, bien qu'il revienne aux juges de se prononcer *in concreto*, la jurisprudence de la chambre commerciale de la Cour de cassation a introduit d'importants éléments d'appréciation abstraite. D'une part, en effet, elle considère que **ni la situation économique de la personne morale ni la bonne foi du dirigeant ne sont de nature à diminuer la gravité des manquements constatés**<sup>1</sup>. D'autre part, **la notion de gravité du manquement à une obligation fiscale est appréciée en fonction de la nature de l'impôt**. De la sorte, c'est en principe le montant des créances fiscales non recouvrées qui sert de critère pour la gravité de l'inobservation, concernant, par exemple, l'impôt sur les sociétés. En revanche, « *s'agissant d'impositions dues au titre de la taxe sur la valeur ajoutée, la gravité de l'inobservation des obligations fiscales résulte de l'absence de reversement [au Trésor public] des fonds collectés auprès des clients*<sup>2</sup> ».

Mais la faute du dirigeant ne suffit pas à engager sa responsabilité sur le fondement de l'article L. 267 du livre des procédures fiscales. Le texte, en second lieu, **requiert un lien de causalité direct entre cette faute et le non recouvrement des impôts dus par la personne morale**. Cette exigence doit être appréciée par le juge « *par rapport aux chances que le Trésor public aurait eues de recouvrer ces sommes si les déclarations fiscales avaient été faites sans omission et en temps utile*<sup>3</sup> ». Le contrôle de la chambre commerciale de la Cour de cassation conduit en pratique à l'annulation régulière de déclarations de solidarité, le lien de causalité étant jugé insuffisamment caractérisé<sup>4</sup>.

L'article L. 267 du livre des procédures fiscales ne représente d'ailleurs qu'un dernier recours pour l'administration, à laquelle la jurisprudence impose de faire la preuve qu'il est effectivement impossible de recouvrer les créances fiscales sur le patrimoine de la personne morale<sup>5</sup> et que toutes les actions en ce sens ont été tentées préalablement à la requête en déclaration de responsabilité solidaire du dirigeant<sup>6</sup>. Toutefois, ces conditions

---

<sup>1</sup> Cass. Com., 19 décembre 2000, req. 98-11.969.

<sup>2</sup> Cass. Com., 19 décembre 2000, précité. Ainsi, alors que pour écarter l'application de l'article L. 267 du Livre des procédures fiscales une cour d'appel avait retenu que la somme en cause ne représentait que 2 % de la TVA due sur la période et que la multiplicité d'opérations complexes, « avec sous-traitances et régimes différents lors de transports à l'étranger », rendait difficile la garantie de ne pas dépasser une telle marge d'erreur, la chambre commerciale a estimé « qu'en se déterminant par un tel motif, impropre à faire perdre son caractère de gravité au non reversement de la TVA normalement collectée au profit du Trésor public, la cour n'a pas légalement justifiée sa décision » (28 septembre 2004, req. 02-18.394).

<sup>3</sup> Cass. Com., 19 décembre 2000, précité.

<sup>4</sup> Récents arrêts en ce sens de la chambre commerciale : 28 septembre 2004, précité ; 11 janvier 2005, req. 02-16.597.

<sup>5</sup> Par ex. : Cass. Com., 3 mars 2004, req. 02-16.547.

<sup>6</sup> Par ex. : Cass. Com., 3 octobre 1995, req. 94-10.108 ; id., 3 juin 2003, req. 00-13.734.

remplies, selon la chambre commerciale de la Cour de cassation, **le juge saisi d'une demande fondée sur l'article L. 267 ne dispose ni du pouvoir d'en écarter l'application, ni même de celui de moduler cette application** – par exemple en ne déclarant le dirigeant que partiellement solidaire des dettes fiscales de la personne morale, ou en plafonnant le montant de cette solidarité<sup>1</sup>.

### ***B. LE RÉGIME SPÉCIAL DE SOLIDARITÉ FISCALE DES GÉRANTS MAJORITAIRES DE SARL***

**Les dispositions de l'article L. 266 du livre des procédures fiscales sont historiquement antérieures** à celles de l'article L. 267, établies en 1980 par référence à ce précédent. Elles aménagent une procédure de déclaration en responsabilité solidaire des gérants majoritaires de SARL ou, par assimilation de la jurisprudence, des gérants d'EURL, concernant les dettes fiscales de leur société. **La solidarité est prononcée, à la demande de l'administration fiscale, par le président du tribunal de grande instance, si quelque « manoeuvre frauduleuse » du gérant ou son « inobservation répétée » d'obligations fiscales a conduit à l'impossibilité de recouvrer les créances en cause.**

Ainsi, la différence de l'article L. 266 du livre des procédures fiscales par rapport à l'article L. 267 tient uniquement à deux aspects :

- d'une part, **le champ d'application de l'article L. 267, qui intègre l'ensemble des personnes morales, est de fait considérablement plus large que celui de l'article L. 266** ; la procédure instituée par ce dernier n'ayant pas été interprétée par la jurisprudence comme exclusive, la responsabilité solidaire de gérants majoritaires de SARL ou assimilés, toutes choses égales par ailleurs, peut aussi être engagée sur le fondement de l'article L. 267 ;

- d'autre part, la nature des manquements à des obligations fiscales susceptibles d'entraîner la solidarité fiscale des dirigeants diffère légèrement d'un article à l'autre ; **une simple « inobservation répétée » suffit, en effet, dans le cas d'une action fondée sur l'article L. 266, alors que cette inobservation, comme on l'a vu, doit en outre être « grave » pour justifier l'application de l'article L. 267.**

En dehors de ces deux différences, les mêmes règles de procédure et de fond s'appliquent à la mise en œuvre des deux articles.

---

<sup>1</sup> *En ce sens, par ex. : Cass. Com, 11 janvier 2005, précité.*

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

### ***A. L'OBLIGATION DE PROPORTIONNER LA SOLIDARITÉ FISCALE DES DIRIGEANTS À LEURS MANQUEMENTS ET À LEUR PATRIMOINE***

Les responsabilités solidaires prononcées sur le fondement de l'article L. 267 du livre des procédures fiscales devraient être d'autant moins automatiques et mieux tenir compte des faits que cette disposition, appréhendée littéralement (« *ce dirigeant peut [...] être déclaré solidairement responsable...* »), semble ne conférer qu'une simple faculté au juge, à charge pour ce dernier d'apprécier au cas par cas l'étendue qu'il convient de donner à son intervention. On a déjà indiqué plus haut, cependant, que l'interprétation de la jurisprudence est tout autre : en l'état de celle-ci, les conditions d'application du texte se trouvant remplies, **le juge ne dispose d'aucune marge d'appréciation quant à l'opportunité de la déclaration de solidarité qu'il lui est demandé de prononcer, ni de la possibilité de moduler la solidarité en fonction du niveau de gravité des manquements constatés, ni même d'aucune prise sur l'ampleur des conséquences patrimoniales que cette déclaration est susceptible d'entraîner** envers le dirigeant.

Sans doute, le manquement du dirigeant en cause, dont l'article L. 267 requiert un contrôle précis et la preuve de sa causalité dans le non recouvrement des dettes fiscales de la personne morale, justifie en soi la déclaration en responsabilité solidaire. On a vu, néanmoins, que la jurisprudence a quelque peu rigidifié les critères d'appréciation en la matière, conduisant à des solutions sévères. **Or il est permis de s'interroger sur la compatibilité d'une mise en œuvre indifférenciée de l'article L. 267, d'un dirigeant à l'autre, avec le principe de la proportionnalité des peines, en particulier lorsque se trouvent en cause des pénalités fiscales.** La jurisprudence du Conseil constitutionnel<sup>1</sup> et de la Cour européenne des droits de l'homme<sup>2</sup>, en effet, se rejoignent pour considérer les sanctions fiscales comme entrant dans le champ d'application de ce principe fondamental qui, en droit positif, procède tant de l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789<sup>3</sup> que de l'article 6, paragraphe I, de la Convention européenne des droits de l'homme<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Décision n° 89-268 DC du 29 décembre 1989.

<sup>2</sup> Décision *Benedoun c/ France* du 24 février 1994. Dans le même sens : *CE Sect., avis, 31 mars 1995, Ministre du Budget c/ SARL Auto-Industrie Méric et autres.*

<sup>3</sup> Article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen : « La loi ne doit établir que des peines strictement et évidemment nécessaires, et nul ne peut être puni qu'en vertu d'une loi établie et promulguée antérieurement au délit, et légalement appliquée ».

<sup>4</sup> Article 6, paragraphe I, de la Convention européenne des droits de l'homme : « Toute personne a droit à ce que sa cause soit entendue équitablement, publiquement et dans un délai raisonnable, par un tribunal indépendant et impartial, établi par la loi, qui décidera, soit des contestations sur



Afin d'éviter tout risque de contradiction qui pourrait un jour entraîner la condamnation de l'Etat par telle ou telle juridiction en charge de l'application de ces textes, et pour garantir que les décisions, en ce domaine, tiennent pleinement compte, comme il est juste, des situations individuelles, le **paragraphe I** du présent article additionnel propose **un assouplissement des conditions actuelles du prononcé de la solidarité fiscale de dirigeants**. Il s'agit de modifier la rédaction de l'article L. 267 du livre des procédures fiscales **de manière à permettre aux juges, à l'avenir, de ne déclarer une solidarité fiscale que partielle** (alors même que les autres conditions d'application de l'article seraient remplies pour la totalité de la somme restant due par la personne morale), **en considération de l'étendue des manquements commis** – eu égard, par exemple, à la situation économique de l'entreprise – **et à due proportion du patrimoine personnel du dirigeant**.

### ***B. LA SUPPRESSION DU RÉGIME SPÉCIAL DE SOLIDARITÉ FISCALE DES GÉRANTS MAJORITAIRES DE SARL***

L'intérêt du maintien en vigueur, avec l'article L. 266 du livre des procédures fiscales, d'un régime spécifique de solidarité fiscale réservé aux gérants majoritaires de SARL et assimilés, s'avère assez faible. On a montré ci-dessus, en effet, que **ce régime est largement redondant avec celui que fixe, au cas général des dirigeants de sociétés, l'article L. 267** du même code.

De fait, les actions engagées sur le fondement de l'article L. 266, en pratique, trouveraient souvent les mêmes chances de succès au regard des conditions de l'article L. 267, quand bien même ce dernier impose une condition de gravité (du manquement du dirigeant à des obligations fiscales) que l'autre ne prévoit pas. En effet :

- d'une part, l'administration, dans un souci d'optimisation de ses démarches contentieuses, qu'elle agisse sur le fondement de l'article L. 266 ou de l'article L. 267, ne poursuit généralement pas jusqu'au prétoire le recouvrement de sommes modestes ; or, comme on l'a signalé, c'est précisément au montant des créances fiscales en cause que s'attachent les juges, concernant les impositions autres que la TVA, pour statuer sur la gravité du manquement à une obligation fiscale au sens de l'article L. 267 ;

- d'autre part, les non reversements de TVA, comme on l'a également relevé, sont considérés par la jurisprudence comme graves en eux-mêmes, par nature, au sens de l'article L. 267 ; l'absence de condition de gravité de l'article L. 266, par conséquent, ne contribue aucunement à faciliter, en la

---

ses droits et obligations de caractère civil, soit du bien-fondé de toute accusation en matière pénale dirigée contre elle [...] ».

matière, la tâche de l'administration qui demande le prononcé de la solidarité fiscale d'un gérant majoritaire de SARL.

Dans le même temps, le défaut de condition de gravité posée par l'article L. 266 au manquement à quelque obligation fiscale des gérants majoritaires de SARL – partant, la possibilité que ces derniers se trouvent tenus à une solidarité fiscale, envers les dettes de leur société, à la suite d'un manquement mineur de leur part – paraît de nature à entraîner une sanction excessive.

Aussi, en vue d'éviter, là encore, une méconnaissance des exigences de proportionnalité, et compte tenu du caractère globalement autosuffisant du dispositif de l'article L. 267, **le paragraphe II** du présent article additionnel propose de procéder à **l'abrogation de l'article L. 266 du livre des procédures fiscales**. Cette proposition est accompagnée de celle de modifications à apporter dans la rédaction de l'article L. 267, dans la mesure où ce dernier, actuellement, renvoie à l'article L. 266 pour ce qui concerne les conditions de procédure dans lesquelles peut être demandée la déclaration de solidarité fiscale d'un dirigeant.

La suppression de l'article L. 266 du livre des procédures fiscales, d'ailleurs, entraînera pour les autorités réglementaires la nécessité d'un léger "toiletage", puisque cet article est visé par l'article R. 266-1 du même code, qui précise la procédure judiciaire.

**Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article additionnel.**

## TITRE II

### MODERNISER LES OUTILS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

#### *ARTICLE 4 A (nouveau)*

#### Mesure fiscale tendant à rétablir la neutralité des véhicules du capital-investissement

**Commentaire :** le présent article a pour objet d'aligner la fiscalité des parts ou actions de fonds communs de placement à risque ou de sociétés de capital risque, détenues par les entreprises et relevant du régime fiscal des plus-values à long terme, sur le nouveau régime d'exonération progressive des titres de participation adopté lors de la loi de finances rectificative pour 2004.

#### I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

##### *A. LA RÉFORME GLOBALE DE LA FISCALITÉ DES PLUS-VALUES À LONG TERME*

Ainsi qu'il a été précisé dans le commentaire de l'article 1 C, l'article 39 de la loi de finances rectificative pour 2004 n° 2004-1485 du 30 décembre 2004 a introduit une **réforme ambitieuse de la fiscalité des plus-values de long terme, et plus particulièrement des cessions de titres de participation**. Cette réforme, permise par une concertation efficace entre le gouvernement et votre commission des finances, qui en avait pris l'initiative lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2005, a permis de mettre fin à l'isolement de la France dans la compétition fiscale et à un régime nuisible aux restructurations de capital.

Les grandes lignes de cette réforme, prévue par l'article 219 du code général des impôts, sont les suivantes :

- pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005, le taux d'imposition, au titre de l'impôt sur les sociétés, du montant net des plus-values à long terme (*ie.* les cessions portant sur des participations détenues depuis plus de deux ans) **est réduit de 19 % à 15 %**. Corrélativement,

**l'obligation de doter une réserve spéciale pour bénéficier de ce taux réduit disparaît** rétroactivement pour les plus-values réalisées à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2004 ;

- pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006, le montant net des plus-values à long terme afférentes à des **titres de participation** est imposé au taux de 8 %. **Ces plus-values sont exonérées pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007, sous réserve de la réintégration dans le résultat d'une quote-part pour frais et charges** égale à 5 % du montant de la plus-value nette annuelle et imposée au taux normal de l'IS<sup>1</sup> ;

- la réforme s'applique aux titres de participation en revêtant ce caractère sur le plan comptable. Sont néanmoins exclus de l'exonération progressive, mais non de la diminution du taux de droit commun, **les parts de fonds communs de placement à risque (FCPR) et les actions de sociétés de capital-risque (SCR)** détenues par l'entreprise depuis au moins cinq ans, ainsi que les titres de sociétés à prépondérance immobilière ;

- afin de financer la réforme, une **taxe exceptionnelle** (« *exit tax* »), au taux de 2,5 % et comportant deux fractions, est prélevée en deux étapes (au 15 mars 2006 et au 15 mars 2007) sur le montant des réserves spéciales de plus-values à long terme existant à la clôture du premier exercice clos à compter du 31 décembre 2004.

**L'imposition est obligatoire pour la fraction de la réserve n'excédant pas 200 millions d'euros**, sous déduction d'un abattement de 500.000 euros, tendant donc à exonérer les petites et moyennes entreprises (PME). L'*exit tax* est en revanche **optionnelle** pour les réserves spéciales d'un montant supérieur à ce seuil, de telle sorte que les entreprises ont le choix entre le paiement de l'impôt exceptionnel, qui libère les réserves de toute imposition future, et le maintien de la réserve au-delà de ce montant, avec paiement du complément d'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun en cas de distribution ultérieure de la réserve ;

- il est enfin prévu un **régime spécifique d'imputation des moins-values à long terme reportables**, passées et futures, existant à l'ouverture du premier des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006, selon que ces moins-values ont trait à des cessions d'éléments imposés au taux de 15 % ou à des titres de participation exonérés.

---

<sup>1</sup> Soit un taux réel d'imposition des plus-values sur titres de participation de 1,67 %.

## ***B. L'ALIGNEMENT AU PROFIT DU CAPITAL-INVESTISSEMENT AFIN DE PARACHEVER LA RÉFORME***

### **1. Une réforme nécessaire pour le capital-investissement**

Si cette réforme a été saluée par les acteurs économiques, il est cependant apparu que la non-application de l'exonération aux parts et actions de FCPR et SCR créait une **rupture de traitement entre la détention directe** (à travers les titres de participation de droit commun) **et la détention indirecte** de titres de sociétés<sup>1</sup>. **Cette distorsion de concurrence fiscale a été perçue comme nuisible pour la pérennité des structures juridiques du capital-investissement**, dont on sait qu'elles occupent une place croissante dans le financement de l'économie et l'accès aux marchés financiers, particulièrement pour les PME innovantes ou confrontées à des difficultés de transmission.

Le présent article, introduit par notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général de la commission des finances, et adopté par l'Assemblée nationale avec l'avis favorable du gouvernement, propose donc de **rétablir l'équilibre fiscal**, pour les entreprises soumises à l'IS, entre les investissements réalisés en direct et ceux transitant par des véhicules de capital-investissement.

Le nouveau régime insère un nouveau *a sexies* dans le I de l'article 219 du code général des impôts, précité, et opère une distinction entre les plus-values **distribuées** aux porteurs personnes morales de parts de FCPR et d'actions de SCR, et celles **réalisées** par ces mêmes personnes lors de la cession des actions ou parts.

---

<sup>1</sup> L'investissement direct conduit en effet à une imposition au taux de **1,67 %**, l'investissement via une holding à une double imposition au titre de la quote-part de **5 %**, soit **3,34%**, et l'investissement indirect à travers un FCPR ou une SCR à une imposition de **15 %**.

## 2. Le régime des sommes distribuées

Le texte proposé par le deuxième alinéa du présent article pour le premier alinéa du 1<sup>o</sup> du a *sexies* de l'article 219 du code général des impôts prévoit **l'exonération progressive** – selon un taux d'imposition de 8 % pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006, et de 0 % pour ceux ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007 – des sommes **distribuées** par un FCPR ou une SCR qui sont soumises au régime fiscal des plus-values à long terme<sup>1</sup>.

L'imposition porte sur « *la fraction des sommes ou distributions afférentes aux cessions d'actions ou de parts de sociétés détenues directement depuis deux ans au moins si le fonds ou la société a détenu directement au moins 5 % du capital de la société émettrice pendant deux ans au moins* ». La **détention directe**, par les SCR et FCPR, du capital de sociétés (françaises ou étrangères) constituant leur portefeuille d'investissement, contribue à exclure la détention indirecte *via* des fonds de fonds. De même, le nouveau seuil de détention plancher de 5 % du capital de ces sociétés (le droit actuel ne prévoyant aucune condition d'emprise minimale sur la société émettrice) se veut **cohérent avec le régime « mère-fille »**, à l'instar du régime global des titres de participation introduit fin 2004. Enfin, la **condition de détention de deux ans**, tant pour les entreprises porteuses de parts ou d'actions que pour les FCPR et SCR eux-mêmes, est en partie conforme au régime fiscal des plus-values à long terme, cette condition n'étant dans le droit actuel prévue que pour les actifs de SCR.

Le texte proposé pour le deuxième alinéa du 1<sup>o</sup> du a *sexies* de l'article 219 du code général des impôts précise les modalités du seuil de 5 % de détention par les FCPR et SCR qui distribuent les sommes bénéficiant du nouveau régime d'imposition. **Cette appréciation est souple** en ce qu'elle inclut les titres acquis par voie de **syndication**, qui est fréquente dans le

---

<sup>1</sup> Ce régime est fixé par le deuxième alinéa du 5 de l'article 38 (pour les parts de FCPR) et par le 5 de l'article 39 terdecies (pour les actions SCR) du code général des impôts.

Le 5 de l'article 38 dispose notamment que « les sommes correspondant à la répartition, prévue au 9 de l'article L. 214-36 du code monétaire et financier d'une fraction des actifs d'un fonds commun de placement à risques qui remplit les conditions prévues au II de l'article 163 *quinquies* B, sont affectées en priorité au remboursement des apports. L'excédent des sommes réparties sur le montant des apports est compris dans le résultat imposable de l'exercice au cours duquel cet excédent apparaît. **Il est soumis au régime fiscal des plus-values à long terme dans la proportion existant entre le montant des apports effectués depuis au moins deux ans à la date de la répartition et le montant total des apports effectués à cette même date** ».

Le 5 de l'article terdecies dispose que « les distributions par les sociétés de capital-risque qui fonctionnent dans les conditions de l'article 1er-1 de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 précitée **sont soumises, lorsque l'actionnaire est une entreprise, au régime fiscal des plus-values à long terme lors de la cession d'actions** si la distribution est prélevée sur des plus-values nettes réalisées au cours des exercices clos à compter du 31 décembre 2001 provenant de titres, cotés ou non cotés, détenus depuis au moins deux ans et de la nature de ceux qui sont retenus pour la proportion de 50 % mentionnée au même article 1er-1 ».

capital-investissement avec la diversification croissante des tours de table des sociétés cibles. Le seuil prend ainsi en compte les titres détenus par d'autres FCPR ou SCR qui **ont agi de concert** avec le fonds ou la société concernée, dans le cadre d'un contrat conclu en vue d'acquérir ces titres.

Le texte proposé pour le troisième alinéa du 1° du a *sexies* du même article prévoit des modalités spécifiques pour les actions ou parts reçues dans le cadre d'un échange, d'une conversion ou d'un remboursement d'un titre détenu par le FCPR ou la SCR et donnant accès au capital d'une société, donc, par exemple, par le biais d'une **obligation à bon de souscription d'action ou d'une obligation convertible** émise par une société du portefeuille des véhicules d'investissement. Le délai précité de détention de deux ans de détention est alors **décompté à partir de l'acquisition du titre donnant accès au capital**.

### 3. Le régime des plus-values réalisées

Le texte proposé pour le 2° du a *sexies* de cet article envisage le cas des plus-values **réalisées** sur la cession, par les entreprises, de parts de FCPR ou d'actions de SCR, qui sont également soumises au nouveau régime fiscal. Ces parts et actions doivent correspondre aux conditions fixées par le a *ter* de l'article 219 précité, c'est-à-dire **être détenues depuis au moins cinq ans par l'entreprise détentrice assujettie à l'IS et répondre aux conditions d'éligibilité des « FCPR fiscaux »** (tenant en particulier au calcul du quota d'investissement de 50 % et à la soumission à l'IS comme à la nationalité des sociétés ayant émis les titres acquis), telles qu'elles sont définies au II de l'article 163 *quinquies* B du code général des impôts. **Les parts et actions qui ne ressortissent pas à ce quota éligible demeurent donc soumises au taux d'imposition de droit commun des plus-values de long terme, soit 15 %.**

Ces plus-values réalisées sont soumises au taux d'imposition de 15 % (en 2005), 8 % (en 2006) ou 0 % (en 2007), selon une formule assez complexe, à hauteur du **rapport** existant, à la date de la cession, entre la valeur des actions ou parts de sociétés répondant aux conditions précitées du premier alinéa du 1° du a *sexies* (soit une détention directe, depuis au moins deux ans, d'au moins 5 % du capital de ces sociétés émettrices), inscrites à l'actif du FCPR ou de la SCR, **augmentée des sommes en instance de distribution** depuis moins de six mois<sup>1</sup>, et la valeur de l'actif total du FCPR ou de la SCR. Un décret en Conseil d'Etat fixera les modalités de calcul de ce rapport.

---

<sup>1</sup> Il s'agit de la distribution représentative de la cession d'actions ou de parts de sociétés du portefeuille d'investissement du FCPR ou de la SCR, répondant aux mêmes conditions que celles fixées au premier alinéa du 1° du a *sexies*.

## **II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre rapporteur général approuve ce dispositif, qui est conforme aux engagements pris par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, et permet de **rétablir la neutralité fiscale** entre deux modes de détention de titres de participation, qui prévalait avant la mise en œuvre de la réforme. **Il ne s'agit donc pas réellement d'un nouvel avantage fiscal**, qui viendrait se cumuler à ceux dont les structures de capital-investissement bénéficient déjà, telles que la transparence fiscale des FCPR et SCR tendant à reporter l'imposition des plus-values sur les porteurs de parts et d'actions, et le régime favorable applicable aux personnes physiques détentrices de parts de « FCPR fiscaux ».

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**



## ARTICLE 4

### Nouveaux financements pour la revitalisation économique

**Commentaire : le présent article propose de permettre, aux sociétés signataires d'une convention de revitalisation de bassin ou aux sociétés agréées par le ministre chargé de l'économie, de consentir des garanties partielles aux établissements de crédits qui octroient des prêts destinés au développement d'entreprises situées dans des bassins d'emploi connaissant des difficultés économiques.**

#### I. LE DROIT EXISTANT

##### *A. L'OBLIGATION DE REVITALISATION ÉCONOMIQUE*

L'article 118 de la loi n° 2002-73 du 17 janvier 2002 de modernisation sociale a instauré, **à la charge des entreprises procédant à des licenciements économiques dont l'ampleur affecte l'équilibre d'un bassin d'emploi, une obligation de participer à la revitalisation économique de celui-ci.** Ce dispositif a été réformé par l'article 76 de la loi n° 2005-32 du 18 janvier 2005 de programmation pour la cohésion sociale : le paragraphe II de ce texte a abrogé l'article 118 précité de la loi du 17 janvier 2002, et son paragraphe I a inséré, dans le code du travail, un article L. 321-17 relatif à l'équilibre des bassins d'emploi<sup>1</sup>.

Aux termes du premier alinéa du paragraphe III de cet article L. 321-17 du code du travail, **les actions de revitalisation économique, en tout état de cause, « sont déterminées après consultation des collectivités territoriales intéressées, des organismes consulaires et des partenaires sociaux membres de la commission paritaire interprofessionnelle régionale. Leur exécution fait l'objet d'un suivi et d'une évaluation, sous l'autorité du représentant de l'Etat, selon des modalités fixées par décret<sup>2</sup>. »**

---

<sup>1</sup> L'une des principales améliorations ainsi apportées par l'article 76 de la loi du 18 janvier 2005 a consisté dans la définition même du fait générateur de l'obligation de revitalisation, qui n'est plus, désormais, la fermeture, totale ou partielle, d'un site (critère trop restrictif : il tendait à limiter le dispositif aux seuls licenciements d'entreprises industrielles, les sociétés de services privilégiant les désengagements progressifs), mais, plus généralement, tout licenciement économique dont l'ampleur affecte l'équilibre d'un bassin d'emploi. Un assouplissement comparable a résulté de l'élargissement du champ d'application géographique de la revitalisation, le cas échéant, à plusieurs bassins d'emploi.

<sup>2</sup> Ce décret est actuellement en attente de publication.

La portée de l'obligation de revitalisation, cependant, diffère selon la taille des entreprises concernées.

### **1. L'obligation des entreprises occupant au moins cinquante et moins de mille salariés**

Selon le premier alinéa du paragraphe II de l'article L. 321-17, précité, du code du travail, dans le cas où une entreprise occupant au moins cinquante salariés (et moins de mille) effectue un licenciement collectif qui affecte, par son ampleur, l'équilibre du (ou des) bassin(s) d'emploi en cause, **le représentant de l'Etat intervient**, « *après avoir, le cas échéant, prescrit une étude d'impact social et territorial qui prend en compte les observations formulées par l'entreprise* ». Cette intervention préfectorale – **en concertation**, notamment, avec l'Agence nationale pour l'emploi, les organismes de l'assurance chômage, les organismes publics ou privés d'aide aux demandeurs d'emploi, les collectivités territoriales, les entreprises de travail temporaire et, s'il y a lieu, la (ou les) maison(s) de l'emploi – **visent à la mise en oeuvre « d'actions de nature à permettre le développement d'activités nouvelles et à atténuer les effets de la restructuration envisagée sur les autres entreprises dans le ou les bassins d'emploi ».**

Le deuxième alinéa du même paragraphe II de l'article L. 321-17 du code du travail énonce que « *l'entreprise et le représentant de l'Etat définissent d'un commun accord les modalités selon lesquelles l'entreprise prend part, le cas échéant, à ces actions, compte tenu notamment de sa situation financière et du nombre d'emplois supprimés.* » Le troisième et dernier alinéa du même paragraphe II soustrait de ce dispositif les entreprises en redressement ou en liquidation judiciaires.

### **2. L'obligation des entreprises occupant mille salariés ou plus**

Suivant le premier alinéa du paragraphe I de l'article L. 321-17, précité, du code du travail, les entreprises qui occupent au moins mille salariés, « *lorsqu'elles procèdent à un licenciement collectif affectant, par son ampleur, l'équilibre du ou des bassins d'emploi dans lesquels elles sont implantées* », sont tenues « *de contribuer à la création d'activités et au développement des emplois et d'atténuer les effets du licenciement envisagé sur les autres entreprises dans le ou les bassins d'emploi* ». L'obligation est toutefois levée en cas de procédure de redressement ou de liquidation judiciaires. **Le montant de la contribution de l'entreprise, en principe, « ne peut être inférieur à deux fois la valeur mensuelle du salaire minimum de croissance par emploi supprimé. Toutefois, le représentant de l'Etat peut fixer un montant inférieur lorsque l'entreprise est dans l'incapacité d'assurer la charge financière de cette contribution. »**

Le deuxième alinéa du même paragraphe I de l'article L. 321-17 du code du travail impose la conclusion d'**une convention entre l'entreprise et le représentant de l'Etat, dans un délai de six mois à compter de la notification du projet de licenciement** pour motif économique (formalité imposée par le premier alinéa de l'article L. 321-7 du code du travail). Cette convention, « *le cas échéant sur la base d'une étude d'impact social et territorial prescrite par le représentant de l'Etat* », **détermine « la nature ainsi que les modalités de financement et de mise en oeuvre des actions » de revitalisation économique**, définies par le premier alinéa. Le texte précise que :

- d'une part, « *cette convention tient compte des actions de même nature éventuellement prévues dans le cadre du plan de sauvegarde de l'emploi établi par l'entreprise* » en application de l'article L. 321-4-1 du code du travail<sup>1</sup> ;

- d'autre part, « *lorsqu'un accord collectif de groupe, d'entreprise ou d'établissement prévoit des actions de telle nature, assorties d'engagements financiers de l'entreprise au moins égaux au montant de la contribution visée au premier alinéa* » (soit au moins deux fois la valeur mensuelle du salaire minimum de croissance par emploi supprimé), **si l'entreprise en fait la demande**, et sauf opposition, « *motivée et exprimée dans les deux mois suivant la demande* », de la part du représentant de l'Etat, **cet accord tient lieu de la convention** requise.

Le troisième et dernier alinéa du même paragraphe I de l'article L. 321-17 du code du travail prévoit qu'**à défaut de convention** ou d'accord collectif en tenant lieu, **les entreprises versent au Trésor public une contribution égale au double du montant de la contribution normalement due.**

---

<sup>1</sup> *Le premier alinéa de l'article L. 321-4-1 du code du travail dispose : « Dans les entreprises employant au moins cinquante salariés, lorsque le nombre de licenciements est au moins égal à dix dans une même période de trente jours, l'employeur doit établir et mettre en oeuvre un plan de sauvegarde de l'emploi pour éviter les licenciements ou en limiter le nombre et pour faciliter le reclassement du personnel dont le licenciement ne pourrait être évité, notamment des salariés âgés ou qui présentent des caractéristiques sociales ou de qualification rendant leur réinsertion professionnelle particulièrement difficile. » Il convient ici de remarquer que le plan de sauvegarde de l'emploi reste un engagement unilatéral de l'entreprise, alors que les actions de revitalisation de bassin sont définies conventionnellement avec l'Etat. La coordination expresse de ces deux dispositifs a été instaurée par la loi précitée du 18 janvier 2005.*

## **B. LE FINANCEMENT DES ACTIONS DE REVITALISATION ÉCONOMIQUE**

**En pratique**, les actions de revitalisation économique conduites en application des dispositions précitées de l'article 118 de la loi du 17 janvier 2002 et, aujourd'hui, de l'article L. 321-17 du code du travail, doivent naturellement tenir compte de paramètres locaux nombreux. De fait, elles peuvent revêtir des formes **très diverses, tant du point de vue de la personne qui les réalise** – elles peuvent ainsi être assumées directement par l'entreprise licenciant, ou bien être menées par un prestataire *ad hoc* ou par une société spécialisée conventionnée – **que sur le plan de leur contenu concret**. A cet égard, il peut s'agir aussi bien d'aides directes à l'embauche (lesquelles, en général, profitent à d'anciens salariés de l'entreprise) que du financement de structures de développement local, de ventes à prix préférentiels d'équipements ou de locaux, ou encore de prêts à la création, à la reprise ou au développement d'entreprises.

Comme le fait valoir l'exposé des motifs du présent projet de loi, « *aujourd'hui, le financement de ces activités repose sur deux modèles* ».

Il s'agit, en premier lieu, du recours à des **prêts consentis par les établissements de crédits**. Dans cette hypothèse, une garantie spécifique peut être demandée à Oséo/BDPME<sup>1</sup> par l'entreprise assurant la revitalisation ; le niveau en est négocié au cas par cas. Par ailleurs, **l'établissement de crédit peut faire l'objet d'une indemnisation *ab initio* pour la fraction prévisible des risques** liés aux actions de revitalisation : cette indemnisation peut notamment prendre la forme d'un pourcentage des prêts accordés et, de la sorte, l'entreprise concernée détermine son exposition financière en amont même des actions à mener.

Il s'agit, en second lieu, du recours aux **prêts participatifs**, régis par les articles L. 313-13 et suivants du code monétaire et financier. Ces prêts sont des **concours que l'Etat, les sociétés commerciales, les sociétés et mutuelles d'assurances, les mutuelles et unions régies par le code de la mutualité et les institutions de protection sociale complémentaire** (retraite complémentaire ou prévoyance) **peuvent consentir, sur leurs ressources disponibles à long terme**, aux entreprises industrielles et commerciales (article L. 313-13 du code monétaire et financier). Ils sont inscrits sur une ligne particulière du bilan de l'organisme qui les consent et de l'entreprise qui les reçoit et, au regard de l'appréciation de la situation financière des entreprises qui en bénéficient, sont **assimilés à des fonds propres** (article

---

<sup>1</sup> La société Oséo/BDPME est issue de la restructuration, en 2004, de la Banque du développement des PME créée en 1997. Détenu majoritairement par l'Etat, la Caisse des dépôts et consignations et l'Agence française de développement, elle a pour mission de favoriser, en partenariat avec les établissements financiers, l'accès des PME au crédit.

L. 313-14 du même code). **Les créances en sont de dernier rang** : en cas de liquidation amiable ou judiciaire de l'entreprise débitrice, ou de redressement judiciaire par cession de celle-ci, les prêts ne sont remboursés qu'après désintéressement complet de tous les autres créanciers privilégiés ou chirographaires (article L. 313-15 du même code). En outre, si l'entreprise débitrice fait l'objet d'un redressement judiciaire par continuation, le remboursement est suspendu pendant la durée de l'exécution du plan de continuation (article L. 313-16 du même code).

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

### ***A. LA CRÉATION D'UN MODE ALTERNATIF DE FINANCEMENT DES REVITALISATIONS PAR LE DÉVELOPPEMENT D'ENTREPRISES***

Le paragraphe I du présent article propose **la création d'un nouveau mode de financement des activités de revitalisation économique, alternatif aux prêts bancaires classiques et aux prêts participatifs**. Comme le souligne l'exposé des motifs du présent projet de loi, *« cette mesure ne modifie rien aux deux modèles actuels existant en matière de [financement de la] revitalisation économique mais donne une nouvelle possibilité d'association avec des partenaires bancaires à cette fin. »*

Il est en effet proposé d'insérer dans le code monétaire et financier un article L. 313-21-1, dont le premier alinéa **autorise à consentir des garanties partielles, au profit d'établissements de crédit, les sociétés** qui auront été :

- soit *« retenues pour contribuer à la création d'activités ou au développement des emplois dans le cadre d'une convention passée avec l'Etat en application de l'article L. 321-17 du code du travail »*, précité ;
- soit **spécialement « agréées par le ministre chargé de l'économie »**.

Le texte de ce premier alinéa de l'article proposé précise que **cette faculté nouvelle s'applique exclusivement pour les prêts octroyés « pour des projets de développement d'entreprises situées dans des bassins d'emploi connaissant des difficultés économiques »**.

Le second alinéa de l'article proposé prévoit que **les conditions d'application de ces dispositions seront fixées par décret en Conseil d'Etat, « notamment en ce qui concerne »** :

- d'une part, **l'agrément** spécifique requis pour que les sociétés autres que les signataires d'une convention de revitalisation aient accès à la nouvelle mesure ;

- d'autre part, **l'étendue des garanties** que les entreprises concernées pourront désormais consentir.

## **B. DES AMÉNAGEMENTS D'ORDRE TECHNIQUE**

Le paragraphe **II** du présent article procède à l'aménagement de l'article L. 511-6 du code monétaire et financier, d'ordre technique, que nécessite le nouvel article L. 313-21-1 proposé par le paragraphe I ci-dessus décrit. Cet article L. 511-6, en effet, établit la **liste des exceptions au principe**, qu'énonce l'article L. 511-5 du même code, **d'interdiction à toute personne autre qu'un établissement de crédit d'effectuer des opérations de banque à titre habituel**<sup>1</sup>. Aussi est-il proposé d'ajouter à cette liste la mention des *« personnes morales mentionnées à l'article L. 313-21-1 pour la délivrance des garanties prévues par cet article »*.

---

<sup>1</sup> L'article L. 511-6 du code monétaire et financier dispose : « Sans préjudice des dispositions particulières qui leur sont applicables, les interdictions définies à l'article L. 511-5 ne concernent ni les institutions et services énumérés à l'article L. 518-1 [*le Trésor public, la Banque de France, La Poste dans les conditions définies à l'article L. 518-25, l'institut d'émission des départements d'outre-mer, l'institut d'émission d'outre-mer et la Caisse des dépôts et consignations*], ni les entreprises régies par le code des assurances, ni les sociétés de réassurance, ni les organismes agréés soumis aux dispositions du livre II du code de la mutualité [*mutuelles et unions pratiquant des opérations d'assurance et de capitalisation*] pour les opérations visées au e du 1° de l'article L. 111-1 dudit code [*cautionnement des engagements contractés par leurs membres participants en vue de l'acquisition, de la construction, de la location ou de l'amélioration de leur habitat ou de celui de leurs ayants droit*], ni les entreprises d'investissement, ni les organismes collecteurs de la participation des employeurs à l'effort de construction pour les opérations prévues par le code de la construction et de l'habitation, ni les fonds communs de créances, ni les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

« L'interdiction relative aux opérations de crédit ne s'applique pas :

« 1. Aux organismes sans but lucratif qui, dans le cadre de leur mission et pour des motifs d'ordre social, accordent, sur leur ressources propres, des prêts à conditions préférentielles à certains de leurs ressortissants ;

« 2. Aux organismes qui, pour des opérations définies à l'article L. 411-1 du code de la construction et de l'habitation [*construction, acquisition, aménagement, assainissement, réparation et gestion d'habitations collectives ou individuelles, urbaines ou rurales, répondant aux caractéristiques techniques et de prix de revient déterminées par décision administrative et destinées aux personnes et aux familles de ressources modestes*], et exclusivement à titre accessoire à leur activité de constructeur ou de prestataire de services, consentent aux personnes physiques accédant à la propriété le paiement différé du prix des logements acquis ou souscrits par elles ;

« 3. Aux entreprises qui consentent des avances sur salaires ou des prêts de caractère exceptionnel consentis pour des motifs d'ordre social à leurs salariés ;

« 4. Aux fonds communs de placement à risque qui, dans les conditions prévues à l'article L. 214-36, consentent des avances en compte courant aux sociétés dans lesquelles ils détiennent une participation ;

« 5. Aux associations sans but lucratif faisant des prêts pour la création et le développement d'entreprises par des chômeurs ou titulaires des minima sociaux sur ressources propres et sur emprunts contractés auprès d'établissements de crédit ou des institutions ou services mentionnés à l'article L. 518-1 [*précités au premier alinéa*], habilités et contrôlés dans des conditions définies par décret en Conseil d'Etat. »

A l'occasion de cet aménagement, et aux fins d'un recensement plus complet des cas d'exception que détaille l'article L. 511-6, il est en outre proposé d'ajouter à la même liste les « *personnes morales pour les prêts participatifs qu'elles consentent en vertu des articles L. 313-13 à L. 313-17* ».

### III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

#### ***A. UNE DIVERSIFICATION OPPORTUNE DES MODES DE FINANCEMENT DES ACTIONS DE REVITALISATION ÉCONOMIQUE***

En autorisant les sociétés signataires d'une convention de revitalisation économique et des sociétés qui seront agréées par le ministre de l'économie à consentir, aux établissements de crédit, des garanties partielles pour des prêts destinés au développement d'entreprises situées dans des bassins d'emploi connaissant des difficultés économiques, **le présent article tend à diversifier les modalités de financement des actions de revitalisation** de ces bassins. Votre rapporteur approuve une **mesure qui devrait permettre de remédier aux inconvénients respectifs que présentent les deux modes de financement aujourd'hui existants.**

**La formule des prêts participatifs**, d'abord, dans la mesure où elle est assise sur des ressources disponibles à long terme, **suppose une mobilisation importante de ressources** ; de fait, elle concerne principalement les groupes industriels qui, compte tenu de leur structure capitaliste, peuvent mobiliser leurs fonds propres pour un montant quasi équivalent à celui des prêts. De plus, les prêts participatifs étant assimilés pour leurs bénéficiaires, comme on l'a indiqué, à des fonds propres, et ces créances étant de dernier rang, **l'entreprise assume l'intégralité des risques.**

Quant à **la formule des prêts bancaires**, elle présente une limite en pratique souvent atteinte **dès lors que l'entreprise en charge de l'opération de revitalisation indemnise *ab initio* l'établissement de crédit pour la fraction prévisible des risques.** Dans une telle hypothèse, en effet, le montant de l'indemnisation une fois fixé, **l'entreprise**, qui a de la sorte réglé, d'emblée, son propre risque, **n'est guère intéressée au succès de l'action financée par le prêt** ni, partant, incitée à sélectionner cette action selon une expertise serrée du potentiel économique qu'elle peut présenter. Cette situation s'avère particulièrement fâcheuse dans le cas de revitalisations réalisées par des mesures de soutien au développement d'entreprises.

Ainsi, l'instauration proposée d'un mode de financement supplémentaire des actions de revitalisation économique, intermédiaire entre le prêt bancaire et le prêt participatif, apparaît comme un **utile complément des améliorations introduites par la loi précitée du 18 janvier 2005 au dispositif de revitalisation lui-même. Le partage des risques, inhérent au mécanisme de la garantie, devrait en outre contribuer au développement de projets plus nombreux** dans les bassins d'emplois connaissant une situation économique dégradée.

#### ***B. UN DISPOSITIF DONT LA PORTÉE RESTE GLOBALEMENT INCERTAINE***

Suivant les renseignements transmis à votre rapporteur général par le ministère de l'emploi, de la cohésion sociale et du logement, **au 30 septembre 2004**, sur le fondement de l'article 118, précité, de la loi du 17 janvier 2002, **51 conventions de revitalisation avaient été signées**, dont 12 au second semestre 2004, et **93 étaient en cours de négociation. L'ensemble concernait environ 13.120 emplois supprimés** ; environ **86 millions d'euros avaient été mobilisés**, soit 1,7 million d'euros par site et 6.500 euros par emploi supprimé. Plus des trois-quarts des conventions contenaient un engagement de création d'emplois, représentant au total **9.064 engagements de création d'emplois, dont 57 % étaient à cette date réalisés**. Cependant, **aucune convention n'était encore parvenue à échéance**.

Sur les 51 conventions de redynamisation signées, une seule concerne les services, les autres concernant l'industrie. Il s'agit le plus souvent (dans 68% des cas) de conventions qui ont été signées après la fermeture totale d'un site ; les fermetures totales ou partielles à l'origine de la convention ont entraîné en moyenne la suppression de 257 emplois ; la très grande majorité des fermetures (42 cas sur les 51) concerne des suppressions d'emplois comprises entre 50 et 500 emplois. Le taux de chômage dans les bassins d'emploi impactés par ces fermetures totales ou partielles est de 10,4 % : il n'est donc pas significativement supérieur au taux de chômage national. La répartition par type de bassin d'emplois est la suivante :

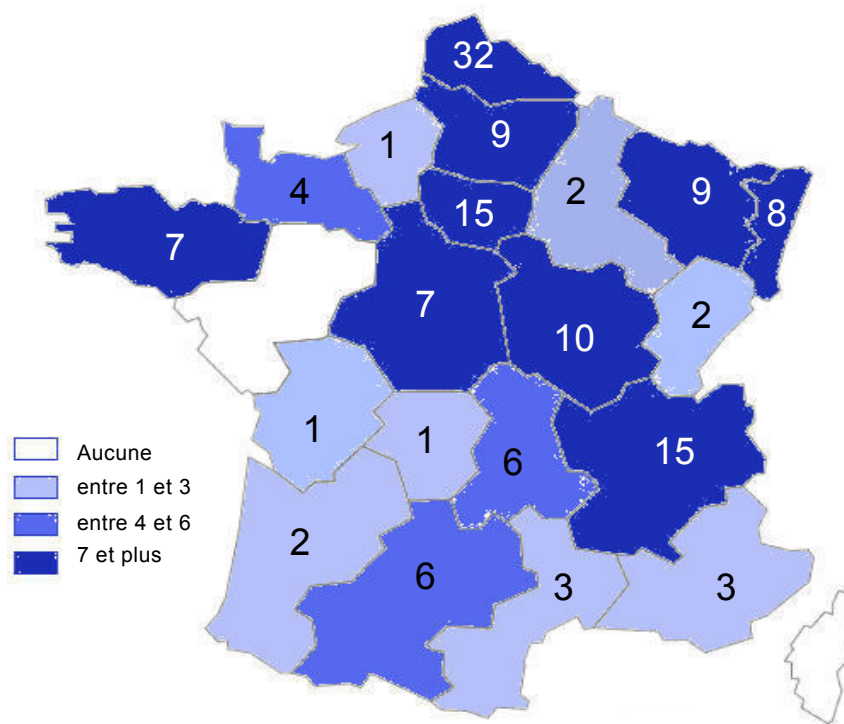
- 19 % des conventions concernent des grandes agglomérations ;
- 36 % des villes moyennes ;
- 28 % des petites villes ;
- 17 % des zones semi-rurales.

Ces conventions ont été signées pour une durée comprise entre 24 et 36 mois, soit en moyenne 28 mois.





**51 conventions de revitalisation signées + 93 en cours  
de négociation au 30 septembre 2004**



*Source : ministère de l'emploi, de la cohésion sociale et du logement*

**Tout cela n'empêche pas votre rapporteur général d'exprimer un grand scepticisme à l'égard de mesures qui relèvent de l'économie « dirigée » d'autrefois, et qui expriment l'illusion que l'Etat peut contraindre des entreprises qui ont subi des échecs économiques – ou qui, en tout cas, ont dû se résoudre à des réductions d'effectifs – à contribuer au financement de nouveaux emplois... Au-delà de quelques cas, au demeurant méritoires, un tel dispositif semble relever de la gesticulation politique.**

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

## ARTICLE 5

### Agence de l'innovation industrielle

**Commentaire :** le présent article concerne l'agence de l'innovation industrielle (AII) dont la création a été voulue par le Président de la République, conformément aux recommandations du rapport sur l'évolution de la politique industrielle qu'il avait demandé à M. Jean-Louis Beffa. L'agence doit être constituée sous la forme d'un établissement public de l'Etat à caractère industriel et commercial (EPIC), décision qui relève, normalement, du pouvoir exécutif. Mais les EPIC de l'Etat rentrant dans le champ d'application de la loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public, l'intervention du législateur est sollicitée pour rajouter l'AII dans l'annexe III de cette loi, parmi les établissements et sociétés autorisés à déroger aux dispositions du chapitre premier de son titre III concernant la composition et le fonctionnement des conseils d'administration ou de surveillance. L'Agence, notamment, ne sera pas tenue de compter un tiers de représentants de salariés au sein de son conseil de surveillance.

### I. LA GENÈSE DE L'AGENCE

#### *A. LE CONSTAT D'UNE INADAPTATION DE NOTRE POLITIQUE INDUSTRIELLE ET D'UNE INSUFFISANCE DE SES RÉSULTATS*

##### **1. Les orientations du Président de la République**

Au milieu de controverses, persistantes, sur le déclin industriel sinon la désindustrialisation de la France, et sur le phénomène des délocalisations, le Président de la République a fait entendre sa voix en plaidant, en février 2004, pour « *un effort soutenu d'innovation et de recherche-développement* », à l'issue d'une table ronde d'experts, d'économistes et de chefs d'entreprises qu'il avait réunie à l'Elysée.

Il a, à nouveau, pris position, plus tard, sur ces questions, dans la lettre de mission qu'il a adressée à M. Jean-Louis Beffa, président-directeur général de Saint-Gobain, lui prescrivant, le 30 septembre 2004, de lui remettre un rapport le 15 janvier 2005, contenant des propositions opérationnelles.

La lettre précitée du Président de la République souligne, en effet :

- le défi que représentent les délocalisations ;
- la nécessité de renforcer l'attractivité et la compétitivité de notre territoire ;
- l'importance de l'industrie qui représente 40 % de la richesse nationale (avec les produits qui lui sont liés), 80 % de notre effort de recherche, et plus des quatre cinquièmes de nos exportations.

Le Président de la République s'y déclare implicitement partisan d'une politique industrielle puisqu'il demande à M. Jean-Louis Beffa d'en redéfinir les objectifs, les outils et les moyens après avoir affirmé qu' « *il n'y a pas de politique de croissance et d'emploi sans action résolue en faveur du développement de l'industrie* ».

S'agissant des moyens d'une telle politique, il préjuge en quelque sorte des conclusions du PDG de Saint-Gobain en évoquant des « *grands programmes* » dont il lui demande de proposer une relance ambitieuse s'appuyant sur une méthode rigoureuse de sélection, après l'avoir prié de dresser un inventaire de projets mobilisateurs digne d'être retenus.

## **2. Le diagnostic du président-directeur général de Saint-Gobain**

Le groupe de travail, présidé par M. Jean-Louis Beffa, a conclu **que la faiblesse de l'effort global de R&D des entreprises françaises, par rapport à celui de leurs concurrentes étrangères tient essentiellement à la trop grande spécialisation industrielle de la France dans des secteurs de faible technologie<sup>1</sup>** particulièrement exposés à la concurrence internationale.

La France possède pourtant des entreprises de haute technologie de premier plan, notamment dans les industries aérospatiales, automobiles, chimiques, pharmaceutiques. Mais, globalement, se manifestent des signes d'un certain décrochage français en matière industrielle (recul du poids de la France dans le total de la valeur ajoutée des industries manufacturières des pays de l'OCDE, contribution trop faible des industries de haute technologie à notre valeur ajoutée industrielle nationale, érosion de la compétitivité internationale des produits correspondants que révèle l'évolution des résultats de notre commerce extérieur).

---

<sup>1</sup> Industries de technologie faible ou moyenne faible : 59 % de la valeur ajoutée industrielle en France, 47 % en Allemagne.

En outre, les aides publiques demeurent concentrées sur les secteurs de la défense et sur les grands programmes du passé (aéronautique, spatial, nucléaire).

**Le « rapport Beffa » considère que les actions ministérielles hors grands programmes se caractérisent par un saupoudrage géographique et sectoriel<sup>1</sup>.**

## ***B LES RECOMMANDATIONS POUR UNE NOUVELLE POLITIQUE INDUSTRIELLE***

### **1. Les grands programmes revus et corrigés**

Comme l'y avait engagé le Président de la République, M. Jean-Louis Beffa a fondé la nouvelle politique industrielle que préconise son rapport sur la définition de programmes mobilisateurs pour l'innovation industrielle (PMII), sorte de résurgence des grands programmes d'antan qui ont jalonné l'histoire économique de la V<sup>ème</sup> République et dont certains, européens, continuent d'exister (Airbus, fusée Ariane).

#### *a) Grandeurs et faiblesses des modèles passés*

Fortement mobilisateurs et reposant sur le triptyque entreprise publique-financements publics – commandes publiques, ces programmes ont connu d'incontestables succès, dans des secteurs comme l'électronucléaire, l'aéronautique, le spatial, la téléphonie numérique, mais aussi des échecs, notamment en ce qui concerne les technologies de l'audiovisuel (D<sub>2</sub> Mac) ou l'informatique (plan calcul).

Ils reposent sur une politique de l'offre qui nécessite de s'assurer que la demande soit au rendez-vous (ce qui a été le cas pour les Airbus et la fusée Ariane). Mais ils sont peu adaptés à la valorisation d'une recherche très foisonnante et décentralisée, comme celle relative aux biotechnologies, ou à des évolutions modifiant, à grande échelle, les conditions de l'utilisation même, par un large public, des produits en question (exemple de la modification de l'utilisation des ordinateurs qu'ont entraîné la révolution micro informatique et l'essor d'Internet).

Il leur a aussi parfois été reproché d'étouffer la concurrence, de négliger certaines conditions nécessaires à leur succès commercial<sup>2</sup>, de reposer sur une logique de club fermé qui en limitaient les retombées ou, enfin,

---

<sup>1</sup> Elles mobilisent environ 200 millions d'euros, contre 1,5 milliard d'euros pour la défense et 575 millions d'euros pour les grands programmes en cours.

<sup>2</sup> Problème des limites de l'autonomie de vol du Concorde par exemple.

d'exiger des choix technologiques parfois trop précoces, invalidés par des évolutions ultérieures (cas de la norme analogique de télévision D<sub>2</sub> Mac ou du minitel, rapidement détrônés par l'avènement du numérique et du web).

*b) Une remise en cause par de récentes exigences*

Une évolution du contexte des interventions économiques de l'Etat a conduit à une remise en cause du modèle traditionnel des grands programmes du fait notamment :

- de l'intégration croissante du marché européen, entraînant l'application d'un droit communautaire strict de la concurrence ;

- de la préférence de la commission pour des politiques horizontales d'aide à la recherche et à l'innovation par rapport au soutien à certains secteurs en difficulté (les aides aux commandes adressées aux chantiers navals, par exemple, ont été supprimées) ;

- des privatisations de beaucoup d'entreprises publiques ;

- du coût des investissements nécessaires, excédant nos capacités de financement, qui a entraîné, par exemple, l'eupéanisation de nos programmes aéronautiques ou spatiaux.

*c) Les programmes mobilisateurs proposés*

Résistant à la tentation de « *faire du neuf avec du vieux* », M. Jean-Louis Beffa propose de mener des programmes mobilisateurs pour l'innovation industrielle (PMII) qui sont autre chose qu'une simple réitération des grands programmes technologiques du passé, pour les raisons suivantes :

- ce n'est plus l'Etat qui se charge lui-même du lancement des nouveaux projets. Il joue un rôle d'incitation et de limitation du risque encouru mais ce sont des acteurs privés, impliqués dès le stade de l'élaboration des projets, qui en assurent le pilotage et la gestion ;

- les industriels s'engagent à financer sur leurs fonds propres la moitié des dépenses de R&D exposées ;

- l'existence d'un marché est un critère de sélection essentiel;

- enfin, les PMII ont d'emblée une vocation européenne. Ils sont ouverts à la participation d'entreprises d'autres Etats-membres et respectent les dispositions du droit communautaire en matière d'aides d'Etat.

## **2. La création d'une structure de gestion ad hoc**

La création de l'Agence de l'Innovation Industrielle (AII), visée par le présent article, constitue l'une des principales nouveautés du système proposé, par rapport à celui des grands programmes du passé.

L'AII a vocation :

- à rassembler en son sein les diverses compétences nécessaires tant à la sélection des PMII qu'au suivi de chacun d'eux (analyse et prospective industrielle, expertise...);

- à pallier les inconvénients de la dispersion des compétences ministérielles en jeu (industrie, recherche, équipement, aménagement du territoire...), en jouant, à cet égard, un rôle coordonnateur ;

- à assurer une fonction d'arbitrage entre différents programmes de façon à optimiser la prise de risque que comporte toute politique de soutien à l'innovation et à allouer, au mieux, les fonds publics (sans hésiter à abandonner si nécessaire, en temps utile, certains projets qui apparaissent non viables).

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

Comme indiqué plus haut dans le commentaire du présent article, ce dernier ne tend qu'à soustraire l'agence à certaines obligations de la loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public, mais il semble opportun de rappeler, à cette occasion, quels sont la mission, l'organisation, les pouvoirs et les moyens de cette nouvelle structure.

### ***A. LES CARACTÉRISTIQUES DE L'AGENCE***

#### **1. Ses missions**

La mission principale de l'AII, évoquée plus haut, est de sélectionner les programmes mobilisateurs (PMII), d'en suivre l'exécution et de coordonner les interventions de l'Etat en leur faveur.

Du fait de l'importance de son rôle, l'agence doit être rattachée au Premier ministre.

Les principaux critères de sélection des projets retenus, outre leur dimension, tiennent à l'existence d'un marché susceptible de leur offrir des débouchés ainsi qu'à leur durée (de 5 à 15 ans) et à la nécessité qu'ils comprennent une forte composante d'innovation technologique.

Le rôle de l'industriel chef de file dans la mise en œuvre du programme doit être précisé par un contrat conclu avec la puissance publique sous l'égide de l'agence, comportant des clauses financières (niveau, modalités de versement et de remboursement éventuels de la contribution publique).

Les aides publiques iront au financement de la recherche industrielle et à celui d'activités de développement pré concurrentiel, éventuellement pouvant aller jusqu'à la création d'un premier prototype (sous la forme, suivant l'état de développement du projet, de subventions – en amont – ou d'avances remboursables – en aval).

## **2. Son organisation**

Les responsabilités de gestion de l'agence, par ailleurs dotée d'un comité scientifique et d'une cellule prospective, seront partagées entre un conseil de surveillance (comprenant des représentants de l'exécutif, du Parlement, des industriels et des syndicats ainsi que des experts) et un directoire, dont la composition reste à préciser.

L'exposé des motifs du présent article affirme que le conseil de surveillance de l'agence disposera de « *prérogatives renforcées par rapport au droit commun* » et que celle-ci devrait être opérationnelle en 2005 (le nouveau Premier ministre, dans sa déclaration de politique générale, a déclaré qu'il veillerait « *à ce qu'elle voie le jour dans les toutes prochaines semaines* »).

## **3. Ses moyens et ses pouvoirs**

### *a) Une liberté et des ressources assez importantes*

L'agence pour l'innovation industrielle soutiendra des programmes dont le coût est important (supérieur ou égal à 100 millions d'euros), plutôt en aval du cycle industriel.

Il vient d'être annoncé que sa dotation globale initiale, qui devait être de 500 millions d'euros, pris sur les recettes des privatisations, serait doublée, pour être portée, d'emblée, à un milliard d'euros.



Ce chiffre correspond au montant qui sera dévolu ensuite, chaque année à l'AII, lui permettant ainsi de financer, durant chaque exercice, de quatre à six grands programmes de grande taille et quelques programmes plus modestes.

Ce milliard annuel ne constitue qu'une part modeste des 15 milliards qui devraient être dégagés, tous les ans, pour assurer le respect des objectifs de Lisbonne (passage de l'effort national de R&D de 2 % à 3 % du PIB).

L'agence gèrera librement le portefeuille de programmes, étant à même, de par son statut d'EPIC, de procéder, entre eux, à des arbitrages, quitte à cesser de soutenir ceux dont le succès paraît compromis.

**Le « rapport Beffa » insiste sur la mutualisation des risques permise par l'AII.**

*b) Les limites du droit communautaire*

Les aides publiques accordées aux programmes pour l'initiative industrielle devront respecter le droit communautaire<sup>1</sup> relatif aux aides d'Etat qui implique :

- un plafonnement des subventions consenties dans l'intérêt commun de l'Europe ;

- un examen, au cas par cas, par la commission de tous les projets qui doivent lui être notifiés.

Pour les aides à la recherche, les règles diffèrent selon qu'il s'agit :

- **de recherche fondamentale publique** (non soumise à un encadrement communautaire s'il a été procédé à un appel d'offres et que les résultats sont diffusés de façon non discriminatoire) ;

- **de projets de recherche industrielle** (dont le financement par l'Etat ne peut excéder 50 % du coût, hors PCRD<sup>2</sup>, dans la limite d'un plafond global de 75 % de financements publics).

- **d'activités de développement pré concurrentielles** (les maxima visés ci-dessus étant ramenés, dans ce cas, respectivement à 25 % et 50 %).

Certains PMII, comportant des activités à la fois de recherche et de développement pré concurrentiel, feront l'objet d'autorisations particulières de la commission qui appréciera si les aides publiques accordées ont bien provoqué une élévation de leur niveau d'ambition et d'excellence.

---

<sup>1</sup> Articles 87 paragraphe 3 et 157 du traité CE.

<sup>2</sup> PCRD : programme cadre de recherche et développement.

## ***B DES AMÉNAGEMENTS LÉGISLATIFS À PORTÉE LIMITÉE***

L'examen de cet article offre l'occasion à la représentation nationale de débattre de la création de l'agence de l'innovation industrielle, avant même la discussion de la prochaine loi de finances durant laquelle le Parlement sera amené à se prononcer sur sa dotation, lors du vote sur le budget des comptes spéciaux du Trésor (l'AII devant se voir attribuer une partie des recettes du compte 902-24 « *produit de cessions de titres, parts et droits de société* »).

### **1. L'objet du texte même de l'article**

Comme indiqué en début de commentaire, le présent article n'a d'autre objet que de soustraire l'AII à certaines obligations de la loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public.

La règle du tiers de représentants de salariés au sein de son conseil d'administration ne semble, en particulier, guère justifiée alors qu'il importe, en revanche, qu'y soient représentés l'ensemble des intéressés (ministères, personnes qualifiées, responsables d'autres agences) et qu'y siègent un commissaire du gouvernement et un contrôleur d'Etat.

Pour ces raisons, il semble, en effet, opportun, comme il est proposé, que l'agence figure, dans l'annexe III de la loi précitée, parmi les établissements et entreprises publics autorisés, par l'article 4 de ce texte, à déroger à l'ensemble des dispositions de son titre II relatives à la démocratisation des conseils d'administration ou de surveillance. Cela aurait, en outre, l'avantage d'éviter de limiter à cinq (article 10) le nombre des membres du directoire de l'agence, ou de limiter à 5 ans la durée de leur mandat (article 11).

Il est précisé, par la même occasion, que l'agence sera créée sous la forme juridique d'un EPIC (établissement public à caractère industriel et commercial) de l'Etat, ce qui, on l'a vu, lui donnera la souplesse nécessaire à l'accomplissement de ses missions (gestion d'un portefeuille de projets avec les arbitrages et donc la liberté de gestion que cela suppose.)

### **2. Les indications de l'exposé des motifs**

C'est l'exposé des motifs associé au texte de l'article dans le projet de loi qui précise que l'agence comprendra un conseil de surveillance, incluant des représentants de l'exécutif et du Parlement et des personnes qualifiées et disposant, comme on l'a vu, « *de prérogatives renforcées par rapport au droit commun* ».

Le même texte dispose aussi qu'«une mise en œuvre rapide de cette agence sera recherchée afin qu'elle puisse être opérationnelle dès 2005 ».

## **II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Bien qu'il n'appartienne pas au législateur de se prononcer sur la création d'un EPIC, mesure à caractère réglementaire, votre commission des finances entend utiliser l'occasion qui lui est offerte de s'exprimer sur la création, décidée par le gouvernement, d'une Agence de l'innovation industrielle, comme suite aux recommandations du rapport de M. Jean-Louis Beffa.

Le renouveau proposé de politiques industrielles ciblées, mises en œuvre à travers des programmes mobilisateurs, lui semble opportun dans la mesure où :

- il ne s'agit pas d'un *remake* des grands programmes du passé ;
- c'est une façon efficace de répondre à un certain type de demandes, mais qui ne suffit pas, à elle seule, à régler tous nos problèmes industriels.

Un plein succès des mesures préconisées par Jean-Louis Beffa suppose en outre une optimisation de leurs effets sur les PME et une bonne coordination avec les autres dispositifs d'aides existants.

Enfin, le système ne doit pas fonctionner « à guichet ouvert », sans que soient prises d'indispensables précautions tendant à maximiser l'efficacité des dépenses publiques correspondantes.

### ***A. UN DISPOSITIF AMÉLIORÉ***

Les propositions du « rapport Beffa » ont l'avantage de tirer les leçons des grands programmes du passé et d'être adaptées au contexte économique actuel.

En particulier :

- elles confèrent une part d'initiative beaucoup plus importante aux industriels et insistent sur les perspectives de marché qui doivent se présenter aux nouveaux produits proposés ;

- elles se situent, d'emblée, dans un cadre européen, au demeurant moins défavorable à des politiques sectorielles<sup>1</sup>, comme en témoigne une communication de la commission du 20 avril 2004 dans laquelle il est reconnu que « **la politique horizontale doit également tenir compte des besoins spécifiques des secteurs industriels** ».<sup>2</sup>

- Elles ont prévu, avec la mise en place de l'AII, un mécanisme souple de gestion et de coordination des différentes actions ministérielles de politique industrielle.

## ***B. UNE RÉPONSE ADAPTÉE À UN CERTAIN TYPE DE DEMANDES***

### **1. La satisfaction de besoins avérés par des moyens prévisibles**

Les programmes mobilisateurs d'innovation industrielle de demain, comme les grands programmes d'hier et d'aujourd'hui sont efficaces lorsqu'il s'agit de répondre à une demande avérée, stable et durable, à l'aide de technologies, maîtrisables dans un délai raisonnable, et non menacées d'obsolescence pendant une durée suffisante (lancement de satellites, production d'électricité nucléaire, transports aériens, trains à grande vitesse...).

On peut penser, pour le futur, satisfaire ainsi, de façon croissante, nos besoins en énergie par des technologies propres ou moins polluantes que celles d'aujourd'hui, dont l'usage sera encouragé par des mesures réglementaires contraignantes (cf. directives européennes sur les énergies renouvelables...).

Vient aussi à l'esprit un réaménagement des affectations de fréquences pour de nouveaux modes de télécommunications (mobiles) ou d'échanges d'information (techniques sans fil de liaisons entre ordinateurs dites « *Wi-Fi* »).

Chargé par le Président de la République de se dresser « *un inventaire des programmes et projets mobilisateurs qui pourraient être retenus, de par leur intérêt économique et social...* », M. BEFFA a identifié, dans son rapport, plusieurs technologies susceptibles d'être développées dans les domaines de l'énergie, des transports et de l'environnement (solaire, photovoltaïque, biocarburants, pile à combustible et filière hydrogène, voiture propre, capture et séquestration de CO<sub>2</sub>...). Il ne s'agit encore que de quelques pistes mais qui, a priori, se situent bien dans une logique de grands programmes, de même

---

<sup>1</sup> Cf Lettre de l'expansion du lundi 31 janvier 2005.

<sup>2</sup> L'exécutif européen se serait montré, par la suite, intéressé, en janvier 2005, par une possible « européanisation » des PMII, en vue de nourrir ses propres propositions pour stimuler la compétitivité des entreprises des pays de l'Union.

que la mise en place, par ailleurs proposée, de réseaux sécurisés à très haut débit.

## **2. Un système qui n'est pas la panacée**

Le « rapport Beffa » cite encore le domaine de la santé, et plus particulièrement la lutte contre les maladies infectieuses et dégénératives, comme thème de programme mobilisateur.

Or, il est à craindre que la découverte de nouveaux remèdes contre ces maux ne soit pas programmable.

En matière de biotechnologies comme de technologies de l'information et de la communication, la recherche, on l'a vu, est très foisonnante, ses résultats imprévisibles et les développements des produits qui en sont issus assez aléatoires.

Ce sont les très jeunes entreprises (start up), libres, imaginatives, réactives et proches de la recherche fondamentale, qui sont les plus capables d'exploiter le fort potentiel de croissance et de création d'emplois des industries de la santé et de l'information.

Il vaut mieux les laisser se regrouper d'elles même en grappes ou essaims (clusters), du type Silicon Valley, que de les mobiliser – ce qui risquerait de les stériliser - au sein de programmes à finalités prédéterminées, dirigées par une ou quelques grandes entreprises.

La priorité, à cet égard, est d'améliorer la chaîne de financement du capital risque en France et notamment ses deux maillons faibles : l'amorçage et l'introduction en bourse des jeunes entreprises innovantes.

### ***C. UN SUCCÈS CONDITIONNEL***

#### **1. Les effets des programmes mobilisateurs sur les PMI**

Nos entreprises les plus évoluées dans l'aéronautique, le spatial, l'électronucléaire ou même l'automobile, consomment souvent les hautes technologies, parfois conçues exclusivement pour leurs propres besoins, plus qu'elles n'en diffusent dans l'ensemble du tissu industriel. Elles peuvent avoir tendance à considérer les PMI avec lesquelles elles travaillent comme des sous-traitants plutôt que comme des partenaires à part entière.

L'insuffisance des externalités positives des grands programmes du passé était – on l'a vu – l'un des principaux reproches qui leur étaient adressés.

Le « rapport Beffa » affirme, à juste titre, que « *le but des programmes mobilisateurs est aussi de constituer des réseaux et de permettre à d'autres entreprises, notamment des PME, d'acquérir des compétences technologiques nouvelles* ».

Il s'agit, en effet, d'une condition essentielle du succès de ces programmes. Il conviendrait qu'ils contribuent à associer davantage les PMI, très insuffisamment impliquées, à notre effort national de R & D.

Les programmes mobilisateurs devraient aussi favoriser le développement de ces dernières.

**Le positionnement de notre industrie dans des secteurs de faible niveau technologique, la dimension moyenne trop modeste de nos PME, et l'insuffisance globale de l'effort privé de R & D en France sont trois problèmes connexes.**

Dans des domaines comme les biotechnologies ou les technologies de l'information et de la communication (TIC), on se trouve, en revanche, dans une logique contraire où l'innovation vient des PME et remonte vers les grands groupes et non l'inverse.

Mais on ne saurait opposer deux politiques dont les mots d'ordre respectifs seraient « *aux grands maux les grands remèdes* », d'un côté, et « *small is beautiful* », de l'autre, privilégiant, la première, les grands programmes, et la seconde, le soutien aux PME innovantes. Ces deux approches sont, en réalité complémentaires.

## **2. Des instruments à insérer harmonieusement dans une panoplie préexistante**

Le succès des nouveaux instruments (Agence et programme mobilisateur) proposés par M. Jean-Louis Beffa, dépendra aussi de leur insertion harmonieuse dans le dispositif actuel d'aide à la recherche et à l'innovation des entreprises.

Le président directeur général de Saint-Gobain en est du reste lui-même bien conscient.

Il estime toutefois que trois caractéristiques distinguent les PMII des autres structures existant en France et en Europe :

- le caractère très aval des programmes qui se prolonge jusqu'au stade pré-concurrentiel ;

- l'importance du montant de leur financement (caractéristique liée à la précédente car il coûte plus cher de réaliser un prototype que d'étudier en amont le concept d'un produit) ;

- enfin, leur pilotage par un ou quelques industriels.

De fait, les PMII se rapprochent le plus des projets menés dans le cadre de l'initiative européenne Eurêka<sup>1</sup>, avec lesquels ils devront éviter d'interférer.

Une coordination sera également nécessaire entre l'agence pour l'innovation industrielle et :

- l'ANR (nouvelle agence nationale de la recherche)

- l'ANVAR

- les réseaux d'innovation technologiques des entreprises (RRIT)

- le PCRD (programme cadre européen de recherche et développement), etc...

### **3. Le souci de ménager les deniers publics**

Même si le renouveau de la politique industrielle française autour de programmes mobilisateurs appropriés doit être considéré comme une grande cause nationale, il est nécessaire de veiller à ce que les fonds publics engagés dans le financement des projets concernés soient dépensés à bon escient.

*« Si tous les projets réussissent -écrit M. Jean-Louis Beffa-, c'est que l'agence n'a pas pris assez de risques ».*

Il affirme, par ailleurs, que les programmes doivent inclure des innovations importantes pouvant aller jusqu'à constituer des ruptures technologiques, ce qui justifie économiquement –selon lui- que ces projets nécessitent un financement public.

---

<sup>1</sup> Projets « bottom up » (à l'initiative d'entreprise de différents pays de l'U.E.), aidés par les Etats et développant des produits proches de la commercialisation sur le marché.

Ces propos doivent être nuancés.

Le président directeur général de Saint-Gobain est du reste le premier à souligner l'importance, d'une part, d'une sélection des programmes basée sur l'existence d'un marché et, d'autre part, de la capacité d'expertise de l'Agence pour l'innovation industrielle et du rôle de sa cellule prospective.

A partir du moment où les PMII se caractérisent par l'importance du montant de leur financement et sont susceptibles de bénéficier d'aides et de commandes publiques, une très grande vigilance doit s'exercer, afin d'obtenir le maximum de remboursements d'avances remboursables (donc un important taux de succès des projets aidés) ainsi qu'une bonne valorisation des recherches subventionnées en amont.

Cette préoccupation implique notamment un bon dosage entre « *technology push* » (pression de l'offre de technologies nouvelles) et « *market pull* » (attentes du marché).

Les ventes mondiales, par exemple, de trains allemands à sustentation magnétique ont été beaucoup moins importantes que celles des TGV français à technologie éprouvée, c'est-à-dire moins évoluée mais mieux maîtrisée. Si Concorde, d'autre part, a été un succès technologique, son déficit d'exploitation en a fait un relatif échec commercial.

Bref, l'excès d'audace peut être aussi pénalisant que l'immobilisme technologique et toute prise de risque doit donc être préalablement soigneusement mesurée.

En résumé, il faut concilier :

- la satisfaction des attentes du marché ;
- la faisabilité des développements technologiques nécessaires à cette fin.

Il est d'autant plus indispensable de maîtriser les dépenses liées à la mise en œuvre des PMII que :

- l'affectation à leur financement des recettes des privatisations ne constitue pas « *un placement de qualité patrimoniale* », susceptible de ne pas dégrader le déficit public, au sens du Traité de Maastricht (comme le fait observer notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général de la commission des finances, dans son propre rapport sur le présent projet de loi) ;



- le poids des grands programmes actuels, auxquels ils ne sont pas substituables, est important et leur inertie considérable.

\*  
\*   \*

En résumé, il ne faut pas prêter aux PMII des effets qui ne peuvent pas être les leurs (par exemple un rattrapage des retards français et européens dans les sciences de la vie et de l'information). Mais il serait inconcevable de se priver des avantages qu'ils peuvent comporter pour le développement de produits industriels innovants, nous permettant de lutter contre les délocalisations qui menacent notre économie.

La rigidité de notre offre de biens et de services face aux demandes de nouveaux clients (en Asie, en Europe centrale et orientale) ou de nouveaux produits (téléphones mobiles, micro-ordinateurs...) est l'une de nos principales faiblesses.

L'agence de l'innovation industrielle doit aider à y remédier.

Votre rapporteur général tient toutefois à souligner que cette concentration des moyens sur des objectifs volontaristes devrait normalement s'accompagner de l'assèchement des « crédits de politique industrielle » qui subsistent actuellement, et dont les effets réels sur l'activité économique sont apparus très contestables<sup>1</sup>.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Selon le « rapport Beffa », les actions ministérielles hors grands programmes, très dispersées, sont de l'ordre de 200 millions d'euros.

En 2005, les crédits du ministère de l'industrie consacrés à des actions de restructuration et de reconversion approchaient 750 millions d'euros, dont 650 millions d'euros au titre des « passifs financiers miniers ».

L'efficacité de ces actions avait été jugée insuffisante par la Cour des comptes dans une communication qu'elle avait adressée à ce sujet à votre commission des finances en décembre 2002.

*ARTICLE 5 bis (nouveau)*

**Réductions d'impôt sur les sociétés pour des dépenses de recherche ou des souscriptions au capital de petites et moyennes entreprises innovantes**

**Commentaire : introduit à l'initiative du gouvernement, le présent article prévoit que, dans la limite de 2,5 % de leur cotisation à ce prélèvement, les entreprises et les groupes sont autorisés à réduire le montant de l'impôt sur les sociétés dont elles ou ils sont redevables, à hauteur de :**

**- 65 % de leur participation aux dépenses de recherche effectuées par des organismes et établissements publics, ou par des petites et moyennes entreprises (PME) innovantes ;**

**- 25 % de leur souscription (en numéraire) au capital de ces dernières ou de leurs achats de parts de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI).**

**Ces réductions s'imputent sur l'impôt sur les sociétés dû au titre du premier exercice clos à compter du 31 décembre 2005.**

**I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

***A. LES DÉPENSES ENCOURAGÉES***

Le présent article tend à inciter des grands groupes français, dont, souvent, les résultats de 2004 ont été satisfaisants et les perspectives pour 2005 s'annoncent prometteuses :

- à contribuer au financement d'opérations de recherches scientifiques et techniques menées, soit par des établissements **publics** de recherche ou d'enseignement supérieur et des organismes à **but non lucratif**, soit par des **PME** innovantes ;

- à souscrire, en numéraire, au capital de certaines de ces dernières, ou à acquérir des parts de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI).

Les dépenses de recherche concernées sont celles affectées à des opérations de recherche scientifiques et techniques visées au a du II de l'article 244 quater B du code général des impôts, c'est-à-dire afférentes à la réalisation d'équipements, y compris des prototypes ou des installations pilotes, en incluant celles qui peuvent s'avérer nécessaires relatives aux rémunérations de personnels, à la prise et à la maintenance de brevets, et à la normalisation.

Il s'agit donc d'appeler les entreprises les plus grandes et les plus prospères à soutenir financièrement :

- la recherche (par le soutien aux projets de PME ou d'entités publiques ou sans but lucratif) ;

- l'innovation, par l'intermédiaire de FCPI, ou, directement, par le renforcement des fonds propres de PME innovantes.

### ***B LES CONDITIONS DE L'OCTROI DES RÉDUCTIONS D'IMPÔT SUR LES SOCIÉTÉS***

#### **1. Pour les sociétés contributrices**

Les limites de réduction d'IS sont de :

- 65 % des dépenses de soutien à des projets de recherche ;

- 25 % de celles relatives aux aides à l'innovation (via des FCPI ou directement versées à des PME).

Il doit s'agir de versements effectués entre le 16 mars et le 31 décembre 2005.

Les réductions d'impôt ne peuvent, au total, excéder 2,5 % du total dû par l'entreprise ou le groupe au titre du dernier exercice clos avant le 16 mars 2005.

Elles sont réservées à des sociétés qui ne reçoivent pas elles-mêmes des versements ouvrant droit à cet avantage.

L'excédent éventuel de la réduction sur le montant de l'impôt exigible n'est ni restituable ni reportable.

Le VII du présent article rappelle que les sommes versées, si elles donnent droit à des **réductions** d'impôt, ne sont, en revanche, pas **déductibles** du bénéfice imposable de l'entreprise versante (2°) et que les réductions accordées ne sont cumulables (3°) avec aucun autre avantage fiscal (crédit d'impôt...).

Enfin, l'entreprise doit, le cas échéant, conserver pendant cinq ans les titres de PME innovantes dont l'acquisition l'a fait bénéficier d'une réduction d'IS (sous peine d'une majoration de cet impôt, à due concurrence de l'avantage indûment perçu).

## **2. Pour les bénéficiaires des versements**

### *a) Concernant le financement de projets de recherche*

Les organismes ou entreprises bénéficiaires doivent, bien entendu, affecter entièrement les sommes qui leur ont été versées au financement des opérations de recherche scientifique et technique visées par le présent article, sans les utiliser pour régler à l'auteur de ces versements la contrepartie d'une quelconque autre prestation.

Les sommes perçues sont assimilées à des subventions publiques et donc déduites des bases de calcul du crédit d'impôt recherche de l'entité bénéficiaire.

### *b) Concernant les entreprises innovantes*

L'entreprise qui a procédé à une souscription, ouvrant droit à réduction d'IS, de titres d'une PME innovante ne doit pas en détenir, directement ou indirectement, la majorité du capital.

Les PME innovantes bénéficiaires de versements justifiant des réductions d'impôt doivent correspondre, en outre, aux critères suivants :

- employer moins de 250 salariés et, soit présenter un total de bilan intérieur à 43 millions d'euros, soit avoir réalisé un chiffre d'affaires n'excédant pas 50 millions d'euros (nouvelle réglementation européenne applicable depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005<sup>1</sup>) ;

- ne pas être détenues à plus de 25 % par des entreprises autres que des PME ou contrôlées par des sociétés qui sont plus grandes que des PME (sans prendre en compte les participations éventuelles de structures de financement du capital-risque ou de l'innovation ;

---

<sup>1</sup> Règlement 2001/70/CE du 12 janvier 2001, annexe I.

- être totalement indépendantes de l'entreprise versante (cf. 12 de l'article 39 du code général des impôts : l'une ne doit pas détenir la majorité du capital social de l'autre et les deux ne doivent pas être placées sous le contrôle d'une même tierce entreprise) ;

- réaliser des dépenses de recherche correspondant à 15 % au moins de leurs charges totales engagées.

En résumé, l'entreprise innovante bénéficiaire des versements d'une entreprise plus grande, qui donnent droit, à cette dernière, à des réductions d'impôt, doit être une PME indépendante.

Il n'est pas exigé que la majorité de son capital soit détenu ou contrôlé par des personnes physiques.

Les paragraphes XII à XIV du présent article précisent *in fine* les conséquences du non respect par les entités bénéficiaires des conditions qui leur sont imposées (réintégration des sommes versées dans l'assiette de leur impôt sur les sociétés, versement au Trésor d'une indemnité, ne pouvant pas être assimilée à une charge déductible, égale à la somme dont l'affectation n'a pas été conforme à sa destination).

## **II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Les mesures prévues par le présent article ne peuvent qu'être approuvées. Elles vont dans le sens du respect des objectifs de Lisbonne (augmenter les dépenses de R&D jusqu'à un niveau correspondant à 3 % du PIB) et sont conformes à l'intérêt national de modernisation de notre industrie et de renforcement de notre tissu de PME innovantes.

Toutefois, s'agissant d'une mesure annoncée à la presse dès la mi-mars, on peut s'étonner qu'elle ait été introduite dans ce projet sous forme d'amendement, d'autant que la rédaction proposée n'est pas toujours des plus heureuses...

L'essentiel est que le dispositif en question puisse rentrer en application aussi rapidement que prévu.

A l'occasion de l'examen de cet article, votre rapporteur voudrait rappeler son hostilité de principe à toute mesure tendant à créer de nouvelles « niches » (le Conseil des impôts en a dénombré pas moins de 400 dans son rapport de 2003) ou à compliquer inutilement encore davantage le droit fiscal existant.

Mais il ne s'agit ici, contrairement à d'autres dispositifs plus anciens (zones franches, de revitalisation rurale ou de redynamisations urbaines), ou récents (jeunes entreprises innovantes, relocalisation d'activités en France), d'une mesure relativement simple et surtout à caractère très conjoncturel, s'agissant uniquement de versements effectués entre le 16 mars et le 31 décembre 2005.

Ceci devrait en limiter les effets perturbateurs sur notre fiscalité, pour une efficacité qui, espérons le, sera conforme aux attentes, concernant la stimulation de nos efforts de recherche et de l'innovation de nos PME.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

## ARTICLE 6

### **Habilitation du gouvernement à prendre par voie d'ordonnances des mesures visant à réformer le droit des sûretés**

**Commentaire : le présent article habilite le gouvernement à réformer le droit des sûretés par ordonnance, en vertu de l'article 38 de la Constitution.**

**A l'occasion du bicentenaire du code civil, le Président de la République a souhaité une réforme d'ensemble du droit des sûretés, devant intervenir dans un délai de cinq ans.** En effet, comme le souligne l'exposé des motifs du présent projet de loi, alors que le code civil a subi de profondes modifications en deux cents ans, notamment dans les domaines du droit des personnes et de la famille, la partie consacrée au droit des sûretés n'a connu aucune révision d'ensemble depuis 1804. Cette matière, qui se doit d'accompagner le développement économique, est aujourd'hui **régie par des textes dispersés et par des solutions diverses mises en œuvre par les praticiens**. La réforme a donc pour objet de clarifier et de moderniser cette branche du droit.

Par ailleurs, lors de ses vœux aux « forces vives » (4 janvier 2005), le Président de la République a annoncé une série de mesures économiques, visant notamment à soutenir la consommation des ménages. Il a souhaité la mise en place d'une politique de développement du crédit, qui comporterait **une réforme du crédit hypothécaire**, arguant que « *la réinjection massive dans l'économie d'une partie de la richesse accumulée dans l'immobilier est une des clefs de la forte croissance américaine de ces dernières années* ». **Le présent article vise donc également à établir les bases de cette réforme de soutien structurel à la consommation.**

## **I. LES PISTES DE RÉFORME**

Dans la perspective de la réforme souhaitée par le Président de la République, plusieurs rapports ont été remis au gouvernement :

- un **groupe de travail relatif à la réforme du droit des sûretés** a été constitué en juillet 2003. Ce groupe de travail, présidé par le professeur Michel Grimaldi et composé d'universitaires et de praticiens, a remis un rapport au Garde des Sceaux en mars 2005 ;

- un **rapport d'enquête de l'Inspection générale des Finances et de l'Inspection générale des Services judiciaires sur l'hypothèque et le crédit hypothécaire** a été publié en novembre 2004<sup>1</sup> ;

- un **rapport sur le prêt viager hypothécaire et la mobilisation de l'actif résidentiel des personnes âgées** a, par ailleurs, été publié par l'Inspection générale des finances, le Conseil général des Ponts et Chaussées et l'Agence nationale pour l'information sur le Logement (juin 2004)<sup>2</sup>.

### **A. LES PRÉCONISATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LE DROIT DES SÛRETÉS**

Le groupe de travail présidé par le professeur Michel Grimaldi suggère de regrouper l'ensemble des textes relatifs au droit des sûretés dans un livre spécifique du code civil. Il est notamment suggéré d'insérer au sein de ce code le nantissement du compte d'instruments financiers, actuellement prévu et réglementé par le code monétaire et financier.

#### **1. Les sûretés personnelles**

En matière de sûretés personnelles, le groupe de travail propose **une large réforme du cautionnement, qui consacre le principe de proportionnalité** : l'engagement de la caution personne physique pourrait être réduit s'il était manifestement disproportionné à ses revenus et à son patrimoine lors de la conclusion du cautionnement. **En contrepartie** de cette « *protection raisonnée* » des cautions, **l'efficacité du cautionnement serait restaurée** par une plus grande rigueur dans l'exécution afin « *d'assurer la sécurité du crédit et de prévenir d'éventuelles manœuvres dilatoires* ».

Par ailleurs, le groupe de travail souhaite consacrer la garantie autonome et la lettre d'intention au sein du code civil.

#### **2. Les sûretés réelles**

S'agissant des **sûretés réelles mobilières**, le projet du groupe de travail présidé par le professeur Grimaldi propose :

---

<sup>1</sup> *Rapport d'enquête sur le crédit hypothécaire, établi par Nicolas Jachiet, Inspecteur général des Finances et Joëlle Bourquard, Inspecteur des Services judiciaires (novembre 2004).*

<sup>2</sup> *Rapport sur le prêt viager hypothécaire et la mobilisation de l'actif résidentiel des personnes âgées, établi par Nicolas Jachiet, Inspecteur général des Finances, Jacques Friggit, Ingénieur en chef des Ponts et Chaussées, Bernard Vorms, Directeur général de l'ANIL et Claude Taffin, Directeur des études économiques et financières de l'Union sociale pour l'habitat (juin 2004).*



- l'édiction de règles de classement des privilèges mobiliers ;

- la **refonte du gage** de meubles corporels : il s'agirait de créer une sûreté réelle mobilière conventionnelle **sans dépossession**, ce qui « *renforcerait l'attractivité du droit français, mais faciliterait aussi la reconnaissance en France de certaines sûretés constituées sous l'empire de lois étrangères* ». Le groupe propose par ailleurs **d'étendre l'assiette du gage**, en permettant le gage portant sur des choses futures ou sur un ensemble de biens. Cet aspect vise à **faciliter la constitution du gage sur stocks**. Enfin, les modes de réalisation du gage seraient assouplis (avec notamment la levée de l'interdiction du pacte comissoire<sup>1</sup>) ;

- l'actualisation du nantissement de meubles incorporels (refonte du nantissement de créances, réception des nantissements de monnaie scripturale et d'instruments financiers) ;

- la reconnaissance de la propriété retenue ou cédée à titre de garantie. Le groupe de travail propose, à ce titre :

• une **simple consécration de la propriété cédée à titre de garantie** : dans l'attente des conclusions du groupe de travail constitué par la Chancellerie sur l'introduction de la fiducie en droit français, le projet se borne à entériner l'existence de cette forme de propriété-garantie ;

• une **réglementation d'ensemble de la propriété retenue à titre de garantie** (réserve de propriété).

S'agissant des **sûretés réelles immobilières**, le groupe de travail propose de moderniser l'hypothèque. Cet aspect essentiel de la réforme, visant à favoriser le crédit immobilier ou à la consommation, porte sur cinq points :

- le remplacement des privilèges immobiliers spéciaux par des hypothèques légales spéciales ;

- l'actualisation du régime de l'hypothèque conventionnelle ;

- **l'institution d'une hypothèque rechargeable et d'une hypothèque inversée** : ce point est abordé de façon plus détaillée dans les deux autres rapports (ci-dessous). **On retiendra toutefois, s'agissant du prêt viager hypothécaire, que le groupe de travail présidé par le professeur Michel Grimaldi « a émis des doutes sérieux sur l'opportunité de transposer en France un système qui, d'une part, risque d'inciter une personne âgée à un endettement indolore, et donc irréfléchi, puisque la charge du remboursement ne pèsera que sur sa succession, et qui, d'autre part, semble**

---

<sup>1</sup> Convention par laquelle le créancier se fait consentir le droit de s'approprier de lui-même l'objet du gage.

*ne connaître qu'un succès très relatif aux Etats-Unis, où pourtant il bénéficierait de la garantie de l'Etat fédéral » ;*

- la consécration des modes de transmission à titre principal des hypothèques ;

- **la simplification des modes de réalisation des hypothèques** : il est suggéré que le créancier puisse demander l'attribution judiciaire de l'immeuble et que soit admise la validité du pacte commissoire. Ces modes simplifiés de réalisation seraient exclus pour un immeuble constituant la résidence principale du débiteur.

## **B. LA RÉFORME DU CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE**

La mission de l'Inspection générale des Finances et de l'Inspection générale des services judiciaires, sur l'hypothèque et le crédit hypothécaire, a examiné l'adaptation du régime des hypothèques *« dans le double objectif de favoriser les opérations d'accession à la propriété et d'élargir la gamme des produits hypothécaires offerts aux Français, notamment en créant les conditions d'émergence du crédit hypothécaire mobilier »*.

### **1. Accroître le rôle de l'hypothèque dans le crédit immobilier**

S'agissant du crédit immobilier, la mission est partie du constat du **rôle déclinant de l'hypothèque dans ce type de crédit, les banques accordant les prêts principalement au regard de la solvabilité de l'emprunteur**, ce qui contribue à évincer de l'accès à la propriété les ménages aux revenus les plus bas ou les plus irréguliers. Alors qu'à l'étranger le crédit immobilier est, le plus souvent, hypothécaire, **en France, la caution tend à être privilégiée comme mécanisme de garantie**<sup>1</sup>. Le rapport précité note que :

*« Les organismes de caution sont généralement détenus par des établissements de crédit. Ils perçoivent auprès des emprunteurs une cotisation permettant de mutualiser les risques. Le tarif en est fixé de manière à bénéficier d'un léger avantage concurrentiel par rapport au coût des sûretés réelles (...)*

*« Le développement de la caution participe, plus ou moins directement, à la rentabilité du système bancaire. C'est en fait un moyen de conserver à l'intérieur du secteur bancaire des sommes qui, sinon, auraient rémunéré les études notariales et financé le système de publicité foncière, tout*

---

<sup>1</sup> Ainsi, en 2003, la caution garantissait plus de 50 % du montant des nouveaux prêts immobiliers et la sûreté réelle moins de 40 %.

*en ayant recours à ce dernier uniquement en cas de défaillance du débiteur (...)*

*« Par son principe même, la caution repose sur la sélection des risques et renforce la culture française du crédit à la personne. De fait, les taux de sinistralité des organismes de caution sont très faibles. »*

La mission préconise donc, à cet égard, d'améliorer les conditions générales du recours à l'hypothèque. **Il s'agirait d'en alléger le formalisme administratif et juridique, d'en réduire le coût et d'en faciliter la réalisation.**

## **2. Créer une nouvelle hypothèque « rechargeable »**

La mission précitée propose, par ailleurs, de revenir sur le principe de spécialité de l'hypothèque (une hypothèque par dette), ainsi que sur le principe de l'accessoire (l'hypothèque suit le sort de la dette principale), en **permettant l'obtention de nouveaux prêts, garantis par une hypothèque déjà inscrite, lorsqu'une partie du premier prêt a déjà été amorti ou que le bien s'est revalorisé.**

La mission ne surestime pas les effets conjoncturels positifs d'une telle réforme, qui sont, par ailleurs, relativisés par une étude récente de la Banque de France<sup>1</sup>. Cette étude met en effet en évidence **un risque d'amplification des cycles économiques**, et pointe en particulier **trois dangers de la réforme** :

- en premier lieu, **ses effets seraient potentiellement récessifs** :

*« Le renforcement induit du lien entre valorisation du patrimoine immobilier et consommation, lorsqu'il est avéré, peut être symétrique : un retournement du marché immobilier est ainsi susceptible de peser significativement à la baisse sur la consommation, notamment en restreignant l'accès des ménages au crédit (...). On peut donc craindre qu'une réforme du crédit hypothécaire visant à faciliter l'extraction hypothécaire induise à moyen-long terme une volatilité accrue de la consommation.»*

- en deuxième lieu, **cette réforme pourrait favoriser l'apparition d'une bulle immobilière** :

*« En réduisant les coûts de transaction des emprunts immobiliers, une réforme contribuerait à encourager la demande de logements et donc à*

---

<sup>1</sup> « Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ? » *Bulletin de la Banque de France*, n° 132 (décembre 2004).

*stimuler un marché immobilier qui présente déjà des signes de surchauffe (...)* » ;

- enfin, **cette réforme encouragerait l'endettement des ménages**, au risque d'accroître le surendettement, et inciterait les banques à augmenter leurs encours de prêts, ce qui induirait **un risque pour le système bancaire** dans son ensemble.

La mission précitée de l'Inspection générale des Finances et de l'Inspection générale des Services Judiciaires plaide néanmoins pour cette réforme qui, **au-delà de ses aspects conjoncturels, présente un intérêt structurel, en offrant un outil nouveau, répondant à un objectif de diversification du marché du crédit :**

*« L'incertitude sur les effets macroéconomiques du crédit hypothécaire mobilier et le risque adverse en cas de retournement des taux ou de l'immobilier ne conduisent pas pour autant la mission à écarter l'introduction de ce type d'instrument en France (...) Il s'agirait d'offrir une liberté supplémentaire aux ménages, en l'encadrant dans des limites et règles raisonnables. Libre à eux ensuite d'en faire le meilleur usage au gré de circonstances économiques nécessairement changeantes ».*

La mission préconise donc de **rendre possible le « rechargement » de l'hypothèque<sup>1</sup>, tout en prévoyant des règles appropriées de protection du consommateur.**

### **3. Créer un prêt viager hypothécaire**

Le prêt viager hypothécaire a pour objectif de permettre à des personnes âgées propriétaires de leur logement de transformer ce capital en trésorerie. Il consiste en **un prêt remboursable *in fine* (capital et intérêts), au moment du décès (ou en cas de déménagement), la dette étant plafonnée à la valeur du logement au moment du remboursement.**

**Partant du constat que le logement des personnes âgées représente la plus grande partie de leur patrimoine (56 % pour les retraités de plus de soixante-dix ans), la mission précitée sur le prêt viager hypothécaire et la mobilisation de l'actif résidentiel des personnes âgées souligne que le besoin en trésorerie des personnes âgées sera important au cours des prochaines années, en raison :**

- de l'évolution de la pyramide des âges ;

---

<sup>1</sup> En l'état actuel du droit, le crédit hypothécaire mobilier est possible en France, mais pas sous forme rechargeable. La pratique du crédit hypothécaire mobilier demeure toutefois très restreinte. La simplification et la réduction du coût de l'hypothèque permettrait, là aussi, d'en accroître l'attractivité.

- de la détérioration prévisible de la situation financière des retraités par rapport à celle des actifs ;
- de l'accroissement des dépenses de dépendance ;
- de la nécessité pour les personnes âgées d'entretenir leur logement dans un contexte de renforcement des normes d'entretien ;
- de la volonté éventuelle des personnes âgées d'aider financièrement leurs descendants, de façon immédiate.

Pour répondre à ce besoin, des prêts viagers hypothécaires pourraient être consentis par des établissements financiers à des personnes physiques propriétaires de leur logement, en échange d'une inscription hypothécaire de premier rang et d'engagements de l'emprunteur, dont les principaux seraient d'utiliser le logement comme résidence principale et de respecter les obligations d'entretien, d'assurance, ainsi que les obligations de nature fiscale.

Le capital prêté pourrait être libéré soit en une fois, soit sous forme de rente jusqu'au décès ou au déménagement de l'emprunteur. La totalité du prêt serait remboursable lors de la libération du logement. **Ce mécanisme implique un risque de « dépassement », si l'emprunteur vit suffisamment longtemps pour que la dette dépasse la valeur du bien ou si le prix du logement évolue. Ce risque est géré de manière différente dans les pays qui pratiquent le prêt viager hypothécaire.**

#### **La gestion du risque de dépassement dans les pays pratiquant le prêt viager hypothécaire**

*« Dans les trois pays étudiés, ce risque est géré de manière différentes.*

*« Au **Royaume-Uni**, où deux prêteurs (Norwich Union, du groupe Aviva, et Northern Rock) détiennent 90 % du marché, l'un a titrisé ce risque (à l'exception du risque sur la longévité, qu'il conserve ; il s'agit d'un groupe d'assurance), l'autre l'a conservé dans son bilan (mais pourrait le titriser à l'avenir). Il s'agit donc d'un mécanisme de marché pur.*

*« Aux **Etats-Unis**, au contraire, l'interventionnisme prévaut. Le gouvernement fédéral a organisé et contre-garanti une assurance contre ce risque, financée par des primes payées par les emprunteurs, qui couvre les prêts viagers hypothécaires respectant certaines conditions (plafonnement du montant du prêt, obligation de recours à un conseil extérieur, etc.), soit plus de 90 % du marché (...). Les autres prêts soit donnent lieu à titrisation du risque de dépassement (...), soit sont conservés en portefeuille (...) eu égard notamment à leur faible encours.*

*« Au **Canada**, une seule société privée (...) réalise l'essentiel des prêts viagers hypothécaires (« hypothèques inversées »), les autres établissements de crédit se contentant de lui adresser leurs clients.*

*« Les modalités de gestion du risque de dépassement reflètent donc les traditions différentes des politiques du logement de ces trois pays.*

*« Aux **Etats-Unis**, le gouvernement fédéral s'attache à favoriser l'accès au crédit au logement. Son action reste marquée par le poids des agences (« Government sponsored enterprises » : Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, etc.) mises en place à l'apogée du keynésianisme en réaction à la crise des années 1930 et à la défaillance de l'offre de crédit.*

*« Au **Royaume-Uni**, il se caractérise par un libéralisme marqué.*

*« Au **Canada**, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (agence publique qui intervient largement dans le financement du logement, par du refinancement et de l'assurance-crédit) n'a pas souhaité offrir une garantie du risque de dépassement pour les « reverse mortgages ») dont elle n'a pas jugé l'objectif suffisamment social.*

*« Chacune de ces formules présente des avantages et des inconvénients. **En France, du point de vue de l'Etat, le choix d'intervenir ou non dans la gestion du risque de « dépassement » des prêts viagers hypothécaires constituera une décision essentielle.** »*

*Source : rapport précité sur le prêt viager hypothécaire et la mobilisation de l'actif résidentiel des personnes âgées.*

Bien que rien n'interdise aujourd'hui le prêt viager hypothécaire en France, la mission préconise la mise en place de dispositions législatives et réglementaires spécifiques *« pour clarifier le droit applicable, protéger le consommateur et contenir les coûts. (...) La mission a identifié des réformes ou des clarifications nécessaires dans les domaines suivants : droit de l'hypothèque, droit de la consommation, fiscalité, prestations sociales, règles prudentielles et comptables ».*

La mission relève qu'un certain nombre d'interlocuteurs lui ont opposé des arguments d'ordre moral, à l'encontre de ce mécanisme qui permettrait d'utiliser la valeur de son logement pour des dépenses de confort. Or, souligne le rapport *« cette réprobation morale de certains de nos interlocuteurs à l'égard d'une « dilapidation de l'héritage » potentielle est bien plus répandue lorsque l'héritage prend la forme d'un logement que lorsqu'il prend celle d'un placement financier. Le droit de financer des dépenses de consommation y compris d'agrément (croisières) en tirant sur leur livret A ou leur compte épargne-logement est unanimement reconnu aux personnes âgées. ».*

## II. LE DISPOSITIF D'HABILITATION

**Le présent article prévoit un dispositif d'habilitation très large, dont les finalités sont précisées de manière plus ou moins allusive.** L'exposé des motifs du projet de loi est toutefois plus précis, en se référant aux travaux évoqués ci-dessus, qui constitueront le socle de la réforme. Toutefois, d'après les informations obtenues de la chancellerie, **il est difficile au gouvernement de préciser point par point ses intentions dans la mesure où une phase de concertation avec les professionnels est déjà en cours.**

La présente habilitation s'articule de la façon suivante :

- s'agissant du cautionnement, du nantissement, du gage, de l'antichrèse, des privilèges et hypothèques (point 1°), le présent article précise qu'il s'agit d'opérer une refonte des dispositions du code civil, afin *« d'améliorer l'efficacité et la souplesse, de simplifier la constitution de ces garanties, d'en faciliter la transmission et de développer le crédit hypothécaire »* ;

- en ce qui concerne la délégation, la cession de créance, la subrogation personnelle, la novation, le contrat de rente viagère et la vente à réméré (point 2°), le texte présenté par le gouvernement ne précise pas les objectifs de l'habilitation. De surcroît, ces questions ne sont pas traitées par le rapport du groupe de travail présidé par le professeur Michel Grimaldi ;

- Concernant la clause de réserve de propriété (3°), il s'agirait d'*« aménager »* les dispositions la concernant et de les insérer dans le code civil ;

- S'agissant des garanties autonomes, des lettres d'intention ou de confort et du droit de rétention (4°), le dispositif vise à l'introduction dans le code civil de ces pratiques (reconnues aujourd'hui par la jurisprudence) ;

- Le 5° de cet article habilite le gouvernement à réformer la procédure d'expropriation forcée, c'est-à-dire de saisie immobilière, s'agissant notamment des ordres entre les créanciers ;

- Enfin, le 6° habilite le gouvernement à tirer les conséquences de la réforme, en modifiant à cet effet le code de commerce, le code des assurances, le code monétaire et financier et le code de la consommation.

**Le délai prévu pour l'habilitation est de neuf mois, à l'exception de l'ordonnance prévue par le 6° qui devra être prise dans un délai de douze mois.**

### III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

A l'initiative de sa commission des lois, l'Assemblée nationale a adopté plusieurs amendements tendant à encadrer le champ de l'habilitation et à en préciser les finalités. M. Philippe Houillon, rapporteur pour avis au nom de cette commission, a en effet rappelé que « *du fait de la jurisprudence constitutionnelle, le recours aux ordonnances appelle (...) de la part du gouvernement un effort de rigueur dans la définition de ses objectifs. Ainsi, le Conseil constitutionnel a jugé à plusieurs reprises (décisions n° 76-72 du 12 janvier 1977 – Territoire français des Afars et des Issas et n° 86-207 des 25 et 26 juin 1986 – Diverses mesures d'ordre économique) que le gouvernement, dans la loi l'habilitant à légiférer par ordonnances, est tenu « d'indiquer avec précision au Parlement quelle est la finalité des mesures qu'il se propose de prendre et leurs domaines d'intervention »* »<sup>1</sup>.

Par conséquent, le texte gouvernemental a subi les modifications suivantes :

- Au 1°) du présent article, le gouvernement est habilité à « *introduire, dans le code de commerce, des dispositions permettant le nantissement des stocks des entreprises* », et à « *modifier le code civil pour simplifier la constitution des sûretés réelles mobilières et leurs effets, étendre leur assiette et autoriser le gage sans dépossession* ». Les dispositions concernant le cautionnement ou les privilèges ne sont plus mentionnées, le gouvernement n'ayant pas clairement indiqué ses finalités sur ces sujets sensibles ;

- Au 2°) du présent article, le gouvernement est habilité à « *améliorer le fonctionnement de l'antichrèse, en autorisant le créancier à donner à bail l'immeuble dont le débiteur s'est dépossédé à titre de garantie, et pour développer le crédit hypothécaire, notamment au profit des particuliers, en permettant le crédit hypothécaire rechargeable et le prêt viager hypothécaire, en simplifiant la mainlevée de l'inscription hypothécaire et en diminuant son coût* ». **Le dispositif est ici beaucoup plus précis, s'agissant des finalités d'une réforme du crédit hypothécaire. Un sous-amendement de la commission des finances ajoute que le gouvernement devra veiller « à protéger les intérêts des personnes qui en bénéficient » ;**

- Au 3°), un amendement a précisé que les dispositions relatives à la clause de réserve de propriété devront être codifiées à droit constant ;

---

<sup>1</sup> Avis n° 2333 de M. Philippe Houillon au nom de la commission des lois sur le présent projet de loi.



- Au 4°), la définition jurisprudentielle des pratiques envisagées (garantie autonome, lettre d'intention, droit de rétention) est précisée ;

- Au 5°), un amendement a visé à préciser la nature et les objectifs des réformes en matière d'expropriation forcée et de procédures civiles d'exécution immobilière, afin de lever une ambiguïté qui pouvait laisser penser que le gouvernement aurait pu avoir l'intention de modifier, par ordonnance, d'une manière générale, les règles relatives à l'ordre des créanciers et aux privilèges dont sont assorties leurs créances.

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

De façon générale, **votre commission approuve une réforme visant à assouplir le droit des sûretés afin de permettre à cet outil de jouer pleinement son rôle économique.**

Ainsi, par exemple, la réforme du gage, visant à faciliter la constitution du gage sur stocks, devrait **faciliter l'accès des PME au crédit** et développer, en conséquence, les crédits commerciaux.

La simplification et l'assouplissement des procédures de réalisation des sûretés tendent également à favoriser le développement du crédit.

**S'agissant de l'hypothèque « rechargeable », comme du prêt viager hypothécaire, la réforme doit être considérée avant tout comme structurelle.** Elle offrira, en effet, des libertés supplémentaires dans l'arbitrage entre consommation et épargne et permettra une diversification des modalités de crédit. Il s'agit également d'une modalité de **soutien structurel à la consommation**. L'hypothèque « rechargeable » permettra notamment de compléter la gamme des produits de financement existants et de faciliter l'accession à la propriété, pour certains ménages ne pouvant bénéficier de garanties personnelles suffisantes.

**S'agissant plus précisément du prêt viager hypothécaire, celui-ci devrait correspondre, au moins pendant les premières années, à un marché « de niche »,** ainsi que le souligne la mission précitée sur ce sujet, qui montre que **le flux de prêts dans les pays pratiquant déjà cet outil reste limité, ce qui en relativise l'impact conjoncturel.** S'agissant des arguments « moraux » qui pourraient être opposés à cette réforme, votre rapporteur général estime souhaitable de donner à chacun la possibilité de mobiliser son patrimoine comme il l'entend, qu'il s'agisse d'un patrimoine financier ou d'un patrimoine immobilier. Le contexte démographique plaide, de plus, en faveur de cette réforme, qui devrait contribuer, quoique de façon modeste, à répondre aux besoins nouveaux des personnes âgées, en matière de dépendance ou d'entretien du logement par exemple, tout en favorisant, par ailleurs, des transmissions anticipées de patrimoine vers les générations suivantes.

**La réforme du crédit hypothécaire ne saurait toutefois être envisagée que de façon prudente.** Votre rapporteur général approuve le dispositif adopté à l'Assemblée nationale, en ce qu'il précise que le gouvernement devra veiller à protéger les intérêts des personnes qui bénéficieront des nouvelles possibilités de prêts. Les effets de la réforme seront, en tout état de cause, progressifs, ce qui devrait laisser le temps d'en affiner les contours, grâce à un dispositif d'évaluation qui sera indispensable.

**Votre rapporteur général note, par ailleurs, que la question de la participation de l'Etat à la garantie de ce type de prêt, au cas où le montant de la dette dépasserait la valeur du bien, demeure en suspens.**

Enfin, votre commission des finances approuve pleinement les initiatives de la commission des lois de l'Assemblée nationale, visant à **mieux encadrer la présente habilitation**. D'aucuns regretteront sans doute que ce texte, plus ciblé que celui envisagé initialement, ne permette pas la réforme d'ensemble tant attendue. Mais il était anormal que les finalités des réformes ne soient pas précisées, dans des domaines aussi importants que le cautionnement ou le crédit hypothécaire. Rien n'empêchera de compléter cette réforme, si nécessaire, lors d'un examen parlementaire ultérieur.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

### TITRE III

## SIMPLIFIER L'ACCES AU MARCHÉ ET RENFORCER LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS

### CHAPITRE I<sup>ER</sup>

## SIMPLIFIER L'ACCÈS AU MARCHÉ

### ARTICLE 7

#### Modification du champ de l'appel public à l'épargne

**Commentaire : le présent article modifie ou complète le code monétaire et financier en vue de réformer le champ de l'appel public à l'épargne et de faciliter le développement des entreprises. Il permet également aux sociétés locales d'épargne de faire à nouveau appel public à l'épargne.**

#### I. LE DROIT EXISTANT

##### *A. LES AVATARS ET IMPERFECTIONS DE LA DÉFINITION FRANÇAISE*

**La notion d'appel public à l'épargne est un des pivots de notre droit financier et des sociétés.** Le recours par un émetteur à une opération financière par voie d'appel public à l'épargne (APE) emporte une série d'obligations d'information des investisseurs, un contrôle approfondi de l'Autorité des marchés financiers (AMF), et constitue un critère important de distinction des formes sociales des personnes morales.

#### **1. Une articulation originellement délicate entre la présomption d'appel public à l'épargne et l'offre au public de titres**

**L'APE a fait l'objet d'une première tentative de définition par l'article 72 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, qui instituait des présomptions plutôt que des critères clairs.**

L'article 72, dans sa rédaction originelle, disposait ainsi que « *sont réputées faire publiquement appel à l'épargne les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, à dater de cette inscription, ou qui, pour le placement des titres quels qu'ils soient, ont recours, soit à des banques, établissements financiers ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconques* ». Cet article a ensuite été modifié pour faire référence, pour le placement des titres présomptif d'un appel public à l'épargne, au recours « *soit à des établissements mentionnés à l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage* ».

**Cette définition devait être articulée avec les dispositions afférentes à l'offre au public de titres non cotés** sur un marché officiel<sup>1</sup>, prévues par le règlement n° 92-02 de la Commission des opérations de bourse (COB), relatif à l'offre au public de valeurs mobilières. L'article 2 de ce règlement précisait ainsi que le terme d'offre s'entendait du placement de valeurs mobilières dans le cadre d'une émission ou d'une cession, et que le caractère public de l'offre résultait de la diffusion de valeurs mobilières **au-delà d'un cercle de 300 personnes** ou du recours, pour leur placement, à des intermédiaires financiers ou à tout procédé de publicité ou de démarchage.

Le seuil « plancher » de 300 personnes, distinguant le placement privé de l'APE, **tendait donc à devenir un critère supplémentaire, voire le critère majeur de l'appel public à l'épargne**, mais ne tenait pas compte de la dispersion des titres et donnait à penser qu'il pouvait exister une forme automatique d'appel public à l'épargne, sans manifestation de volonté de l'émetteur, par « *progression naturelle* »<sup>2</sup> vers un nombre de détenteurs supérieur à ce seuil.

La loi du 24 juillet 1966, en faisant également référence aux moyens utilisés pour le placement des titres, tels que la publicité et le démarchage, tendait à réserver l'APE essentiellement aux investisseurs profanes ou insuffisamment informés, sans pour autant définir la notion de « public ». Les dispositions précitées du règlement n° 92-02 de la COB ne faisaient cependant pas du recours au démarchage ou à un intermédiaire financier des éléments caractéristiques de l'APE, mais uniquement du caractère public d'une offre de titres. Les importantes conséquences pratiques de l'offre de titres par voie d'appel public à l'épargne, telles que le visa de la COB et l'obligation pour l'émetteur d'établir un prospectus, **rendait donc malaisée et insuffisante l'appréhension de ce seul critère qualitatif**.

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire, aux termes de l'article premier du règlement de la COB, « l'offre au public (...) de valeurs mobilières qui n'ont pas fait l'objet d'une admission aux négociations d'une bourse de valeurs située ou opérant en France ou dont l'admission à la cote officielle ou à celle du second marché n'est pas demandée ».

<sup>2</sup> Selon l'expression de Mme Bénédicte François in « Vers une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne », *Recueil Dalloz* 2004.

## **2. L'introduction des notions d' « investisseur qualifié » et de « cercle restreint d'investisseurs » par la loi du 2 juillet 1998**

### *a) La définition positive de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier*

La définition de l'appel public à l'épargne a été rénovée par la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, et codifiée dans les articles L. 411-1 et L. 411-2 du code monétaire et financier. **L'article L. 411-1** du code monétaire et financier n'a pas apporté d'importantes innovations, puisqu'il dispose, selon une formulation proche de celle de la loi du 24 juillet 1966 mais sans recourir à la présomption, que **l'APE est constitué par l'une des deux opérations ci-après.**

1) L'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé

Le premier critère réside dans **l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé**. Il s'agit donc de l'introduction d'un titre sur la cote d'un marché boursier réglementé. La liste de ces marchés est déterminée par un arrêté du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie.

Ces marchés bénéficient, jusqu'à la prochaine transposition de la directive 2004/72/CE du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers<sup>1</sup>, du **principe de centralisation des ordres boursiers**, prévu par l'article L. 421-12 du code monétaire et financier<sup>2</sup> et qui sera abrogé au profit de la mise en place d'une concurrence entre les différents canaux d'exécution des ordres que sont les marchés réglementés, les plates-formes multilatérales de négociation (ou marchés « organisés ») et les systèmes bilatéraux internalisés au sein des prestataires de services d'investissement. Aux termes de l'article L. 421-4 du code monétaire et financier, l'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé est décidée par l'entreprise de marché qui gère ledit marché (en France, Euronext Paris), sous réserve du droit d'opposition de l'AMF.

---

<sup>1</sup> Cette transposition est prévue par l'article 5 du projet de loi n° 2281 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, examiné en première lecture au Sénat le 2 mai 2005.

<sup>2</sup> Dont le premier alinéa dispose que « les transactions sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé, réalisées au profit d'un investisseur résidant habituellement ou établi en France, par un prestataire de services d'investissement agréé ou exerçant en France par voie de libre prestation de services ou de libre établissement, **sont nulles si elles ne sont pas effectuées sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen** ».

2) L'émission ou la cession de titres en ayant recours à des moyens spécifiques

Le second critère de l'APE réside dans **l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement**. Cette modalité distincte de la cotation prévoit donc **deux critères cumulatifs** ayant trait à la **destination** de l'opération – l'offre au « *public* » – et aux **moyens** utilisés, ces derniers distinguant la technique (le démarchage ou la publicité) et les intermédiaires auxquels l'émetteur a recours. La nature des supports de publicité n'est pas précisée et est donc visée extensivement : il peut s'agir d'annonces dans la presse ou par voie audio-visuelle, de la diffusion d'affiches et de brochures, de circulaires ou tracts adressés à un large public<sup>1</sup>.

Il convient ici de préciser que **l'admission d'un instrument financier à la cote sur un marché non réglementé n'emporte pas une qualification automatique d'appel public à l'épargne**, contrairement à la cotation sur un marché réglementé, explicitement visée en tant que premier critère de l'APE. La qualification éventuelle d'APE pour une telle opération devra donc être examinée au regard des autres critères précités de l'APE.

L'APE se réfère à la notion d'« *instrument financier* », définie par l'article L. 211-1 du code monétaire et financier<sup>2</sup>, plutôt qu'à celle de « *valeur mobilière* », utilisée par la législation européenne (cf. *infra*) et définie par l'article L. 211-2 du même code. Le recours à l'APE, c'est-à-dire au financement par tout type d'investisseur sur les marchés constitue une **notion plus large que la seule cotation sur un marché réglementé**, et est susceptible d'intervenir à différents stades du développement d'une société (constitution, introduction en bourse, augmentation de capital, émission d'obligations, *etc.*). Autrement dit, **la cotation présume l'APE mais l'APE ne présume pas la cotation** ; celle-ci procède du critère formel de l'admission à la négociation, tandis que l'APE procède d'un faisceau de critères.

---

<sup>1</sup> Un arrêt de la Cour d'appel de Paris a ainsi considéré qu'entraîné dans le champ de l'appel public à l'épargne l'insertion d'encarts publicitaires dans un journal publié par une association d'usagers du service public, dès lors que le périodique concerné n'était pas réservé aux seuls adhérents de l'association mais également proposé à la vente au public.

<sup>2</sup> Aux termes de cet article, les instruments financiers comprennent :

« 1. Les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ;  
« 2. Les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créances qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;  
« 3. Les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ;  
« 4. Les instruments financiers à terme ;  
« 5. Et tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, émis sur le fondement de droits étrangers. (...)  
« Les instruments financiers ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds commun de placement ou un fonds commun de créances ».

*b) Les importantes précisions négatives de l'article L. 411-2 du même code*

L'article L. 411-2 du même code complète cette définition en précisant les **opérations qui ne sont pas constitutives d'un appel public à l'épargne**. Sont ainsi visées les opérations d'émission ou de cession d'instruments financiers **auprès d'investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint d'investisseurs**, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre. Ce type d'opération constitue ce que l'on appelle couramment le « placement privé ».

1) L'investisseur qualifié

Un **investisseur qualifié** est « *une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers* ». La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés a été fixée par le décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998<sup>1</sup> (cf. encadré *infra*). **Les dispositions du décret tendent ainsi à distinguer deux grandes catégories d'investisseurs qualifiés**, recoupant en partie la notion non législative d' « investisseur institutionnel » :

- ceux par nature, du fait de l'activité exercée par la personne morale (sociétés à vocation financière et professionnels de l'investissement agissant pour compte propre ou pour le compte d'investisseurs qualifiés) ;

- et ceux qui le deviennent par une déclaration des organes de direction de certaines sociétés. Les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont en outre réputés agir en qualité d'investisseurs qualifiés.

---

<sup>1</sup> Décret portant application des dispositions de l'article 6 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse.

**La notion d'investisseur qualifié selon le décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998**

« Article 1<sup>er</sup>. - I. - Sont des investisseurs qualifiés au sens du II de l'article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 susvisée lorsqu'ils agissent pour compte propre :

« 1° Les établissements de crédit et les compagnies financières mentionnés, respectivement, à l'article 18 et à l'article 72 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée ;

« 2° Les institutions et services mentionnés à l'article 8 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée ;

« 3° Les entreprises d'investissement mentionnées à l'article 7 de la loi du 2 juillet 1996 susvisée ;

« 4° Les sociétés d'investissement régies par l'ordonnance du 2 novembre 1945 susvisée ;

« 5° Les sociétés d'assurance et de capitalisation, ainsi que les sociétés de réassurance régies par le code des assurances ;

« 6° Les institutions de prévoyance régies par le code de la sécurité sociale ;

« 7° La Caisse d'amortissement de la dette sociale instituée par l'article 1<sup>er</sup> de l'ordonnance du 24 janvier 1996 susvisée.

« II. - Sont également des investisseurs qualifiés au sens du II de l'article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 susvisée, lorsqu'ils agissent pour compte propre, et à partir du jour de la publication au Bulletin des annonces légales obligatoires **d'une décision prise en ce sens, selon le cas, par le conseil d'administration, par le directoire ou par le ou les gérants :**

« 1° Les sociétés de capital-risque mentionnées à l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 11 juillet 1985 susvisée ;

« 2° Les sociétés financières d'innovation mentionnées au III de l'article 4 de la loi du 11 juillet 1972 susvisée ;

« 3° **Les sociétés commerciales régies par la loi du 24 juillet 1966 susvisée dont le total du bilan consolidé, ou à défaut le total du bilan social, du dernier exercice, tel que publié et certifié par les commissaires aux comptes, est supérieur à cent cinquante millions d'euros ;**

« 4° Les établissements publics nationaux à caractère industriel et commercial dont des titres sont négociés sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;

« 5° Les organismes mutualistes régis par le code de la mutualité gérant en leur sein une caisse autonome agréée en vertu des dispositions de l'article L. 321-2 dudit code ;

« 6° Les sociétés dont un ou plusieurs investisseurs qualifiés mentionnés au I ci-dessus ou aux 1° à 5° du présent II détiennent, ensemble ou séparément, directement ou indirectement, au moins 99 % du capital ou des droits de vote.



« La décision prise par le conseil d'administration, par le directoire ou par le ou les gérants rapportant la décision mentionnée au premier alinéa du présent II prend effet à partir de sa publication au Bulletin des annonces légales obligatoires.

« III. - Les personnes mentionnées au I ci-dessus ainsi que les sociétés de gestion mentionnées à l'article 12 de la loi du 23 décembre 1988 susvisée sont réputées agir en qualité d'investisseur qualifié lorsqu'elles agissent pour le compte d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou d'un investisseur qualifié appartenant à l'une des catégories mentionnées au I ou au II ci-dessus ».

## 2) Le cercle restreint d'investisseurs

Un **cercle restreint d'investisseurs** est « composé de personnes, autres que les investisseurs qualifiés, liées aux dirigeants de l'émetteur par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial ». Sont en outre réputés constituer de tels cercles **ceux composés d'un nombre de personnes inférieur à cent**, seuil fixé par le décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998, précité.

Cette notion de cercle restreint d'investisseurs, qui crée pour ces derniers une présomption d'investisseurs avisés du fait de leur nombre réduit et de leur proximité relationnelle avec l'émetteur, est conforme aux dispositions de l'article 2 de la directive 89/298/CE du 17 avril 1989 relative au contrôle et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public<sup>1</sup>. Elle constitue en quelque sorte une légalisation de la notion de « placement privé », sous-jacente dans le règlement n° 92-02 de la COB, précité, tout en **abaissant le seuil de 300 à 100 personnes. Le caractère subjectif du critère relationnel<sup>2</sup> du cercle restreint d'investisseurs tend toutefois à s'effacer devant le critère objectif du seuil quantitatif.** De fait, le règlement n° 98-09 de la COB relatif aux opérations effectuées par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne retient à titre principal le seuil de cent personnes en tant que présomption simple de cercle restreint d'investisseurs.

La définition de l'APE par la loi du 2 juillet 1998, précitée, procède donc d'une logique différente de celle de la loi du 24 juillet 1966, puisqu'elle tend davantage à déduire cette notion *a contrario*, en prévoyant deux exceptions plus opérationnelles que les termes assez généraux de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier.

---

<sup>1</sup> L'article 2 de cette directive précise ainsi que cette dernière ne s'applique pas à l'« offre de valeurs mobilières à un cercle restreint de personnes ».

<sup>2</sup> Le décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998 n'a ainsi pas précisé le champ des relations personnelles, et la COB n'a pas fixé de degré de parenté pour les relations familiales. Dans le cas du cercle restreint d'investisseurs, « **la confiance de l'investisseur à l'égard des dirigeants vient remplacer la fourniture organisée d'informations** », ainsi que l'estime Mme Bénédicte François dans son article précité.

3) La confirmation de certaines options proposées par le Sénat

Lors des débats de première lecture sur la loi du 2 juillet 1998, précitée, votre rapporteur général avait proposé d'introduire **trois catégories d'investisseurs qualifiés**, qui n'ont finalement pas été retenues :

- les investisseurs « professionnels » : personnes morales agréées pour réaliser des opérations sur instruments financiers ;

- les investisseurs « institutionnels » : personnes morales qui, sans être des professionnels de la finance, disposent néanmoins des compétences et moyens nécessaires pour appréhender les risques liés aux opérations financières ;

- et les personnes physiques se déclarant investisseurs qualifiés, selon des conditions déterminées par la COB.

Le Sénat avait également adopté en première lecture, sur l'initiative de votre rapporteur général, une nouvelle définition du cercle restreint d'investisseurs selon une approche purement quantitative, tendant à ne **retenir que le seul critère du seuil** – fixé à 300 personnes, seuil alors retenu par la COB – comme présomptif de liens de proximité avec l'investisseur<sup>1</sup>. Si la formulation retenue par la loi du 2 juillet 1998 n'a que partiellement intégré ces préoccupations en faisant du seuil une modalité de preuve, mais définie par des dispositions réglementaires et non par la loi, **la pratique a plutôt confirmé cette approche quantitative**, jugée par votre rapporteur général plus sécurisante pour les professionnels ne recourant pas à l'appel public à l'épargne.

### **3. Les obligations imposées aux émetteurs faisant appel public à l'épargne**

Toute personne morale française ou étrangère, de droit public ou privé faisant appel public à l'épargne en France doit respecter certaines obligations d'information, prévues par l'article L. 412-1 du code monétaire et financier et par le règlement général de l'AMF. La réalisation d'une telle opération (éventuellement unique) fait accéder l'émetteur au statut transversal de « société faisant appel public à l'épargne », qui implique le **respect d'un certain formalisme sur la transparence de l'information financière**

---

<sup>1</sup> Lors des débats du 29 avril 1998, votre rapporteur général considérait que « ce n'est pas parce que les investisseurs sont en nombre « restreint » qu'ils ne justifient pas (...) une protection particulière, mais parce que ce nombre « restreint » est considéré comme étant un bon indicateur de leur proximité avec l'émetteur et donc de leur connaissance des risques qui entourent l'opération à laquelle ils participent ».

permanente (pour chaque opération) ou périodique (à dates fixes). De ce fait, les formes sociales adaptées aux entreprises de taille moyenne ou grande, telles que la société anonyme ou la société en commandite par actions, sont celles que la faculté de recourir à l'APE privilégie (cf. *infra*).

La principale obligation préalable à l'opération d'APE consiste en la publication d'une série d'informations sur l'émetteur et les caractéristiques de l'opération, sous la forme d'un « **prospectus** », visé par l'AMF, qui ne se compose pas nécessairement d'un document unique. Les prescriptions relatives à l'établissement et à la diffusion de ce prospectus, qui relèvent essentiellement du règlement général de l'AMF, sont détaillées dans le commentaire de l'article 8 du présent projet de loi.

Au sein de l'APE, et en application des dispositions de l'article L. 421-3 du code monétaire et financier<sup>1</sup>, l'admission à la cote officielle d'un marché réglementé, puis l'introduction en bourse et la cotation elle-même, supposent que l'émetteur satisfasse les **conditions et procédures<sup>2</sup> édictées par l'entreprise de marché** – en France, Euronext Paris – pour le compartiment de marché auquel il compte accéder<sup>3</sup>, ainsi que les conditions attachées à la qualité de membre des marchés de titres ou d'instruments dérivés d'Euronext.

Les émetteurs faisant APE doivent également disposer d'un **capital social d'au moins 225.000 euros**. Il convient enfin de relever que les sociétés anonymes constituées directement par APE – cas rare en pratique – sont soumises à des formalités spécifiques prévues par les articles L. 225-2 à L. 225-11 du code de commerce<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> *Qui dispose en particulier que* « doivent notamment être fixées par les règles de ce marché, établies par l'entreprise de marché définie à l'article L. 441-1, les conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations d'un ou plusieurs instruments financiers, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations. Ces règles sont approuvées par l'Autorité des marchés financiers ».

<sup>2</sup> *Ces conditions ont par exemple trait à la négociabilité et à la liquidité des titres proposés, au dépôt des comptes annuels de plusieurs exercices, à la diffusion dans le public d'une fraction du capital supérieure à un seuil déterminé*

<sup>3</sup> *A la bourse de Paris, les compartiments « A », « B » ou « C », selon le niveau de capitalisation boursière de l'émetteur.*

<sup>4</sup> *On peut ainsi mentionner :*

- *la rédaction d'un projet de statut qui doit être déposé au greffe du tribunal de commerce où il peut être consulté par les tiers ;*
- *la rédaction d'une notice d'information, publiée au Bulletin des annonces légales et officielles, permettant de renseigner les souscripteurs sur les principales caractéristiques de la société ;*
- *la rédaction, à l'intention du public, d'une note d'information visée par l'AMF ;*
- *l'établissement de bulletins de souscription pour la constitution des apports en numéraire ;*
- *la convocation d'une assemblée générale constitutive, qui constate que le capital a été entièrement souscrit et libéré à hauteur d'au moins la moitié. L'assemblée nomme les premiers administrateurs et désigne un ou plusieurs commissaires aux comptes.*

#### 4. Les restrictions imposées à certaines catégories d'émetteurs

##### *a) Les interdictions prévues pour certains types de sociétés commerciales*

Les articles L. 412-2 à L. 412-4 du code monétaire et financier définissent les **interdictions et sanctions** relatives à l'appel public à l'épargne.

L'article L. 412-2, relatif aux interdictions d'émettre des valeurs mobilières ou de faire appel public à l'épargne, se réfère aux articles L. 223-11, L. 227-2 et L. 228-39 du code de commerce. Les sociétés par actions simplifiées (SAS) ne peuvent ainsi faire appel public à l'épargne, et les sociétés à responsabilité limitée (SARL) tenues de désigner un commissaire aux comptes et dont les comptes des trois derniers exercices de douze mois ont été régulièrement approuvés par les associés, peuvent, sans faire appel public à l'épargne, émettre des obligations nominatives. L'article L. 412-4 du code monétaire et financier prévoit en outre que les groupements européens d'intérêt économique ne peuvent faire publiquement appel à l'épargne, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis.

Aux termes de l'article L. 412-3, les manquements aux interdictions édictées aux articles précités du code de commerce sont **sanctionnés par l'article 1841 du code civil**, qui dispose qu' « *il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de faire publiquement appel à l'épargne ou d'émettre des titres négociables, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis* ».

##### *b) Le cas particulier des sociétés locales d'épargne*

Les **sociétés locales d'épargne** font l'objet de dispositions particulières. Créées par l'article 8 de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière, qui a notamment modifié le statut des caisses d'épargne et de prévoyance en les transformant en banques coopératives, les sociétés locales d'épargne ont succédé aux anciens groupements locaux d'épargne et sont des sociétés coopératives soumises aux dispositions de la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération. **Affiliées au réseau des caisses régionales d'épargne dont elles détiennent les parts sociales<sup>1</sup>**, elles demeurent des sociétés coopératives d'un

---

<sup>1</sup> Dans le cadre du statut coopératif du groupe, les parts sociales composant le capital des caisses d'épargne sont détenues par les sociétés locales d'épargne (au nombre de 450 en France), qui représentent un échelon intermédiaire permettant de renforcer l'ancrage local. Les sociétés locales d'épargne d'une caisse d'épargne contrôlent ensemble la majorité de son capital.

type particulier puisqu'elles n'ont pas de véritable activité économique<sup>1</sup>. Aux termes de l'article L. 512-92 du code monétaire et financier, leur principale mission consiste ainsi à contribuer à l'élaboration des orientations générales de la caisse d'épargne à laquelle elles sont affiliées, à animer le sociétariat de proximité des caisses d'épargne et à « *favoriser la détention la plus large de leur capital* ».

L'article 22 de la loi du 25 juin 1999, précitée, a prévu un **régime transitoire, s'achevant au 31 décembre 2003**, afin de permettre à chaque société locale d'épargne de constituer son sociétariat et d'acquérir progressivement les parts sociales de sa caisse régionale d'épargne d'affiliation. Le financement de ces acquisitions fut assuré par les caisses d'épargne, qui ont octroyé aux sociétés locales d'épargne un prêt sans intérêt, remboursé au fur et à mesure de la souscription des parts par les sociétaires<sup>2</sup>.

En outre, l'article 28 de la même loi a prévu, durant la même période transitoire d'émission et de placement des parts sociales (représentant un montant d'environ 3 milliards d'euros), **un dispositif d'information des sociétaires, visé par la Commission des opérations de bourse, dont les modalités étaient semblables à celles de l'appel public à l'épargne**. Il dispose ainsi qu'« *à partir du moment où les sociétés locales d'épargne sont réputées constituées (...), et jusqu'au 31 décembre 2003, chaque caisse d'épargne et de prévoyance doit publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document d'information portant sur le contenu et les modalités de l'émission de parts sociales représentatives du capital des sociétés locales d'épargne qui lui sont affiliées, sur les liens, notamment juridiques et financiers, entre la caisse d'épargne et de prévoyance et les sociétés locales d'épargne affiliées, ainsi que sur la situation financière et l'évolution de l'activité de la caisse d'épargne et de prévoyance* ».

---

<sup>1</sup> Comme en témoignent leur dispense d'immatriculation au registre du commerce et des sociétés, et surtout l'interdiction qui leur est faite de réaliser des opérations de banque, prévues par l'article 8 de la loi du 25 juin 1999, précitée.

<sup>2</sup> Le IV de cet article prévoit ainsi :

« Au plus tard cinq mois à compter de la publication de la présente loi, le conseil d'orientation et de surveillance de chaque caisse d'épargne et de prévoyance fixe le nombre de parts sociales de cette caisse à souscrire par chacune des sociétés locales d'épargne de sa circonscription territoriale, en fonction notamment de l'importance de la population comprise dans le territoire qu'elles couvrent. **Chaque société locale d'épargne souscrit les parts sociales lui revenant grâce à un prêt sans intérêt, d'un montant égal à la valeur totale de ces parts, que lui consent la caisse d'épargne et de prévoyance.** Ce prêt est amorti au fur et à mesure de la souscription des parts sociales qui constituent le capital de la société locale d'épargne par les sociétaires ».

**B. LES NOUVELLES DÉFINITIONS INTRODUITES PAR LA DIRECTIVE  
« PROSPECTUS » DU 4 NOVEMBRE 2003**

**1. Une importante réforme du cadre de l'information fournie par les émetteurs**

La directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, a renouvelé le cadre communautaire de l'information que les émetteurs doivent fournir aux investisseurs lors de l'offre au public ou de la cotation de leurs titres, qui se traduit essentiellement par la **publication d'un prospectus** mentionnant les caractéristiques de l'émetteur et des valeurs mobilières proposées.

La directive 2003/71/CE, qui constitue un pan important de l'édification du marché financier unique, dans le cadre du **Plan d'action pour les services financiers** présenté par la Commission européenne en mai 1999, a ainsi pour objectif de créer un « **passport unique** » pour les émetteurs, accepté dans tous les Etats membres dès lors qu'il a été approuvé par l'autorité compétente de l'Etat d'origine de l'émetteur.

Le champ de cette directive<sup>1</sup> n'est pas fondé sur le critère d'« appel public à l'épargne » retenu par la législation française, mais sur celui, voisin, d'« **offre de valeurs mobilières au public** » (cf. *infra*), de telle sorte que les dérogations qu'elle prévoit à la publication du prospectus, en particulier en cas d'offre limitée aux investisseurs qualifiés, **sont susceptibles d'exercer un impact sur la définition du champ de l'APE**. Un principe essentiel de la directive<sup>2</sup>, comme des obligations qu'emporte pour les émetteurs la procédure d'APE, consiste en effet à **moduler le niveau requis d'information** en fonction de la compétence et des connaissances présumées des investisseurs.

L'article 2 de la directive prévoit ainsi deux définitions de l'« *offre au public de valeurs mobilières* » et des investisseurs qualifiés, liées à la notion d'appel public à l'épargne.

---

<sup>1</sup> Dont les principales dispositions sont exposées dans le commentaire de l'article 8 du présent projet de loi.

<sup>2</sup> Dont le seizième considérant précise :

« L'un des objectifs de la présente directive est de protéger des investisseurs. Il convient donc de différencier les besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs, notamment en fonction de leur niveau de compétence. **Il n'est ainsi pas nécessaire de publier un prospectus en cas d'offre limitée aux investisseurs qualifiés** ».

## 2. L'offre au public de valeurs mobilières

L'« *offre au public de valeurs mobilières* » est définie comme « *une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières. Cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers* ».

**Cette notion est donc proche quoique distincte de celle d'appel public à l'épargne**, notamment parce que sa définition est fondée sur l'acte de communication et le niveau de l'information plutôt que sur la nature des opérations de l'émetteur. La définition communautaire n'opère aucune distinction selon les moyens, si ce n'est la référence au placement par des intermédiaires, alors que l'APE, selon les termes de l'article L. 411-1, envisage le recours à la publicité, au démarchage et à certaines catégories de professionnels. Les termes de la directive font également référence aux valeurs mobilières, alors que la définition française de l'APE vise les instruments financiers. Le terme de « public » n'est pas défini dans l'un et l'autre cas.

**La notion d'appel public à l'épargne n'est toutefois pas absente du droit communautaire** (bien que celui-ci introduise une distinction avec l'admission sur une cote officielle, qui dans la définition française est incluse dans l'APE), puisque le trentième considérant de la directive « prospectus » précise notamment que « *les différences sur le plan de l'efficacité, des méthodes et de la périodicité du contrôle des informations contenues dans les prospectus compliquent la tâche des entreprises qui souhaitent faire appel public à l'épargne dans plusieurs États membres ou se faire admettre à la négociation sur les marchés réglementés de plusieurs États membres* ».

## 3. L'investisseur qualifié

La notion d'investisseur qualifié fait l'objet d'une définition complète et s'applique tant à certaines catégories de personnes morales, qui sont les seules visées par la notion française d'appel public à l'épargne, que de **personnes physiques**, ces dernières faisant l'objet de critères précis d'éligibilité. Les **investisseurs qualifiés personnes morales, par nature ou sur option**, sont ainsi :

« *i) les personnes morales agréées ou réglementées en tant qu'opérateurs sur les marchés financiers, et notamment les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les autres établissements financiers agréés ou réglementés, les entreprises d'assurance, les organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion, les fonds de pension et de*

*retraite et leurs sociétés de gestion, les courtiers en matières premières, ainsi que les entités non agréées ou non réglementées dont l'objet social exclusif est le placement en valeurs mobilières ;*

*« ii) les gouvernements nationaux et régionaux, les banques centrales, les organisations internationales et supranationales comme le Fonds monétaire international, la Banque centrale européenne, la Banque européenne d'investissement, et les autres organisations internationales analogues ;*

*« iii) les autres personnes morales qui ne remplissent pas deux des trois critères figurant au point f).*

Les critères ainsi fixés par le point f du premier paragraphe de l'article 2 correspondent à la définition des **petites et moyennes entreprises** (PME), qui sont *« les sociétés qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes : un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice, un total du bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros et un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 millions d'euros ».*

L'article 2 de la directive prévoit néanmoins que **certaines PME peuvent, lorsqu'elles en font la demande, être considérées comme des investisseurs qualifiés**. Il prévoit ainsi que *« sous réserve de reconnaissance mutuelle, un État membre peut agréer les PME ayant leur siège statutaire dans cet État membre et qui ont demandé expressément à être considérées comme des investisseurs qualifiés ».*

Le point 2 de l'article 2 de la directive prévoit également, à l'instar des PME, que **certaines personnes physiques** peuvent demander, sous réserve de reconnaissance mutuelle, à être agréées en tant qu'investisseurs qualifiés par l'Etat membre de résidence. **Elles doivent alors remplir au moins deux des trois critères suivants :**

*« a) l'investisseur a effectué sur le marché des valeurs mobilières des opérations d'une taille significative à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ;*

*« b) la valeur du portefeuille de valeurs mobilières de l'investisseur dépasse 500.000 euros ;*

*« c) l'investisseur travaille ou a travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an, dans une position professionnelle exigeant une connaissance du placement en valeurs mobilières ».*



Cette **démarche pragmatique** permet donc de considérer comme investisseur qualifié une personne physique dont le niveau de compétence, le patrimoine, ou la taille et la fréquence élevées des opérations financières sont autant d'indices d'une connaissance approfondie des mécanismes des marchés financiers, analogue à celle de personnes morales ayant recours à ces marchés en tant qu'investisseur ou émetteur.

De façon connexe, la prise en compte de la pratique et de la connaissance réelles des investisseurs personnes physiques a également une **incidence sur la qualification fiscale de certains revenus**. A l'initiative de votre rapporteur général, qui s'était inspiré de la jurisprudence du Conseil d'Etat<sup>1</sup>, les nouvelles dispositions de l'article 92 du code général des impôts, modifiées par l'article 12 de la loi n° 2004-804 du 9 août 2004 relative au soutien à la consommation et à l'investissement, permettent désormais de requalifier en bénéfiques non commerciaux les produits des opérations de bourse effectuées « *dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations* ». L'imposition des plus-values sur cessions de valeurs mobilières est ainsi différenciée – barème de l'impôt sur le revenu ou taux forfaitaire et prélèvements sociaux – selon que le contribuable personne physique est un investisseur « averti » ou non.

Le paragraphe 3 de l'article 2 de la directive 2003/71/CE, précitée, prévoit en outre les **modalités d'enregistrement** des investisseurs considérés comme qualifiés sur option. Il dispose ainsi que « *chaque autorité compétente veille à ce que les mécanismes appropriés soient en place pour un registre des personnes physiques et des PME considérées comme investisseurs qualifiés, en tenant compte de la nécessité d'assurer un niveau adéquat de protection des données. Ce registre est mis à la disposition de tous les émetteurs. Toute personne physique ou PME souhaitant être considérée comme investisseur qualifié doit être enregistrée et chaque investisseur enregistré peut décider à tout moment de renoncer à sa qualité d'investisseur qualifié* ».

#### 4. Le cercle restreint d'investisseurs

La directive « prospectus » du 4 novembre 2003 ne propose pas une définition du cercle restreint d'investisseurs, mais dispense de l'obligation de publier un prospectus certaines catégories d'offres au public (cf. commentaire de l'article 8 du présent projet de loi), parmi lesquelles celles adressées à **moins de cent personnes** physiques ou morales par Etat membre, autres que des investisseurs qualifiés. Ce seuil est donc identique à celui actuellement prévu par le droit français (cf. *supra*).

---

<sup>1</sup> Qui utilise un « faisceau d'indices » (cf. en particulier CE 3 février 2003, n° 232040, 3<sup>ème</sup> et 8<sup>ème</sup> sous-sections, Roche) permettant de mieux caractériser les opérations boursières « habituelles », terme qui figurait auparavant à l'article 92 du code général des impôts.

## **5. Les catégories de valeurs mobilières et d'offres exclues du champ de la directive**

L'article premier de la directive « prospectus » prévoit que les dispositions de cette dernière ne s'appliquent pas à certaines catégories de titres, parmi lesquelles :

- les parts émises par les organismes de placement collectif non fermés ;

- les valeurs mobilières autres que des titres de capital émises par certaines **entités publiques**, que sont les Etats membres et leurs autorités régionales ou locales, les organisations publiques internationales auxquelles adhèrent un ou plusieurs Etats membres, la Banque centrale européenne et les banques centrales des Etats membres, ainsi que les valeurs mobilières que ces entités garantissent inconditionnellement et irrévocablement ;

- les valeurs mobilières émises par des **associations** bénéficiant d'un statut légal ou par des organismes sans but lucratif ;

- les valeurs mobilières autres que des titres de capital émises d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit, et satisfaisant certains critères ;

- les valeurs mobilières figurant dans une **offre d'un montant total, calculé sur une période de douze mois, inférieur à 2,5 millions d'euros**.

L'article 3 de la directive précitée prévoit, en outre, que l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas à certaines catégories d'offres, alternativement ou cumulativement. Il s'agit des offres de valeurs mobilières :

- adressées uniquement aux investisseurs qualifiés, et/ou à moins de cent personnes physiques ou morales par Etat membre, autres que des investisseurs qualifiés, et/ou à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un prix total supérieur ou égal à 50.000 euros par investisseur et par offre distincte ;

- dont la valeur nominale unitaire est supérieure ou égale à 50.000 euros ;

- dont le montant total est inférieur à 100.000 euros (limite calculée par période de douze mois).

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **I** du présent article propose de modifier et de restreindre le champ de l'appel public à l'épargne, **afin de limiter le coût pour les émetteurs de certaines opérations de financement sur les marchés**, en particulier celles correspondant aux premiers stades de la vie d'une entreprise, tels que l'amorçage et le développement. Le **II** prévoit des dispositions particulières pour les sociétés locales d'épargne.

### **A. UN CHAMP DE L'APE PLUS COMPLEXE MAIS PLUS ADAPTÉ AUX CONDITIONS ÉCONOMIQUES**

Le **I** du présent article propose une nouvelle rédaction, plus étoffée que l'actuelle, de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier. Il tend donc à **redéfinir « en creux » le champ de l'APE** en précisant les opérations ne relevant pas de ce régime, plutôt qu'à reformuler les deux grandes catégories d'opérations par APE prévues par l'article L. 411-1 du même code (cf. *supra*). Le texte proposé pour les I et II de l'article L. 411-2 reprend en partie la distinction, introduite par l'article L. 411-1, entre les opérations d'APE par admission à la négociation sur un marché réglementé et celles consistant en l'émission ou la cession d'instruments financiers, et prévoit les exceptions afférentes à ces deux catégories.

La liste de ces exceptions tient en partie compte de certaines dispositions de la directive « prospectus » du 4 novembre 2003, précitée. **Elle tend néanmoins à aller plus loin**, dans la mesure où la sortie du champ de l'APE permet, conformément à ce qui a été mentionné *supra*, d'exonérer les émetteurs concernés d'obligations plus étendues que la simple publication du prospectus, qui constitue l'objet de la directive.

Il était ainsi possible de prévoir trois options, selon que les nouvelles exclusions proposées par le présent article faisaient référence à des opérations qui, aux termes de la directive, sont hors de son champ d'application (article premier) ou simplement dispensées de prospectus (article 3). **L'option maximaliste, privilégiée par le présent article, tend à exclure ces opérations du champ de l'APE** ; celle, minimaliste, consiste à les maintenir dans ce champ ; et celle, intermédiaire, cumule le maintien dans l'APE et la dispense de prospectus.

## **1. Les exclusions portant sur certains instruments financiers admis à une cote officielle, émis ou cédés**

Le texte proposé par le I du présent article pour le I de l'article L. 411-2, précité, exclut du champ de l'APE l'admission à la négociation sur un marché réglementé, l'émission ou la cession dans le public de **quatre catégories d'instruments financiers**, prévus par les 1° à 4° de cet article.

Les trois premiers cas, qui procèdent d'une extension *rationae personae* et *rationae materiae* des exclusions, concernent les instruments financiers émis ou garantis par **certaines entités publiques**, conformément aux dispositions de l'article premier de la directive « prospectus » (cf. *supra*).

Il s'agit des instruments financiers inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, émis par un organisme international à caractère public dont la France fait partie, et émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Bien que la directive fasse seulement référence aux « *valeurs mobilières autres que des titres de capital* » émises par ces entités, **l'extension de l'exclusion de l'APE à l'ensemble des instruments financiers** ne devrait, en pratique, qu'avoir une incidence réduite, dans la mesure où ces entités publiques émettent essentiellement des titres de créances.

Dans le droit actuel, aux termes de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, sont simplement **dispensés de l'établissement d'un prospectus** l'Etat, les autres Etats membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), ainsi que les organismes internationaux à caractère public dont la France fait partie.

Le caractère public de ces entités les conduit déjà à publier une information que l'on peut considérer comme satisfaisante, telle que les publications de l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), de ses homologues étrangers et des différentes banques centrales, et au regard de laquelle la réglementation propre à l'APE peut apparaître comme redondante et inadaptée. Leurs offres de titres sont, en outre, **essentiellement dédiées à un public d'investisseurs institutionnels**.

Le quatrième cas de sortie du champ de l'APE concerne l'admission à la négociation sur un marché réglementé, l'émission ou la cession dans le public de **parts et actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)**, visées au 1° du I de l'article L. 214-1 du code monétaire et financier. Cette disposition peut être rapprochée de l'article premier de la directive « prospectus », précitée, qui exclut de son champ d'application les « *parts émises par les organismes de placement collectif du type autre que fermé* ».

Il s'agit, là encore, de mettre fin à une certaine incohérence et aux doublons, sources de coûts administratifs. **Le placement de ces instruments financiers est en effet soumis à un régime spécifique** qui s'impose dans les faits à celui de l'APE. Défini par le titre III du règlement général de l'AMF (relatif aux produits d'épargne collective), il prévoit en particulier l'octroi d'un agrément par l'Autorité et la publication d'un « prospectus complet »<sup>1</sup> à l'attention des investisseurs, soumis à l'approbation de l'AMF.

## **2. Les exclusions portant sur certaines opérations, en fonction de leurs caractéristiques quantitatives et de la nature des investisseurs**

Le texte proposé par le I du présent article pour le II de l'article L. 411-2, précité, extrait du champ de l'APE trois catégories d'opérations d'émission ou de cession d'instruments financiers, **répondant à certaines caractéristiques liées aux montants concernés ou à la compétence des investisseurs**. L'admission à la négociation sur un marché réglementé n'étant pas visée par ces dispositions, les opérations de même nature réalisées dans ce cadre seraient donc *a contrario* soumises au régime de l'APE.

La première exclusion porte sur l'offre d'actions<sup>2</sup> et de titres de créance émis par une société anonyme (SA), **lorsque le montant total de l'offre est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'AMF ou à un montant et une quotité du capital de l'émetteur**, fixés par le même texte réglementaire. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général, conformément aux dispositions de l'article 3 de la directive « prospectus » précitée.

D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, le règlement général de l'AMF devrait logiquement retenir le plafond prévu par l'article premier de la directive « prospectus », soit **2,5 millions d'euros**. En revanche, la directive ne fait pas référence à la part maximale du capital de

---

<sup>1</sup> Aux termes de l'article 411-45 du règlement général de l'AMF, ce prospectus comprend les documents suivants :

« 1° Un **prospectus simplifié** donnant les renseignements essentiels et nécessaires à la décision de l'investisseur. Il doit indiquer que le dernier rapport annuel, le dernier état périodique et le prospectus complet peuvent être obtenus gratuitement sur simple demande. Il est structuré et rédigé de façon à pouvoir être compris facilement par l'investisseur et donne une information transparente, complète, claire permettant à l'investisseur de prendre une décision sur son investissement en toute connaissance de cause ;

« 2° Une **note détaillée** décrivant précisément les règles d'investissement et de fonctionnement de l'OPCVM ainsi que l'ensemble des modalités de rémunération de la société de gestion de portefeuille et du dépositaire. Elle mentionne également l'identité de la société de gestion de portefeuille et du dépositaire ;

« 3° Le règlement ou les **statuts** de l'OPCVM ».

<sup>2</sup> Et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition, selon les termes du 1° du I de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier.

l'émetteur, que l'AMF devrait fixer à **25 %**. Cette démarche française a pour objet d'éviter que le financement d'une entreprise soit trop largement assuré par une unique opération de marché hors du champ de l'APE, notamment en phase de développement de la société, et **permet donc d'assurer une certaine protection aux nouveaux investisseurs** en leur garantissant qu'une part majoritaire du capital demeure détenue par d'autres actionnaires stables.

**De même, la sortie du champ de l'APE des opérations de montant réduit témoigne de la volonté pragmatique de faciliter le financement des SA de petite taille.** Le seuil de 2,5 millions d'euros qui serait retenu implique en effet que l'opération s'adresse à un public assez restreint d'investisseurs *a priori* avertis ou concerne des émetteurs dotés d'une surface financière encore réduite (au regard de leur capital comme de leurs créances), ne disposant pas d'un secrétariat juridique aussi étoffé que celui des sociétés cotées sur un marché réglementé, ou recourant fréquemment à l'APE. L'allègement des contraintes administratives – et partant, les économies – que permettent ces dispositions est donc **propice au développement d'un financement de proximité.**

**La deuxième catégorie d'opérations se situe à l'autre extrémité de l'échelle quantitative,** puisqu'elle concerne les offres d'actions ou de titres de créance émis par une SA et répondant à deux critères alternatifs :

- les bénéficiaires de l'offre acquièrent les titres pour un montant total par investisseur et par offre **supérieur** à un montant fixé par le règlement général de l'AMF. Le paragraphe 2 de l'article 3 de la directive « prospectus » mentionne un prix total d'au moins **50.000 euros** par investisseur et par offre distincte, qui devrait être repris par l'AMF ;

- ou lorsque la valeur nominale de chaque instrument financier est **supérieure** à un montant fixé par le même règlement général.

Ces deux dispositions procèdent de la même volonté d'extraire du champ de l'APE les opérations impliquant une mise de fonds élevée des investisseurs, et **les réservant donc à des investisseurs avertis ou qualifiés** susceptibles de négocier contractuellement les conditions d'information, dans le cadre d'un marché de « gros » dont les plates-formes multilatérales et les systèmes internalisés constitueraient les lieux privilégiés de négociation.

Enfin et de façon cohérente avec les dispositions précédentes, la troisième catégorie porte sur les offres exclusivement adressées à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs (cf. *infra*).

## **B. LA NOUVELLE DÉFINITION DES INVESTISSEURS QUALIFIÉS ET DU CERCLE RESTREINT D'INVESTISSEURS**

Comme dans le droit actuel, la nouvelle rédaction proposée par le I du présent article pour le 4° du II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier exclut du champ de l'APE toute offre de titres s'adressant à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre, et en propose une définition.

### **1. Les investisseurs qualifiés**

La définition légale de l'investisseur qualifié est en apparence très peu modifiée par rapport au droit actuel, puisque le présent article fait référence à « **une personne ou une entité** », et non plus simplement à une personne morale. **Cette rédaction permet en réalité d'élargir considérablement le champ de ces investisseurs, puisqu'elle inclut tant les personnes morales que physiques, ainsi que les OPCVM**, qui sont aujourd'hui réputés agir en tant qu'investisseurs qualifiés et parmi lesquels les fonds communs de placement ne disposent pas de la personnalité morale.

Cette nouvelle définition exercera un impact important sur les mesures de niveau réglementaire, un décret devant fixer, comme dans le droit actuel, la liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés. Le futur décret devra ainsi **transposer la définition précise prévue par le paragraphe 1 de l'article 2 de la directive « prospectus »**, qui, ainsi que cela a été mentionné *supra*, permet notamment à **certaines personnes physiques** (selon des conditions quantitatives de patrimoine et de volume d'opérations financières, et/ou de compétence professionnelle) et **PME** d'opter pour le statut d'investisseur qualifié.

### **2. Le cercle restreint d'investisseurs**

La nouvelle définition du cercle restreint d'investisseurs proposée par le présent article constitue une simplification par rapport à celle actuellement en vigueur (cf. *supra*), en ce qu'elle **ne retient plus que le seul critère quantitatif du seuil défini par décret**, qui ne constitue plus une simple présomption de constitution, et écarte le critère plus subjectif des personnes « *liées aux dirigeants de l'émetteur par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial* », qui posait des difficultés pratiques d'application.

**Cette définition tend ainsi à confirmer la conception que votre rapporteur général avait fait prévaloir** (cf. *supra*) lors de l'examen de la loi

précitée n° 98-546 du 2 juillet 1998, portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

Cette définition plus opérationnelle est également conforme aux dispositions du point b) du paragraphe 2 de l'article 3 de la directive « prospectus », qui dispense de l'obligation de publication préalable d'un prospectus toute offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés. Le futur décret devrait reprendre ce seuil, qui est également celui actuellement en vigueur.

### ***C. LES CAS SPÉCIFIQUES DE DISTINCTION ENTRE ÉMETTEURS ET OPÉRATIONS AU REGARD DU RÉGIME DE L'APE***

Le texte proposé par le I du présent article pour le III de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier prévoit que les personnes morales ou sociétés procédant aux opérations mentionnées aux 1° à 3° du II de cet article, dont il a été précisé *supra* qu'elles étaient exclues du champ de l'APE, **sont réputées faire appel public à l'épargne pour l'application de deux séries de dispositions** : celles du code pénal et celles de l'ordonnance n° 45-2138 du 19 septembre 1945 portant institution de l'ordre des experts-comptables et réglementant le titre et la profession d'expert-comptable.

Cette discordance entre les personnes morales, réputées faire APE dans deux cas, et certaines de leurs opérations pourtant placées hors du champ de l'APE, répond à un double impératif de **sécurité des investisseurs et de prévention des conflits d'intérêts**.

#### **1. L'application des dispositions du code pénal**

Aux termes des dispositions proposées pour le III de l'article L. 411-2, les sociétés procédant aux trois catégories d'opérations précitées (c'est-à-dire des opérations portant sur des montants inférieurs à un plancher ou supérieurs à un plafond par investisseur et par offre, ou portant sur des instruments financiers dont la valeur nominale est élevée) seraient considérées comme exclues du champ de l'APE au regard du droit financier, et donc dispensées des obligations d'information des investisseurs, mais **toujours considérées comme faisant APE du point de vue du droit pénal**.

Le statut de personne faisant APE constitue en effet une circonstance aggravante en cas d'infraction pénale, qu'il convient de retenir pour sécuriser la position des investisseurs tout en préservant, de façon pragmatique, la souplesse et la réactivité des émetteurs.



## 2. L'interdiction de faire APE pour les experts-comptables

L'ordonnance n° 45-2138 du 19 septembre 1945, précitée, prévoit que **les sociétés d'experts-comptables ne peuvent faire appel public à l'épargne**, afin d'éviter tout conflit d'intérêts qu'une telle opération pourrait introduire au regard de la mission et de la déontologie de ces professionnels. Il est donc nécessaire de prévoir une disposition législative spécifique pour empêcher que ces sociétés puissent réaliser certaines opérations financières qui seraient désormais exclues du champ de l'APE, en les soumettant à un statut les exposant à des sanctions.

### ***D. LA FACULTÉ POUR LES SOCIÉTÉS LOCALES D'ÉPARGNE DE FAIRE À NOUVEAU APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE***

Le **II** du présent article propose d'insérer un nouvel article L. 512-105 dans la section 8 du chapitre II du titre premier du livre V du code monétaire et financier, **tendant à soumettre les sociétés locales d'épargne affiliées au réseau des Caisses d'épargne au statut de banque coopérative, et ce faisant, à leur permettre de faire à nouveau appel public à l'épargne.**

Ainsi qu'il a été précisé *supra*, les sociétés locales d'épargne ont disposé de la faculté de faire appel public à l'épargne pour constituer leur sociétariat *via* l'émission de parts représentatives du capital des caisses d'épargne et de prévoyance, durant une période déterminée qui a pris fin le 31 décembre 2003. L'article L. 512-973 du code monétaire et financier prévoit cependant que les sociétaires peuvent à tout moment céder tout ou partie de leurs parts sociales et que seules les sociétés locales d'épargne peuvent s'en porter acquéreur<sup>1</sup>. Faute de disposer aujourd'hui de la possibilité d'émettre de nouvelles parts en recourant à des moyens d'information, de publicité ou de démarchage constitutifs de l'APE, **ces sociétés risquent donc de se trouver confrontées à une réduction progressive de leurs fonds propres**, au gré des rachats de parts.

La rédaction proposée pour le nouvel article L. 512-105 du code monétaire et financier prévoit donc d'intégrer le réseau des caisses d'épargne et de prévoyance et les sociétés locales d'épargne qui leur sont affiliées au **droit commun des banques mutualistes ou coopératives**, pour l'application du *XVI bis* de l'article 94 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, qui dispose que « *les*

---

<sup>1</sup> *Les deuxième et troisième alinéas de cet article disposent ainsi :*

« Tout sociétaire d'une société locale d'épargne désirant liquider tout ou partie de ses parts sociales (...) ne peut les revendre qu'à leur valeur nominale à la société locale d'épargne dont il relève.

« Chaque société locale d'épargne ne peut revendre qu'à leur valeur nominale les parts sociales qui lui sont cédées par les sociétaires ».

*banques mutualistes et coopératives peuvent faire appel public à l'épargne* ». **L'autorisation ainsi accordée aux sociétés locales d'épargne de faire publiquement appel à l'épargne s'applique également à la Caisse d'épargne et de prévoyance**, dans la mesure où l'information fournie aux sociétaires porte sur les caisses régionales d'épargne.

Le champ du sociétariat des sociétés locales d'épargne, défini par l'article L. 512-93 du code monétaire et financier, n'est pas modifié par ces dispositions, et couvre donc les clients et salariés des caisses d'épargne, les collectivités locales (dans la limite de 20 % du capital de chaque société locale d'épargne), et les personnes physiques ou morales ayant effectué avec la caisse d'épargne des prises de participation ou des opérations de banque ou connexes.

### **III. LES MODIFICATIONS ADOPTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général du budget, l'Assemblée nationale a adopté, avec l'avis favorable du gouvernement, **trois amendements, dont deux rédactionnels** tendant à :

- substituer, dans le texte proposé par le **II** du présent article pour l'article L. 512-105 du code monétaire et financier, une référence à l'article L. 512-1 du même code à la référence au **XIV bis** de l'article 94 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit (« loi bancaire »). Il s'agit en effet de se référer à la version codifiée de cet article de la loi bancaire, dont le dernier alinéa dispose que « *les banques mutualistes et coopératives peuvent faire appel public à l'épargne* » ;

- substituer, dans le même alinéa, les termes « *les caisses d'épargne* » aux termes « *la Caisse d'épargne* ».

- compléter le présent article par un nouveau paragraphe **III**, tendant à insérer une disposition de **coordination** dans l'article L. 214-35-1 du code monétaire et financier, relatif au régime des OPCVM à règles d'investissement allégées.

**Votre rapporteur général n'a pas de remarques particulières à formuler sur ces amendements.**

## IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

### *A. UN DISPOSITIF JUSTIFIÉ MAIS INUTILEMENT COMPLEXE*

En excluant du champ de l'appel public à l'épargne certaines opérations afin de mieux tenir compte des **besoins de financement des émetteurs** (particulièrement les entreprises se situant à un stade précoce de leur développement) comme de la **nature des investisseurs** (qu'ils soient juridiquement qualifiés ou *de facto* considérés comme avertis, compte tenu des caractéristiques quantitatives des instruments financiers ou de l'offre proposés), la présente réforme manifeste une **évolution pragmatique**, susceptible de soutenir l'économie, et dont votre rapporteur général partage l'inspiration.

S'il est favorable au fond, **votre rapporteur général se montre néanmoins très réservé sur la forme du présent texte**, qui en adoptant un système d'exclusions multiples par la voie de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier, plutôt que de procéder à une définition claire et *erga omnes* de l'offre au public d'instruments financiers, **manifeste le choix de la complexité et risque de susciter de nouvelles querelles d'interprétation**.

La spécificité française de l'appel public à l'épargne perdure donc, et l'enrichissement très substantiel de sa définition *a contrario* **tend à nuire à la lisibilité de notre droit, et partant, à sa compétitivité**. Cette méthode ne paraît donc pas satisfaisante. En outre, le maintien de la notion d'APE témoigne d'un regrettable **conservatisme juridique**, qui risque d'entamer la confiance des investisseurs extérieurs.

### *B. LES AMENDEMENTS PROPOSÉS*

#### **1. Assimiler les gestionnaires sous mandat à des investisseurs institutionnels**

Votre rapporteur général vous propose un **amendement** au texte proposé par le I du présent article pour le 4° du II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier, relatif aux investisseurs qualifiés, tendant à prévoir que les **gestionnaires de portefeuilles individuels d'instruments financiers soient réputés agir en qualité d'investisseurs qualifiés**. Une telle mesure paraît en effet nécessaire pour les raisons suivantes :

- l'activité des gestionnaires sous mandat présente des caractéristiques que l'on peut considérer comme **couvertes par la définition**

**communautaire des investisseurs qualifiés**, posée par le point e du paragraphe 2 de l'article 2 de la directive « prospectus », qui les définit notamment comme « *les personnes morales agréées ou réglementées en tant qu'opérateurs sur les marchés financiers, et notamment les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les autres établissements financiers agréés ou réglementés, les entreprises d'assurance, les organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion, les fonds de pension et de retraite et leurs sociétés de gestion, les courtiers en matières premières, ainsi que les entités non agréées ou non réglementées dont l'objet social exclusif est le placement en valeurs mobilières* ». Les gestionnaires sous mandat, en tant que professionnels de la gestion, disposent également des compétences et de la pratique des marchés nécessaires pour pouvoir être considérés comme investisseurs qualifiés ;

- **la protection des clients de ces intermédiaires ne serait pas remise en cause par une telle présomption**, dans la mesure où les gestionnaires sous mandat exercent une activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers et sont à ce titre **soumis à une réglementation stricte**, et en particulier à un agrément préalable de l'AMF (s'ils travaillent pour le compte d'une société de gestion) ou du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Ils sont également soumis aux contrôles exercés par l'AMF sur les PSI réalisant de la gestion de portefeuille pour compte de tiers, tels que des contrôles *ab initio* destinés à vérifier que le gérant dispose des moyens humains, techniques et financiers pour exercer correctement sa mission. De fait, les gestionnaires sous mandat agissent pour le compte de leurs clients et exercent une **activité proche de celle des gestionnaires d'OPCVM, ces derniers étant aujourd'hui présumés investisseurs qualifiés**, et ces activités sont parfois exercées par une même personne ;

- **la clientèle des gérants sous mandat est généralement plus expérimentée que celle des gestionnaires d'OPCVM**, dans la mesure où les seuils élevés de volume géré qu'implique la gestion sous mandat tendent à réserver celle-ci aux investisseurs institutionnels (caisses de retraite, assureurs, etc.), aux particuliers fortunés et à des sociétés de gestion ;

- le droit actuel est enfin **pénalisant sur le plan commercial**, car il tend à dissuader les intermédiaires de démarcher des gérants sous mandat pour leur céder des titres; compte tenu des obligations lourdes qu'implique l'appel public à l'épargne, en particulier l'établissement d'un prospectus. La possibilité qu'un tel gestionnaire, s'il était investisseur qualifié, puisse être démarché sans prospectus n'aurait guère d'incidence sur la qualité de sa gestion, donc sur les intérêts de son client.

## **2. Etendre aux sociétés en commandite par actions l'exclusion du champ de l'APE pour certaines opérations réalisées par les sociétés anonymes**

Le texte proposé pour les 1° à 3° du II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier prévoit d'exclure du champ de l'APE certaines opérations réalisées par les SA, portant sur des offres d'actions et de titres de créances d'un montant global faible (1°) ou au contraire élevé (2°), ou d'une valeur nominale élevée (3°).

Votre rapporteur général vous propose que **les sociétés en commandite par actions (SCA) réalisant ces mêmes catégories d'opérations soient également exclues du champ de l'APE**. Outre que les SCA présentent des caractéristiques proches des SA s'agissant de l'accès aux marchés financiers et de l'émission de valeurs mobilières, un certain nombre de grandes sociétés françaises cotées ont choisi ce statut et peuvent légitimement bénéficier des mêmes dérogations que les SA.

## **3. Moderniser la définition des investisseurs qualifiés**

L'article L. 411-1 du code monétaire et financier, portant définition de l'APE, dispose notamment que constitue une telle opération l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public **en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage**, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement. Le cumul de ces dispositions avec l'exclusion des offres adressées à des investisseurs qualifiés du champ de l'APE donne à penser que de telles offres qui leur seraient proposées par voie de démarchage ou de publicité ressortiraient au champ de l'APE, ce qui ne serait pas cohérent avec le niveau de compétence des investisseurs.

On peut certes concevoir que le critère d'exclusion l'emporte sur celui des moyens constitutifs de l'APE, mais il subsiste une **incertitude juridique** qui conduit votre rapporteur général à vous présenter un amendement, tendant à **préciser que toute offre adressée exclusivement à des investisseurs qualifiés, nonobstant le recours au démarchage et à la publicité, ne constitue pas une opération par APE**. Cette disposition s'appliquerait sans préjudice de l'inclusion dans le champ de l'APE d'une offre identique, adressée selon les mêmes procédés à un public d'investisseurs non qualifiés, compte tenu de l'emploi du terme « *exclusivement* », déjà prévu par le droit actuel.

**Décision de votre commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 8

### Transposition de la directive « prospectus »

**Commentaire : le présent article modifie plusieurs articles du code monétaire et financier en vue de transposer certaines dispositions de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE.**

#### I. LE DROIT EXISTANT

##### *A. LES CONDITIONS DE L'APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE ET D'ÉTABLISSEMENT DU PROSPECTUS*

L'appel public à l'épargne (APE), défini par les articles L. 411-1 et L. 411-2 du code monétaire et financier, et dont le champ est modifié par l'article 7 du présent projet de loi, constitue une procédure de financement par le marché **dont le caractère public emporte une série d'obligations strictes pour l'émetteur**, sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Outre certaines conditions relevant du droit des sociétés, de la transparence de l'information périodique ou permanente, et des règles fixées par l'entreprise de marché Euronext dans le cas d'une procédure d'admission à une cote officielle (cf. commentaire de l'article 7 du présent projet de loi), une des obligations essentielles de l'émetteur réside dans **l'établissement et la publication d'un prospectus**, préalablement à l'opération d'APE.

#### **1. Les dispositions législatives du code monétaire et financier**

Les conditions de l'APE sont fixées par les articles L. 412-1 à L. 412-4 du code monétaire et financier. L'article L. 621-8 du même code, qui s'insère dans une section relative aux pouvoirs de l'AMF, précise en outre les conditions d'autorisation par cette dernière des opérations d'APE.

L'article **L. 412-1** prévoit ainsi les **obligations générales de publicité**. Toute personne procédant à une opération par APE doit préalablement publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un **document destiné à l'information du public**, portant sur le contenu et les modalités de l'opération, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur, dans des conditions prévues par le

règlement général de l'AMF. Ce document doit être rédigé en **français** ou, dans les cas définis par le règlement général de l'AMF, dans une autre langue usuelle en matière financière (en pratique l'anglais). Dans ce dernier cas, il doit alors être accompagné d'un **résumé** rédigé en français.

L'Etat, les autres Etats membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), ainsi que les organismes internationaux à caractère public dont la France fait partie, sont **dispensés** de l'établissement de ce document.

Les articles **L. 412-2 à L. 412-4** définissent les **interdictions et sanctions**. L'article L. 412-2, relatif aux interdictions d'émettre des valeurs mobilières ou de faire appel public à l'épargne, se réfère aux articles L. 223-11, L. 227-2 et L. 228-39 du code de commerce. Les sociétés par actions simplifiées (SAS) ne peuvent ainsi faire appel public à l'épargne, et les sociétés à responsabilité limitée (SARL) tenues de désigner un commissaire aux comptes et dont les comptes des trois derniers exercices de douze mois ont été régulièrement approuvés par les associés, peuvent, sans faire appel public à l'épargne, émettre des obligations nominatives. L'article L. 412-4 du code monétaire et financier prévoit en outre que les groupements européens d'intérêt économique ne peuvent faire publiquement appel à l'épargne, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis.

Aux termes de l'article L. 412-3, les manquements aux interdictions édictées aux articles précités du code de commerce sont **sanctionnés par l'article 1841 du code civil**, qui dispose qu' « *il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de faire publiquement appel à l'épargne ou d'émettre des titres négociables, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis* ».

L'article **L. 621-8** du même code prévoit les **conditions de délivrance par l'AMF du visa au prospectus** soumis par les émetteurs. Le projet de document mentionné à l'article L. 412-1 est ainsi soumis au visa préalable de l'AMF, qui indique les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer. L'Autorité peut également demander toutes explications ou justifications, notamment au sujet de la situation, de l'activité et des résultats de l'émetteur. Si l'émetteur ne satisfait pas aux demandes de l'Autorité, celle-ci peut refuser d'accorder son visa.

Le règlement général de l'AMF prévoit également les modalités et conditions dans lesquelles l'Autorité appose son visa préalable quand une personne physique ou morale procède à une **offre publique d'acquisition** de titres de capital ou de titres de créance d'un émetteur faisant APE, ou lorsqu'un tel émetteur procède au **rachat de ses propres titres de capital**.

## **2. Les dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers**

Les obligations des émetteurs faisant APE sont plus largement définies par des mesures réglementaires. Le titre I<sup>er</sup> du Livre II (intitulé « *Emetteurs et information financière* ») du règlement général de l'AMF précise ainsi les informations que tout émetteur faisant APE doit soumettre au marché, et qui consistent en particulier en la publication d'un **prospectus**, soumis au visa de l'AMF.

L'article 210-1 du règlement général distingue, au sein des opérations d'APE, celles réalisées en vue de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers ou de l'émission d'instruments financiers dont l'émetteur demande l'admission aux négociations sur un tel marché, qui sont régies par le chapitre premier, et celles sans admission aux négociations sur un marché réglementé, qui relèvent du chapitre IV. **Cette distinction est conforme à la définition de l'APE**, telle que prévue par l'article L. 411-1 du code monétaire et financier.

Le chapitre premier précise ainsi, notamment, le contenu et les modalités de diffusion et d'actualisation du **prospectus<sup>1</sup>, de son résumé et du document annuel de référence** (qui contient toutes les informations prévues pour l'établissement ultérieur d'un prospectus), la responsabilité des différents intervenants (émetteur, contrôleurs légaux des comptes et prestataires de services d'investissement), les conditions d'attribution du visa de l'AMF, les cas de dispense d'établissement d'un prospectus par l'émetteur et les procédures de coopération entre les États membres de la Communauté européenne ou les États parties à l'accord sur l'Espace économique européen. De même, le chapitre IV détaille l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne sans admission à la négociation sur un marché réglementé, et en particulier le cadre afférent au contenu, au dépôt, au visa, à la diffusion et à la mise à jour du **prospectus simplifié**. Le chapitre V concerne les opérations effectuées en dehors du champ de l'APE.

---

<sup>1</sup> *Aux termes de l'article 211-3, celui-ci comprend « toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux instruments financiers offerts ».*



***B. LES INNOVATIONS INTRODUITES PAR LA DIRECTIVE « PROSPECTUS »  
DU 4 NOVEMBRE 2003 ET SES MESURES D'APPLICATION***

**1. L'inadaptation des directives du 17 mars 1980 et du 17 avril 1989**

Après que fut adoptée le 5 mars 1979 la directive 79/279/CEE portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, les conditions d'accès des émetteurs de valeurs mobilières aux marchés financiers ont fait l'objet de deux directives au cours des années 80, avec la directive 80/390/CEE du Conseil, du 17 mars 1980, portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, et surtout la **directive 89/298/CEE du Conseil, du 17 avril 1989**, portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières. Ces deux directives avaient trait à l'information fournie aux marchés sur les valeurs mobilières et leurs émetteurs, mais **la directive de 1989 concernait le champ plus large de l'« offre au public » de titres**, notion qui tendait à se rapprocher de celle d'appel public à l'épargne mais n'était pas définie par la directive<sup>1</sup>.

La **directive 2001/34/CE** du Parlement Européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs a en outre permis de codifier et regrouper en un texte unique deux de ces directives, ainsi que d'autres textes afférents à l'information fournie par les émetteurs aux investisseurs lors des différentes étapes de la cotation d'un titre sur une cote officielle<sup>2</sup>.

La directive 89/298/CEE s'appliquait aux valeurs mobilières faisant, pour la première fois, l'objet d'une offre publique de souscription ou de vente dans un État membre, et prévoyait une **liste d'exceptions**, portant notamment sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et sur divers types d'offres de valeurs mobilières, telles que celles adressées à des personnes dans le cadre de leurs activités professionnelles ou à un **cercle**

---

<sup>1</sup> Un de ses considérants précise ainsi que « jusqu'à présent il n'a pas été possible de donner une définition commune du terme « offre publique » et de tous ses composants ».

<sup>2</sup> La directive 79/279/CEE du Conseil, du 5 mars 1979, portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, la directive 80/390/CEE du Conseil, du 17 mars 1980, portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, la directive 82/121/CEE du Conseil, du 15 février 1982, relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs, et la directive 88/627/CEE du Conseil, du 12 décembre 1988, concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse.

**restreint de personnes**, ou portant sur des instruments financiers dont le prix de vente global ne dépasse pas 40.000 euros ou dont le prix unitaire est supérieur à ce montant.

Cette directive édictait une obligation pour l'émetteur de l'offre de publier un **prospectus**, mentionnant toutes les informations nécessaires à l'évaluation financière des valeurs. Les informations requises étaient moindres lorsqu'il n'y avait pas de demande d'admission à une cote officielle, conformément aux dispositions de la directive 80/390/CEE précitée, et les Etats membres pouvaient prévoir une **dispense partielle ou totale de publication du prospectus** pour certains types de valeurs mobilières.

La directive prévoyait également les modalités et le champ du contrôle préalable du contenu et de la publication du prospectus par les autorités compétentes de l'Etat membre du lieu d'émission, ainsi qu'un cadre de **coopération** entre les autorités des Etats membres. Elle incluait enfin des dispositions en vue de la **reconnaissance mutuelle** des prospectus<sup>1</sup>.

Ce dispositif législatif a toutefois été **critiqué** par les professionnels durant les années 90, en ce qu'il ne permettait pas remplir l'objectif affiché, qui était de faciliter la levée transfrontalière de capitaux en Europe. **Le système de reconnaissance mutuelle du prospectus fut perçu comme insuffisant**, dans la mesure où l'autorité du pays d'accueil conservait la possibilité d'exiger des informations complémentaires, en particulier une traduction dans les langues du pays d'accueil, source de coûts. En outre, il n'existait pas de système de reconnaissance de niveau européen pour les valeurs mobilières ne relevant pas du champ d'application de la directive 80/390/CEE.

La Commission européenne a ainsi constaté que les législations et pratiques variaient fortement d'un Etat membre à l'autre, que les marchés de capitaux de l'Union européenne restaient de ce fait **fragmentés** et qu'il n'avait que trop rarement été possible d'utiliser les prospectus existants pour lever des capitaux à l'échelle de l'Europe. L'application intégrale aux prospectus des principes du « passeport unique », préconisée dans les conclusions du Conseil européen de Lisbonne en mars 2000, **supposait dès lors qu'il n'existât qu'une seule série de documents d'information, approuvés par l'autorité**

---

<sup>1</sup> *Le point 1 de l'article 21 de la directive disposait ainsi :*

« S'il a été approuvé conformément à l'article 20, le prospectus doit, sous réserve de sa traduction éventuelle, être reconnu ou considéré comme étant conforme à la législation des autres Etats membres où l'offre publique de ces valeurs mobilières est faite de façon simultanée ou à une date rapprochée, **sans qu'il puisse y être soumis à une quelconque nouvelle approbation et sans que ces Etats puissent exiger l'insertion, dans le prospectus, d'informations complémentaires.** Ces Etats membres peuvent toutefois exiger l'insertion dans le prospectus de **renseignements spécifiques** au marché du pays où l'offre publique est faite et relatifs en particulier au régime fiscal des revenus, aux organismes financiers qui assurent le service financier de l'émetteur dans ce pays, ainsi qu'au mode de publication des avis destinés aux investisseurs ».

**compétente de l'Etat d'origine de l'émetteur**, et acceptés dans l'ensemble de l'Union pour les offres publiques et/ou l'admission à la cote officielle sur les marchés réglementés.

## **2. La nécessaire rénovation de l'information financière par la directive « prospectus » du 4 novembre 2003, pièce majeure du Plan d'action pour les services financiers**

Le 30 mai 2001, la Commission européenne a soumis une **proposition de nouvelle directive** tendant à compléter et remplacer la codification entreprise par la directive 2001/34/CE précitée, et partant, à se substituer à la directive 89/298/CEE du Conseil, du 17 avril 1989, afin d'instaurer un véritable « passeport unique » pour les émetteurs de valeurs mobilières de l'Union européenne. La nouvelle directive 2003/71/CE a été adoptée le 4 novembre 2003.

Cette rénovation participait de la construction d'un cadre harmonisé de la réglementation des services financiers, vecteur d'intégration du marché financier unique, qui constituait l'objectif du grand chantier juridique que fut le **Plan d'action pour les services financiers (PASF)**, présenté par la Commission européenne le 11 mai 1999. Ce plan d'action s'est traduit par une intense activité législative sur la période 2000-2004, principalement consacrée aux activités de financement et d'intermédiation sur les marchés, davantage qu'aux services financiers de détail. Les mesures les plus marquantes de ce plan, outre le dispositif relatif au prospectus des valeurs mobilières, ont concerné des domaines tels que l'abus de marché<sup>1</sup>, les OPCVM, les offres publiques d'acquisition, les obligations de transparence sur l'information des émetteurs<sup>2</sup> ou la nouvelle organisation des marchés d'instruments financiers et des prestataires de services d'investissement<sup>3</sup>.

A l'issue de la législature européenne en juin 2004, 39 des 42 mesures législatives prévues dans le PASF avaient été adoptées dans les délais. La Commission a manifesté son intention de marquer une « pause législative » et

---

<sup>1</sup> Ce dispositif comprend quatre directives et un règlement, dont la directive cadre 2003/6/CE du 28 janvier 2003 concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché, dont la transposition a été amorcée par le projet de loi n° 2281 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, et est poursuivie par le présent projet de loi.

<sup>2</sup> Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, dite directive « transparence », dont la transposition fait l'objet de l'article 11 du présent projet de loi.

<sup>3</sup> Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, qui constitue sans doute l'innovation la plus importante du Plan et dont la transposition fait l'objet de l'article 5 du projet de loi n° 2281 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, examiné en première lecture au Sénat le 2 mai 2005.

de se concentrer sur l'évaluation de l'impact du Plan au cours des prochaines années.

La directive « prospectus » s'inscrit également dans le cadre procédural spécifique du « **processus Lamfalussy** », structuré en quatre niveaux de concertation et de décision. Initié le 5 février 2002, cette démarche de « comitologie » permet d'adopter des règlements ou directives plus opérationnels et mieux adaptés au terrain, dans la mesure où ils sont préparés après la consultation des professionnels concernés, et permettant une plus grande harmonisation, car la procédure prévoit davantage de coopération entre les régulateurs des différents Etats membres.

La mise en œuvre de ce processus a conduit à l'édiction de **mesures d'application** de niveaux 2 et 3 de la directive-cadre « prospectus », prévues par son quarantième considérant<sup>1</sup>. Ces mesures d'application comprennent, s'agissant du **niveau 2** du processus Lamfalussy, le **règlement (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004**, mettant en œuvre 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. Le **niveau 3** a donné lieu à l'adoption, en février 2005, de recommandations du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM, cf. *infra*).

### 3. Les principales dispositions de la directive « prospectus »

La directive 2003/71/CE précitée a pour objet d'harmoniser les exigences des Etats membres relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières et/ou en vue de l'admission de ces valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un Etat membre. **Cette harmonisation doit contribuer à renforcer la protection des investisseurs et à faciliter les opérations transfrontières, grâce à un passeport unique, se substituant au système antérieur de la reconnaissance mutuelle**, valable dans toute l'Union européenne et visé par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine de l'émetteur.

Le délai limite de sa transposition par les Etats membres a été fixé au **1<sup>er</sup> juillet 2005**.

---

<sup>1</sup> « Des orientations pratiques et des mesures d'exécution des règles prévues dans la présente directive pourront s'avérer nécessaires, le cas échéant, pour tenir compte de l'évolution des marchés financiers. La Commission devrait en conséquence être habilitée à **adopter des mesures d'exécution**, pour autant que celles-ci ne modifient pas la substance de la présente directive et que la Commission agisse selon les principes qui y sont exposés, **après consultation du comité européen des valeurs mobilières** institué par la décision 2001/528/CE de la Commission ».

a) *Le champ d'application (articles 1 à 4)*

L'article premier de la directive indique l'objet de celle-ci<sup>1</sup> et prévoit qu'elle **ne s'applique pas à plusieurs catégories de titres**<sup>2</sup>, tels que :

- les parts émises par les organismes de placement collectif non fermés ;

- les valeurs mobilières autres que des titres de capital émises par certaines entités publiques<sup>3</sup> ainsi que les valeurs mobilières que ces dernières garantissent inconditionnellement et irrévocablement ;

- les valeurs mobilières émises par des associations bénéficiant d'un statut légal ou par des organismes sans but lucratif ;

- les valeurs mobilières autres que des titres de capital émises d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit, et satisfaisant certains critères ;

- les valeurs mobilières figurant dans une offre d'un montant total, calculé sur une période de douze mois, inférieur à 2,5 millions d'euros.

L'article 2 mentionne plusieurs importantes **définitions**, parmi lesquelles celles de l'offre au public de valeurs mobilières, des investisseurs qualifiés – qui exerce un impact sur le renouvellement de la définition française du champ de l'APE (cf. commentaire de l'article 7 du présent projet de loi) – de l'Etat membre d'origine et de l'Etat membre d'accueil. L'Etat membre d'origine détermine l'autorité compétente pour viser le prospectus (cf. *infra*).

L'article 3 prévoit, en outre, que **l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas à certaines catégories d'offres, alternativement ou cumulativement, qui en droit français seront considérées comme n'entrant pas dans le champ de l'appel public à l'épargne** (cf. commentaire de l'article 7 du présent projet de loi). Il s'agit des offres de valeurs mobilières :

- **adressées uniquement aux investisseurs qualifiés, et/ou à moins de cent personnes physiques ou morales** par Etat membre, autres que des investisseurs qualifiés, et/ou à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs

---

<sup>1</sup> La directive « prospectus » a ainsi pour objet « l'harmonisation des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un Etat membre ».

<sup>2</sup> Les émetteurs de certains de ces titres peuvent néanmoins, s'ils en font le choix, établir un prospectus conformément aux dispositions de la directive afin de bénéficier de celles-ci.

<sup>3</sup> Les Etats membres et leurs autorités régionales ou locales, les organisations publiques internationales auxquelles adhèrent un ou plusieurs Etats membres, la Banque centrale européenne et les banques centrales des Etats membres.

pour un prix total supérieur ou égal à 50.000 euros par investisseur et par offre distincte. La notion d' « investisseur qualifié » est précisément définie par l'article 2 de la directive et sera transposée dans la réglementation française, dans le cadre de la définition *a contrario* du champ de l'APE (cf. commentaire de l'article 7 du présent projet de loi) ;

- dont la valeur nominale unitaire est supérieure ou égale à 50.000 euros ;

- dont le montant total est inférieur à 100.000 euros (limite calculée par période de douze mois).

L'article 4 prévoit enfin des **dispenses de publication de prospectus** pour certaines catégories d'offres au public et d'admissions aux négociations sur un marché réglementé. Les types **d'offres** concernées sont ainsi celles portant sur :

- les actions émises en substitution d'actions déjà émises ou déjà admises sur un marché réglementé, si l'émission des nouvelles actions n'entraîne pas d'augmentation de capital ;

- les valeurs mobilières offertes dans le cadre d'une offre publique d'échange ou à l'occasion d'une fusion, si un document contenant des informations équivalentes à celles du prospectus est disponible ;

- les actions attribuées aux actionnaires existants et les dividendes payés sous la forme d'actions, pour autant que soit mis à disposition des intéressés un document sur le nombre et la nature des actions comme sur les raisons et modalités de l'offre ;

- les valeurs mobilières offertes aux administrateurs ou aux salariés (anciens ou existants) par leur employeur, dont les titres sont déjà cotés, si un document contenant des informations sur le nombre et la nature des actions comme sur les raisons et modalités de l'offre est mis à la disposition des intéressés.

S'agissant de l'**admission** à la négociation sur un marché réglementé, l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas :

- aux quatre cas précités de dispense pour l'offre ;

- aux actions représentant sur une période de douze mois moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises sur le même marché réglementé ;

- aux actions résultant de la conversion ou de l'échange d'autres valeurs mobilières ou de l'exercice de droits conférés par d'autres valeurs mobilières ;

- aux valeurs mobilières déjà admises aux négociations sur un autre marché réglementé depuis plus de dix-huit mois, lorsque les trois conditions cumulatives suivantes sont réunies : l'admission a donné lieu à la diffusion d'un prospectus, l'émetteur a satisfait à ses obligations d'information et a établi un résumé dans une langue acceptée par l'autorité compétente de l'Etat membre du marché réglementé auprès duquel l'admission à la négociation est sollicitée.

*b) L'établissement et le contenu du prospectus (articles 5 à 12)*

Les modalités d'établissement du prospectus, qui est un document de publicité contenant des informations financières et non financières essentielles<sup>1</sup>, mises à la disposition des investisseurs potentiels par l'émetteur, sont définies de manière précise mais restent assez semblables au régime actuellement en vigueur.

Aux termes de l'article 5, l'émetteur peut déposer un prospectus sous la forme d'un **document unique ou de plusieurs documents distincts** (c'est-à-dire un **document d'enregistrement** approuvé par l'autorité compétente, accompagné d'une note relative aux valeurs mobilières pour chaque opération réalisée) et qui comprend nécessairement un **résumé non technique** et d'une taille inférieure à 2.500 mots (selon le considérant 21 de la directive), sauf en cas d'admission sur un marché réglementé de titres de créance dont le nominal est supérieur à 50.000 euros<sup>2</sup>. Ce résumé comporte un **avertissement** au lecteur dans lequel figurent mentions obligatoires<sup>3</sup> (cf. *infra*).

Pour certaines catégories de valeurs mobilières<sup>4</sup>, le prospectus peut, au choix de l'émetteur, comprendre un **prospectus de base** contenant toutes les informations utiles sur l'émetteur et sur les valeurs proposées, le cas échéant actualisées. Les conditions définitives de l'offre peuvent ne pas être incluses dans le prospectus de base ou dans un supplément, et simplement déposées auprès de l'autorité compétente pour chaque opération, dans les meilleurs délais et sans visa préalable.

---

<sup>1</sup> Aux termes du premier paragraphe de l'article 5, ces informations sont « nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre ».

<sup>2</sup> Il s'agit néanmoins d'une option pouvant être exercée par les Etats membres.

<sup>3</sup> Parmi lesquelles celles indiquant que le résumé doit être lu comme une introduction au prospectus, que toute décision d'investir dans les valeurs mobilières concernées doit être fondée sur un examen exhaustif du prospectus par l'investisseur, et les conditions de mise en cause de la responsabilité de l'émetteur.

<sup>4</sup> Les titres de créance, y compris les bons de souscription d'actions émis dans le cadre d'un programme d'émission, et les titres de créance émis, dans certaines circonstances, d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit.

Les annexes I à IV de la directive présentent les rubriques devant respectivement figurer dans le prospectus<sup>1</sup>, le document d'enregistrement, la note relative aux valeurs mobilières et le résumé.

L'article 6 fixe les conditions de présentation et d'application de la **responsabilité civile** des émetteurs pour les informations fournies dans le prospectus. Il prévoit en particulier qu' « aucune responsabilité civile ne peut être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé ou de sa traduction, sauf contenu trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus ».

L'article 7 a trait aux **informations minimales** que doivent contenir les différents schémas de prospectus. Il fait référence aux mesures d'exécution contenues dans le règlement 809/2004 précité, et prévoit que l'élaboration des schémas de prospectus tienne compte de certains éléments, parmi lesquels le statut et la taille de l'émetteur ou l'adaptation de l'information aux besoins des investisseurs lorsque l'offre porte sur un titre de créance dont la valeur nominale est élevée. L'article 8 expose les conditions dans lesquelles l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine peut **dispenser l'émetteur d'inclure dans le prospectus certaines informations**<sup>2</sup>, ou le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières proposées ne peuvent être inclus dans le prospectus.

Les articles 9 à 12 fixent, respectivement, les conditions de **validité** du prospectus<sup>3</sup>, le contenu et les modalités d'établissement du **document d'information annuel** que doivent publier les émetteurs cotés sur un marché réglementé<sup>4</sup>, les conditions d'inclusion dans le prospectus **d'informations par référence** à un ou plusieurs documents publiés et approuvés antérieurement ou simultanément, et les modalités d'établissement d'un prospectus consistant en des **documents distincts**<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Les rubriques (détaillées en sous-rubriques) du prospectus sont ainsi les suivantes : le résumé ; l'identité des administrateurs, des membres de la direction, des conseillers et des commissaires aux comptes ; les éléments clés de l'offre et le calendrier prévisionnel ; les informations de base ; les informations sur la société ; l'examen du résultat et de la situation financière et les perspectives ; les administrateurs membres de la direction et les salariés ; les principaux actionnaires et les opérations avec des apparentés ; les informations financières ; les modalités de l'offre ou de l'admission à la négociation ; et les informations complémentaires.

<sup>2</sup> Par exemple si l'autorité estime, dans certaines conditions, que la divulgation de ces informations serait contraire à l'intérêt public, porterait un préjudice grave à l'émetteur ou que ces informations sont d'une importance mineure dans le cadre d'une offre spécifique.

<sup>3</sup> Aux termes du paragraphe 1, « un prospectus reste valide **douze mois après sa publication**, pour d'autres offres au public ou d'autres admissions à la négociation sur un marché réglementé, pour autant qu'il soit complété par les éléments requis en vertu de l'article 16 ».

<sup>4</sup> Ce document est notamment déposé auprès de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine après la publication des comptes annuels.

<sup>5</sup> Le paragraphe 1 de l'article 12 dispose ainsi que « l'émetteur qui dispose déjà d'un document d'enregistrement approuvé par l'autorité compétente **est tenu d'établir uniquement une note relative aux valeurs mobilières et un résumé**, en cas d'offre de valeurs mobilières au public ou d'admission de ces valeurs à la négociation sur un marché réglementé ».



*c) L'approbation et la publication du prospectus (articles 13 à 16)*

La détermination de « *l'autorité de l'Etat membre d'origine* » compétente pour viser le prospectus, résulte, d'après les définitions posées à l'article 2 de la directive, de l'examen de **trois critères** que sont la localisation du siège statutaire de l'émetteur, la nature des instruments financiers qui font l'objet de l'opération<sup>1</sup> et la localisation de l'opération d'offre au public ou d'admission à la cote.

L'article 13 prévoit qu'aucun prospectus ne peut être publié avant son approbation par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine. Cette autorité compétente notifie, selon le cas, à l'émetteur, à l'offreur ou à la personne qui sollicite l'admission à la négociation des valeurs mobilières sur un marché réglementé, sa décision concernant l'approbation du prospectus, **dans les dix jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de prospectus**<sup>2</sup>.

L'article 14 de la directive mentionne les délais<sup>3</sup> et moyens alternatifs<sup>4</sup> de **publication** du prospectus, et prévoit que l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine publie sur son site Internet, pendant un an, l'intégralité des prospectus approuvés. L'article 15 définit les caractéristiques des **communications à caractère promotionnel** se rapportant à l'opération et prévoit que l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine peut en vérifier le contenu.

L'article 16 explicite les conditions dans lesquelles un **supplément** au prospectus doit être approuvé et publié, et doit mentionner « *tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre au public ou, le cas échéant, le début de la négociation sur un marché réglementé* ».

---

<sup>1</sup> Selon la définition de l'Etat membre d'origine prévue par l'article 2, le seuil à partir duquel les émetteurs peuvent librement choisir l'autorité chargée d'approuver leur prospectus s'élève à 1.000 euros pour les titres obligataires.

<sup>2</sup> Vingt jours ouvrables si l'offre publique porte sur des valeurs mobilières émises par un émetteur dont aucune valeur mobilière n'a encore été admise à la négociation sur un marché réglementé et qui n'a pas encore offert de valeurs mobilières au public.

<sup>3</sup> Aux termes du premier paragraphe,

<sup>4</sup> Cette mise à disposition du public peut être réalisée soit par insertion dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion dans les Etats membres concernés par l'opération, soit sous une forme imprimée mise gratuitement à la disposition du public dans certains locaux, soit sous une forme électronique sur le site Internet de l'émetteur (et, le cas échéant, des intermédiaires financiers impliqués dans l'opération), du marché réglementé sur lequel la cotation est sollicitée, ou de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine.

*d) Opérations transfrontières, régime linguistique et émetteurs ayant leur siège statutaire dans un pays tiers (articles 17 à 20)*

L'article 17, relatif au champ d'application communautaire de l'approbation d'un prospectus, est important en ce qu'il **consacre le principe de la validité, dans tous les Etats membres d'accueil<sup>1</sup>, du prospectus approuvé par une unique autorité, celle de l'Etat membre d'origine**. L'article 18 précise les conditions et le délai de notification, par l'autorité de l'Etat membre d'origine aux autorités des Etats membres d'accueil, du **certificat d'approbation** attestant de la conformité du prospectus visé aux dispositions communautaires.

L'article 19 précise le **régime linguistique** du prospectus lorsque l'opération est réalisée dans l'Etat membre d'origine ou dans plusieurs Etats membres distincts de celui d'origine<sup>2</sup>, ou incluant ce dernier. L'article 20 prévoit les conditions dans lesquelles l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine d'un émetteur qui a son siège statutaire dans un pays tiers peut approuver un prospectus qui a été établi selon la législation d'un pays tiers.

*e) Autorités compétentes et mesures d'exécution (articles 21 à 26)*

L'article 21, comme la plupart des directives du Plan d'action pour les services financiers, prévoit que chaque Etat membre désigne une **unique autorité administrative<sup>3</sup>**, dont sont précisées les compétences et pouvoirs (notamment de suspension ou d'interdiction de l'opération) minimaux au regard du contrôle du prospectus. L'article 22 édicte les obligations de **secret professionnel** des collaborateurs de l'autorité compétente et de **coopération** entre autorités des Etats membres. Les articles 25 et 26 ont respectivement trait aux mesures et sanctions administratives prises par les autorités compétentes (qui doivent être « *effectives, proportionnées et dissuasives* ») et au contrôle juridictionnel des décisions et normes nationales.

Parmi les dispositions transitoires et finales prévues par les articles 27 à 32 de la directive, l'article 31 dispose que la Commission européenne devra, cinq ans après la date d'entrée en vigueur de la directive, soumettre au Parlement européen et au Conseil un **rapport d'évaluation** accompagné, le

---

<sup>1</sup> Aux termes de l'article 2, l'Etat membre d'accueil est « l'Etat membre où une offre au public est faite ou une admission à la négociation sollicitée, lorsqu'il diffère de l'Etat membre d'origine ».

<sup>2</sup> Dans ce second cas, le prospectus est établi « **soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes de ces États membres, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale**, selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission, selon le cas. L'autorité compétente de chaque Etat membre d'accueil peut uniquement exiger la traduction du résumé dans sa (ses) langue(s) officielles ».

<sup>3</sup> La directive prévoit néanmoins une période transitoire de huit ans (jusqu'en 2011) pour permettre à certains États membres de continuer à déléguer certaines tâches liées au contrôle des prospectus à d'autres entités que leur autorité compétente.

cas échéant, de propositions en vue de la révision du dispositif communautaire.

#### 4. Les mesures d'application

##### *a) Le règlement 809/2004 du 29 avril 2004*

Le **règlement précité (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004**, mettant en œuvre 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, constitue un document très étoffé (près de 200 pages) et permet d'affiner la définition des prospectus selon les caractéristiques des produits proposés au marché.

**Il n'existe pas de « modèle standard » de prospectus.** En conséquence, le règlement fixe, en fonction des produits, des modalités d'admission à la négociation et des caractéristiques des émetteurs (taille ou forme juridique en particulier), différentes catégories de formats et d'exigences minimales de publicité (s'inspirant notamment des recommandations de l'OICV<sup>1</sup>), selon le type d'informations dont les investisseurs ont besoin. Les articles 4 à 20 du règlement envisagent à ce titre deux types de documents :

- les « **schémas** », définis comme « *une liste d'exigences d'information **minimale** adaptées à la nature spécifique des différents types d'émetteurs et/ou des différentes catégories de valeurs mobilières concernées* ». Sont ainsi concernés les notes et documents d'enregistrement afférents aux différentes catégories de valeurs mobilières (actions, titres d'emprunt et instruments dérivés d'une valeur nominale unitaire inférieure ou supérieure à 50.000 euros, organismes de placement collectif fermés, etc.) ;

- les « **modules** », définis comme « *une liste d'exigences d'information **complémentaire**, non prévues dans aucun des schémas, à ajouter, le cas échéant, à un ou plusieurs schémas selon le type d'instrument et/ou de transaction pour lequel un prospectus ou un prospectus de base est établi* ». Ils ont trait, par exemple, à l'information financière *pro forma*, aux garanties, actions sous-jacentes ou aux titres adossés à des actifs.

---

<sup>1</sup> Organisation internationale des commissions de valeurs, organisation internationale créée en 1983 et qui regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde.

**Le règlement précise également le contenu du prospectus**, qui peut être établi sous la forme d'un document unique<sup>1</sup> ou se composer de trois documents distincts. Il énonce des règles concernant la publication des informations complémentaires qui, en vertu de la directive-cadre, doivent être fournies en dehors du prospectus lui-même. Il définit aussi les conditions que les émetteurs doivent remplir pour inclure des informations dans leur prospectus par référence à d'autres documents, précédemment ou simultanément publiés. Enfin, pour garantir aux parties intéressées un accès adéquat à tous les prospectus, il fixe des exigences concernant les modalités de publication de ces documents et la communication promotionnelle y afférente.

Le règlement entrera en application le **1<sup>er</sup> juillet 2005**, date-limite fixée aux États membres pour la transposition de la directive-cadre.

*b) Les recommandations du CERVM*

Les recommandations du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM), formulées dans le cadre du niveau 3 du processus Lamfalussy, couvrent essentiellement deux domaines :

- **l'information financière** : les principaux thèmes traités sont les précisions concernant les critères déclenchant l'obligation de présentation de comptes *pro forma*, l'information à présenter dans le prospectus concernant les résultats prévisionnels, la présentation des comptes pour les émetteurs ayant des « comptes historiques complexes », l'introduction d'exemples en matière d'information prévisionnelle, de manière à déterminer ce qui relève des prévisions, objectifs ou tendances ;

- **l'information non financière** : des recommandations ont été émises afin d'assurer la coordination entre les autorités compétentes concernant l'application de l'article 23 du règlement. Cet article dispose que « *lorsque les activités de l'émetteur relèvent de l'une des catégories visées à l'annexe XIX<sup>2</sup>, l'autorité compétente de son Etat membre d'origine, tenant compte de la nature spécifique des dites activités, peut exiger la fourniture d'informations adaptées, en plus de celles prévues dans les schémas (...) y compris, le cas échéant, une évaluation des actifs de l'émetteur ou un autre rapport d'expert y afférent* ».

---

<sup>1</sup> Aux termes de l'article 25 du règlement, ce prospectus unique doit alors comporter une table des matières claire et détaillée ; le résumé prévu à l'article 5, paragraphe 2, de la directive 2003/71/CE ; les facteurs de risque liés à l'émetteur et à la catégorie de valeurs mobilières faisant l'objet de l'émission ; et les autres éléments d'information requis dans les schémas et modules sur la base desquels le prospectus est établi.

<sup>2</sup> La liste des émetteurs spécialisés précisée dans l'annexe susmentionnée est la suivante : sociétés immobilières, sociétés minières, sociétés d'investissement, sociétés spécialisées dans la recherche scientifique, sociétés « start-up », et sociétés de navigation.

Le CERVM a également souhaité clarifier un certain nombre de points portant notamment sur l'historique du capital social de l'émetteur, la description des droits attachés à chaque catégorie d'actions, les informations à inclure dans le document d'enregistrement relatif aux titres émis par des organismes de placement collectif de type fermé, ou les opérations avec des parties liées.

## **5. Les travaux de l'AMF**

L'AMF a engagé, du 15 mai au 10 juin 2005, une **consultation** auprès des professionnels sur la transposition de la directive « prospectus » dans son règlement général. Les évolutions du règlement général concernent principalement les points suivants : la définition des seuils d'appel public à l'épargne et des dispenses de prospectus, la détermination de l'autorité compétente pour viser le prospectus et pour la mise en place du passeport européen pour les opérations transfrontières, les conditions et délais d'instruction par l'AMF, le régime de responsabilité de l'information et la structure du prospectus (note d'information, résumé du prospectus et document de référence).

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

Le présent article intègre dans le code monétaire et financier un régime complet du prospectus préalable à une opération d'appel public à l'épargne, et transpose à cet effet plusieurs dispositions de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003. Il prévoit également la faculté pour l'AMF d'adapter ses exigences relatives à l'information sur les opérations d'APE, en fonction des caractéristiques du marché financier concerné.

### ***A. LES MODIFICATIONS AFFÉRENTES À L'OBLIGATION D'ÉTABLIR ET DE PUBLIER UN PROSPECTUS***

Le **I** du présent article propose une nouvelle rédaction de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, relatif aux obligations préalables de publicité des émetteurs. La rédaction proposée envisage successivement le principe général de publication du prospectus et le contenu de celui-ci, le régime linguistique du prospectus, le régime de responsabilité civile de l'émetteur, les cas de dispense de publication du prospectus et les modalités de sortie du champ de l'APE.

## 1. Le contenu et les auteurs du document d'information

Dans des termes proches de l'actuelle rédaction, le texte proposé pour la première phrase du premier alinéa du I de l'article L. 412-1 rappelle le principe de l'obligation, assignée à tout émetteur faisant APE, de publier préalablement à l'opération un **document destiné à l'information du public**, dans des conditions définies par le règlement général de l'AMF. Aux termes du texte proposé pour cet alinéa, le « prospectus », selon la dénomination communautaire, doit porter sur le contenu et les modalités de l'opération, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur, et les garants éventuels des instruments financiers concernés.

Sont toutefois visées, outre les « *personnes* » procédant à une opération par APE, comme dans l'actuelle rédaction, les « *entités* », ce qui permet d'intégrer dans le statut des personnes faisant APE tant les personnes physiques ou morales que les organismes dépourvus de la personnalité morale, tels que les fonds communs de créances (FCC)<sup>1</sup>.

La nouvelle rédaction proposée inclut également, à la différence de l'actuelle, une information portant sur les « *garants éventuels des instruments financiers qui font l'objet de l'opération* ». Cette extension de l'information fournie aux investisseurs, qui ne porte toutefois pas sur les garants de la bonne fin de l'opération<sup>2</sup>, est opportune car **elle permet aux investisseurs de mieux juger la crédibilité de l'offre comme du groupe de sociétés auquel peut être affilié l'émetteur** (par exemple, dans le cas où une société garantit l'emprunt obligataire d'une de ses filiales).

Ainsi que le disposent l'actuelle rédaction comme celle proposée par le présent article, le contenu et les conditions de publication du prospectus seront **précisés par le règlement général de l'AMF**, qui viendra compléter un dispositif juridique étoffé et déjà constitué des prescriptions communautaires et législatives.

---

<sup>1</sup> Aux termes du I de l'article 7 du présent projet de loi, les opérations relatives aux instruments financiers émis par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières, visé au 1° du I de l'article L. 214-1 du code monétaire et financier, ne sont plus inclus dans le champ de l'APE. A contrario, les opérations portant sur des instruments financiers émis par d'autres organismes de placement collectif visés au même article L. 214-1, parmi lesquels les FCC, ressortissent au champ de l'APE.

<sup>2</sup> A la différence des personnes qui garantissent les instruments financiers qui font l'objet de l'opération (par exemple l'Etat, s'agissant d'une émission obligataire réalisée par un établissement public industriel et commercial), les intermédiaires financiers mandatés par l'émetteur et qui garantissent la bonne fin de l'opération jouent un rôle plus « transparent » et qui est beaucoup moins susceptible d'influencer la décision des investisseurs, ce qui ne justifie pas qu'une obligation d'information sur ce type de garants soit imposée aux émetteurs.

## 2. Le régime linguistique du prospectus

Le texte proposé par le **I** du présent article pour la seconde phrase du premier alinéa du I de l'article L. 412-1 précise, comme dans le droit actuel, que le document d'information **doit être rédigé en français ou, dans les cas définis par le règlement général de l'AMF, dans une autre langue usuelle en matière financière**, qui en pratique est l'anglais.

Le régime linguistique tend en revanche à différer s'agissant du **résumé** du prospectus. Alors que dans le droit actuel, le résumé n'est requis que si le prospectus est publié dans une langue autre que le français<sup>1</sup>, et a donc pour fonction de garantir une traduction des principales dispositions du prospectus, la rédaction proposée prévoit que le prospectus **comprend toujours un résumé** accompagné, le cas échéant, d'une traduction en français. Cette obligation de fournir un résumé est conforme aux dispositions du paragraphe 2 de l'article 5 de la directive « prospectus » précitée.

**Cette disposition constitue une amélioration par rapport au droit actuel**, en ce qu'elle limite fortement les risques d'incohérences et d'ambiguïtés entre le prospectus et son résumé, que n'évite pas le droit actuel dans la mesure où il implique, par exemple, qu'un prospectus rédigé en anglais soit accompagné d'un résumé en français. Lorsqu'un émetteur étranger ou français publiera un prospectus en anglais dans le cadre d'une opération par APE s'adressant à un public d'investisseurs français, il devra ainsi joindre un résumé en anglais et la traduction fidèle de celui-ci en français.

**Votre rapporteur général considère néanmoins que la complexité inhérente aux opérations portant sur des titres de capital justifierait que le prospectus y afférent soit systématiquement accompagné d'une traduction en français, et vous propose un amendement en ce sens (cf. *infra*).**

## 3. La limitation de la responsabilité de l'émetteur

Le texte proposé par le **I** du présent article pour le deuxième alinéa du I de l'article L. 412-1 tend à limiter les facultés de mise en cause de la responsabilité de l'émetteur sur le fondement du seul résumé ou de sa traduction, **conformément aux dispositions du second alinéa du paragraphe 2 de l'article 6 de la directive « prospectus »**<sup>2</sup> dont il constitue l'exacte transposition. Il est ainsi prévu un principe général d'irresponsabilité

---

<sup>1</sup> L'actuel article L. 412-1 du code monétaire et financier dispose en effet que le prospectus « doit **alors** être accompagné d'un résumé rédigé en français ».

<sup>2</sup> Qui précise que « les États membres veillent cependant à ce qu'aucune responsabilité civile ne puisse être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé ou de sa traduction, sauf contenu trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus ».

des émetteurs, mais l'action en justice pourra être jugée recevable « *si le contenu du résumé ou de sa traduction est **trompeur, inexact ou contradictoire** par rapport aux informations contenues dans les autres parties du document (d'information)* ».

**Votre rapporteur général juge que ces dispositions sont utiles**, compte tenu de la nature du résumé et de la nécessité d'éviter que ne se développe un contentieux lourd, plus ou moins fondé et qui constituerait une source d'insécurité juridique pour les émetteurs, de nature à les dissuader de faire APE. La vocation même du résumé implique également que ce document synthétique ne permette pas aux investisseurs de détenir une vision détaillée et exhaustive des instruments financiers proposés comme de l'émetteur. **Il s'agit donc de faire reposer les contentieux éventuels sur des fondements objectifs**, consistant en des erreurs de traduction ou un contenu manifestement erroné ou incomplet du résumé par rapport au prospectus de base.

Votre rapporteur général estime que le résumé, dont la portée juridique apparaît incertaine, devra néanmoins **comporter *in extenso* tous les points les plus significatifs du prospectus**.

#### **4. Les dispenses de publication du prospectus accordées par l'AMF pour certaines opérations**

Le texte proposé par le **I** du présent article pour le dernier alinéa du I de l'article L. 412-1 prévoit que le règlement général de l'AMF fixe les conditions dans lesquelles les émetteurs peuvent être **dispensés de l'établissement de tout ou partie du prospectus** pour certaines opérations par APE « *qui ne justifient pas une information du public* ». Selon la rédaction proposée, ces exonérations, qui sont distinctes des exclusions du champ de l'APE prévues par l'article 7 du présent projet de loi, peuvent être **liées à la nature ou au volume<sup>1</sup> des opérations proposées, à la nature de l'émetteur ou des investisseurs visés, ou à la nature ou à la valeur nominale** (en particulier si celle-ci est élevée) des instruments financiers concernés. Les caractéristiques de ces opérations tendent en effet à les destiner à des investisseurs **professionnels**.

Cette disposition permettra de transposer, par voie réglementaire, les diverses dérogations à l'obligation de publier un prospectus, prévues par l'article 4 de la directive « prospectus » précitée, et qui ont été exposées *supra*.

---

<sup>1</sup> Par exemple, en cas de négociation d'actions sur un marché réglementé et selon les termes de l'article 4 de la directive « prospectus », lorsque les actions représentent, sur une période de douze mois, moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé.



## 5. Les modalités de sortie du champ de l'APE

Comme dans le droit actuel, le texte proposé par le **I** du présent article pour le III de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier prévoit qu'une personne ou une entité peut **cesser de faire APE**, selon des modalités et conditions prévues par le règlement général de l'AMF. Cette disposition permet ainsi d'exonérer des contraintes d'information permanente ou périodique les émetteurs qui n'ont plus besoin, à moyen terme, de recourir à une opération financière entrant dans le champ de l'APE.

### ***B. L'ADAPTATION DES OBLIGATIONS D'INFORMATION AUX NOUVEAUX MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS***

Le texte proposé par le **I** du présent article pour le II de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier prévoit d'importantes dispositions, tendant à adapter le régime d'information des investisseurs au nouveau contexte de déréglementation et de concurrence des marchés financiers, que la récente directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers<sup>1</sup> contribue à renforcer.

#### **1. L'extension de la compétence de l'AMF au régime d'information des opérations d'APE sur un marché non réglementé**

Le texte proposé pour le I de l'article L. 412-1 a trait au seul prospectus fourni par l'émetteur lors d'une opération d'APE. Le premier alinéa du II de cet article, à l'instar du droit actuel<sup>2</sup>, vise un objet plus large puisqu'il dispose que le règlement général de l'AMF, de manière générale, fixe les **conditions d'information du public** lorsque des instruments financiers ont été émis ou cédés dans le cadre d'un appel public à l'épargne.

L'innovation majeure par rapport au droit actuel réside dans la mention supplémentaire selon laquelle le règlement général fixe également les conditions d'information du public lorsque des instruments financiers ont été admis aux négociations **sur un marché d'instruments financiers. Cette disposition est susceptible d'étendre les prérogatives de l'AMF au-delà du seul APE** (selon les moyens utilisés pour l'offre de titres), dans la mesure où la définition de l'APE, aux termes de l'article L. 411-1 du code monétaire et

---

<sup>1</sup> Dont la transposition par ordonnance est proposée par l'article 5 du projet de loi n° 2281 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, examiné en première lecture au Sénat le lundi 2 mai 2005.

<sup>2</sup> Le deuxième alinéa de l'article L. 412-1 dispose que « ce règlement fixe également les conditions dans lesquelles l'émetteur dont les titres ont été émis ou cédés dans le cadre d'un appel public à l'épargne procède à l'information du public ».

financier, comporte un premier critère faisant référence aux opérations « *d'admission à la négociation sur un marché réglementé* ».

Il convient ici de rappeler que l'admission d'un instrument financier à la cote sur un marché non réglementé n'emporte en effet pas une qualification automatique d'appel public à l'épargne, contrairement à la cotation sur un marché réglementé. **La qualification éventuelle d'APE pour une telle opération devra donc être examinée au regard des autres critères de l'APE**, et en particulier des moyens utilisés (publicité ou démarchage) ou des intermédiaires mandatés (établissement de crédit ou prestataire de services d'investissement).

La nouvelle référence aux marchés d'instruments financiers, conforme au nouveau cadre législatif communautaire posé par la directive 2004/39/CE précitée, inclut désormais les marchés réglementés et ceux simplement « organisés », donc non réglementés. En outre, la compétence de l'AMF s'étend non seulement à l'exécution des ordres sur les marchés non réglementés (*via* les plates-formes multilatérales ou les systèmes bilatéraux internalisés<sup>1</sup>), mais **encore à leur admission à la cote de tels marchés**, l'ensemble de ces opérations ressortissant à l'offre (par émission ou cession) au public de titres.

Tout en confirmant indirectement la suppression du principe de centralisation des ordres boursiers sur les marchés réglementés, prévu par l'article L. 421-12 du code monétaire et financier<sup>2</sup> et que le projet de loi n° 2281 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers tend à abroger<sup>3</sup>, **ces dispositions contribuent à préserver la protection des investisseurs puisqu'elles étendent la compétence du régulateur boursier à l'ensemble des configurations de marchés financiers.**

---

<sup>1</sup> Pour de plus amples précisions sur ces canaux d'exécution, se référer au commentaire de l'article 5 du projet de loi n° 2281 précité (rapport n° 309 (2004-2005) de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances, déposé le 27 avril 2005).

<sup>2</sup> Dont le premier alinéa dispose que « les transactions sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé, réalisées au profit d'un investisseur résidant habituellement ou établi en France, par un prestataire de services d'investissement agréé ou exerçant en France par voie de libre prestation de services ou de libre établissement, **sont nulles si elles ne sont pas effectuées sur un marché réglementé** d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ».

<sup>3</sup> Suite à un amendement adopté par le Sénat en première lecture de ce projet de loi, sur une initiative de votre rapporteur général.

## **2. Une adaptation pragmatique des pouvoirs du régulateur aux différents types de marchés et en particulier à Alternext**

### *a) Une nouvelle référence aux « marchés d'instruments financiers »*

Le texte proposé par le **I** du présent article pour le second alinéa du **II** de l'article L. 412-1 précité dispose que le règlement général de l'AMF, fixant les conditions d'information précédemment mentionnées, **« peut tenir compte du fait que les instruments financiers sont négociés sur un marché d'instruments financiers autre qu'un marché réglementé et, le cas échéant, des caractéristiques de celui-ci »**.

Cette disposition, outre qu'elle confirme le caractère extensif que revêt la nouvelle référence faite aux **« marchés d'instruments financiers »**, **permet à l'AMF de moduler ses exigences** relatives aux obligations d'information des émetteurs, selon que leurs titres sont négociés sur un marché réglementé ou non.

**Le critère principal de compétence de l'AMF, au regard des émetteurs, demeure ainsi l'APE, quel que soit le type de marché sur lequel une telle opération est réalisée. Les obligations relatives à l'APE seront néanmoins déclinées et adaptées selon que l'opération a lieu hors marché, donc sans cotation, sur un marché organisé ou sur un marché réglementé.**

**Les obligations de transparence et d'information à l'égard du public afférentes à l'APE ne s'en trouvent pas pour autant affectées**, dans la mesure où l'opération d'APE est distincte de l'exécution des ordres, qui peut avoir lieu sur un marché réglementé ou non. L'AMF pourra cependant imposer des obligations d'information plus légères aux émetteurs intervenant sur des marchés non réglementés, postérieurement à l'opération d'APE elle-même, afin de préserver la vocation et la souplesse de fonctionnement de ces marchés.

**Cette disposition trouve particulièrement à s'appliquer au nouveau marché français non réglementé Alternext** (cf. encadré ci-après), lancé le 17 mai 2005 par l'entreprise de marché Euronext Paris et qui a vocation à faciliter le financement des PME.

### *b) Alternext, nouveau marché non réglementé dédié aux PME*

Le début de la décennie 2000 a été marqué non seulement par la chute des cours des grandes entreprises cotées sur les principaux marchés internationaux, mais encore, et singulièrement en France, **par la raréfaction des transactions, et partant, par la diminution de la liquidité des valeurs moyennes** cotées sur des compartiments tels que les Nouveaux et Second marchés. Il en est également résulté une **forte diminution des capacités**

**d'analyse et de suivi de ces valeurs**, concomitamment à la réduction des moyens humains et financiers des structures d'analyse financière, dont l'indépendance et certains excès avaient été soumis à des critiques parfois vives dans un contexte d'éclatement de la « bulle » Internet (cf. le commentaire de l'article 9 du présent projet de loi).

Compte tenu de la nécessité de maintenir en France un marché actif des petites et moyennes valeurs, dont le développement suppose qu'elles puissent recourir au financement par les marchés dans des conditions satisfaisantes tant pour les émetteurs que pour les investisseurs, il est apparu nécessaire de renouveler l'offre de cotation pour ce type d'entreprise, dans le cadre de la réforme globale de la cote d'Euronext. La création du marché Alternext participe également de la volonté de **renforcer l'attractivité de la place de Paris** face au concurrent que constitue le marché anglais *Alternative Investment Market* (AIM<sup>1</sup>), qui connaît un grand succès et dont Euronext a entendu s'inspirer.

Le marché Alternext doit donc respecter un **compromis entre la souplesse et la réactivité de l'émetteur**, dont le recours à la cotation sur un marché réglementé implique des contraintes d'information et de capitalisation parfois lourdes à supporter pour des sociétés en croissance, **et la confiance de l'investisseur**, qui aspire légitimement à disposer d'informations fiables et transparentes sur les caractéristiques financières et l'activité de l'émetteur.

La cotation sur un marché réglementé représentait à cet égard un label de qualité sécurisant pour les investisseurs, au premier rang desquels les particuliers. Outre les anciens compartiments du marché réglementé d'Euronext réservés aux petites et moyennes capitalisations, les PME et sociétés en croissance pouvaient également et peuvent encore se financer sur le **Marché libre**, non réglementé, mais dans des conditions de transparence réservant ce type de placement à des investisseurs plus avertis et donc en nombre réduit, ce qui est susceptible de faire courir des risques quant à la continuité de la cotation.

---

<sup>1</sup> *L'Alternative Investment Market de Londres a été créé en juin 1995 pour permettre à des sociétés à fort potentiel de croissance de lever des capitaux, les conditions d'introduction étant beaucoup plus souples que sur la bourse principale. Il ne comptait à l'origine que dix sociétés. Près de 1.200 valeurs s'y échangent aujourd'hui, pour une capitalisation totale de 51 milliards d'euros. Le rythme des introductions de nouvelles sociétés s'est accéléré au cours des derniers mois, avec pas moins d'une centaine d'admissions en mars et avril.*

## **Le nouveau marché financier Alternext**

### 1 – Favoriser le développement des petites et moyennes entreprises

Alternext, qui a ouvert le 17 mai 2005, a été créé par l'entreprise de marché Euronext pour répondre aux attentes des petites et moyennes entreprises souhaitant bénéficier d'un accès simplifié au marché boursier pour financer leur développement. Alternext se veut offrir aux PME des modalités d'admission et de cotation assouplies, adaptées à leur taille et à leurs enjeux, tout en étant doté de règles propres à assurer une bonne information des investisseurs.

Cette création constitue également un élément essentiel du programme développé par Euronext pour les petites et moyennes capitalisations, qui s'est dans un premier temps traduit par la constitution d'une liste unique, *Eurolist by Euronext*, composée de trois compartiments correspondant à des seuils croissants de capitalisation, la création d'une gamme d'indices spécifiques et la **création d'experts en valeurs moyennes**.

L'introduction de sociétés telles que Meilleurtaux, CBO Territoria et Poweo a été réussie et une dizaine de mises sur le marché étaient attendues d'ici la fin du mois de juillet.

### 2 – Des obligations de transparence et de protection des investisseurs

Afin d'assurer la sécurité et la protection des investisseurs, les entreprises cotées sur Alternext prennent des **engagements d'information préalable, périodique et permanente, et de transparence** à l'égard du marché. Lors de l'introduction sur Alternext, les sociétés candidates faisant APE doivent disposer d'un « flottant » (la part du capital susceptible d'être cotée) d'un minimum de 2,5 millions d'euros. Après l'introduction, les sociétés cotées doivent publier leurs comptes sur le site d'Alternext.

Tout en assouplissant les conditions d'admission des sociétés cotées au marché, Alternext a mis en place des règles visant à **informer les investisseurs**. Au moment de l'introduction, la présentation (pas nécessairement aux normes IFRS) de deux années de comptes, au minimum, est nécessaire. Cette disposition a en particulier pour objet d'éviter certains écueils de l'ancien Nouveau marché, sur lequel avaient pu être introduites de jeunes sociétés au modèle économique aléatoire.

Tout au long de la cotation, les **comptes annuels audités et semestriels non audités** sont publiés sur le site d'Alternext d'Euronext. Aucune information financière trimestrielle n'est en revanche requise, contrairement à ce qui est exigé sur la cote officielle *Eurolist*. Dans un délai de 4 mois, les sociétés diffusent obligatoirement et immédiatement toute information susceptible d'avoir un impact sur leur cours de bourse. Les **franchissements de seuil** de 50 % et 95 % (seuil de l'offre publique obligatoire de rachat des actionnaires minoritaires) doivent être publiés, de même que les transactions des dirigeants.

Deux règles visant à **protéger les intérêts des investisseurs** sont en outre prévues. En cas de radiation de la cote envisagée par un actionnaire majoritaire détenant plus de 95 % du capital ou des droits de vote, ce dernier doit proposer un prix de sortie qui devra avoir été validé par un expert indépendant (**attestation d'équité**). En cas de changement de contrôle par acquisition d'un bloc conférant le contrôle, l'acquéreur s'engage à offrir une porte de sortie aux minoritaires au prix du bloc.

Les actionnaires minoritaires bénéficient également d'un mécanisme de garantie de cours<sup>1</sup>, et tout abus de marché est sanctionné par l'AMF.

### 3 – Le soutien original du « *listing sponsor* » ou « parrain de cotation »

Innovation originale, le *listing sponsor* intervient aux côtés de l'entreprise pour l'accompagner dans la préparation de sa cotation sur Alternext et la mise en œuvre de ses obligations d'information et de transparence, et l'assister durant son parcours boursier. **Son action est donc de nature à renforcer la confiance des investisseurs.** Le *listing sponsor* s'engage ainsi à :

- **lors de l'introduction**, aider et guider la société candidate sur les points suivants : information sur les obligations légales et réglementaires, rédaction du document d'information (prospectus visé par l'AMF, ou « *offering circular* » rédigé sous sa responsabilité et celle de la société) à destination des investisseurs potentiels, présentation à Euronext d'un dossier de candidature complet, prévention de toute situation de conflit d'intérêt. Il doit confirmer par écrit à Euronext que la société candidate est éligible au regard des règles d'admission et attester avoir réalisé l'ensemble des diligences professionnelles d'usage.

- **tout au long de la cotation**, assister la société cotée en s'engageant, pour une période minimale de deux années, à vérifier le respect des obligations d'information de la société cotée dont il a la responsabilité, à informer Euronext de tout manquement de la société à ses obligations d'information et plus généralement à ses obligations de société cotée, être l'interlocuteur privilégié d'Euronext pour toute question relative à la société cotée dont il a la responsabilité.

En cas de manquement à ces obligations, Euronext peut prononcer des **sanctions** à l'encontre du *listing sponsor* : avertissement et publication sur le site Alternext d'Euronext, ou radiation d'Alternext

Le *listing sponsor* est une société agissant comme **prestataire de services d'investissement, cabinet d'audit, cabinet d'avocats ou spécialiste en opération de haut de bilan**. Le candidat au statut de *listing sponsor* doit s'engager contractuellement auprès d'Euronext et se prévaloir des **conditions cumulatives** suivantes : justifier d'une expérience d'au moins 2 ans dans le conseil aux entreprises en matière d'opérations de haut de bilan, avoir réalisé des opérations sur le capital ayant nécessité la rédaction de documents d'information ad hoc, et disposer de collaborateurs qualifiés.

La liste des *listing sponsors* est actualisée en permanence et disponible en libre consultation sur le site Alternext d'Euronext.

### 4 – Un modèle de marché dual autorisant l'intervention des « *market makers* »

Conçu pour tenir compte du profil des valeurs cotées sur Alternext et en optimiser la liquidité, le modèle de marché a pour objectif de maximiser les possibilités de négociation et d'exécution des ordres. **Deux mécanismes de cotation sont ainsi disponibles sur Alternext : le *market making* et la procédure de *fixing***, ces deux modes de négociation étant ouverts à tous les investisseurs. Ils sont également séquentiels et complémentaires, dans la mesure où la négociation bilatérale, avec le *market making*, est ouverte à 9h et s'achève à 16h30, la procédure de *fixing* intervenant ensuite à 17h.

---

<sup>1</sup> Cf. commentaire de l'article 13 du présent projet de loi.

Comme sur les marchés anglo-saxons, les « *market makers* » ou « teneurs de marché » sont habilités à intervenir sur Alternext, sans en avoir le monopole des négociations. Un *market maker* est un intervenant de marché doté d'un accès direct à la négociation des ordres et qui traite pour son compte propre. Cette fonction est exercée par une entité ayant le statut de membre négociateur du marché. Le *market maker* a pour rôle de **faciliter la liquidité du marché** en offrant en permanence des prix d'achat et de vente sur les titres pour lesquels il s'est déclaré *market maker* auprès d'Euronext.

Les *market makers* ont l'obligation d'intervenir de 9h à 16h30 conformément au modèle de marché défini pour Alternext. Pendant cette période dite de *market making*, **ils doivent, pour chaque valeur déclarée, afficher une fourchette de prix pour une quantité minimale de titres**. Les valeurs disposant d'un *market maker* pourront être négociées en continu, le *market maker* pouvant être sollicité par un intermédiaire pour la négociation d'ordres de ses clients. Les conditions de la transaction, prix et quantités, sont décidées entre les deux parties. Les valeurs ne disposant pas de *market makers* sont négociées par la seule voie du *fixing*.

Source : site Internet d'Euronext

### *c) La caution apportée par la supervision de l'AMF*

Afin de garantir l'attractivité et la profondeur d'Alternext (et le cas échéant de futurs marchés organisés) pour les investisseurs et les émetteurs, c'est-à-dire la présence d'une cote étoffée, liquide et sûre, les dispositions du présent article permettent de créer un **nouveau label de qualité, intermédiaire entre les marchés réglementés et le régime de l'APE hors des marchés réglementés**. Outre les dispositions précitées, le texte proposé par le I du présent article pour le second alinéa du II de l'article L. 412-1 dispose ainsi que le règlement général de l'AMF « *peut prévoir que certaines règles ne sont applicables qu'à certains marchés d'instruments financiers, à la demande de la personne qui les gère* ».

L'AMF pourra donc prévoir un *corpus* de règles spécifiques à certains marchés non réglementés, et dans le cas d'Alternext, **crédibiliser le positionnement de ce marché** en le soumettant, à la demande de l'entreprise de marché Euronext, à certaines règles de nature à assurer une information fiable et suffisante aux investisseurs, tout en préservant la souplesse d'accès des entreprises désireuses de se faire coter. Alternext pourrait ainsi devenir un lieu privilégié de financement des jeunes entreprises et de sortie en bourse pour les participations des fonds de capital-risque, tout en constituant un « tremplin » vers un des compartiments de la cote du marché réglementé d'Euronext.

Outre la procédure « classique » d'APE accompagnée d'un document d'information préalable visé par l'AMF, **l'admission à la cote d'Alternext peut être simplifiée et réalisée par « placement privé »** auprès d'un nombre réduit d'investisseurs, donc sans offre simultanée de titres au public. Les formalités sont alors allégées, puisque l'émetteur devra avoir réalisé, au cours

des deux années précédant l'introduction, un placement privé pour un montant minimum de 5 millions d'euros, répartis entre au moins cinq investisseurs.

**Les règles du marché Alternext ont été approuvées par une décision de l'AMF du 3 mai 2005**, qui prévoit en particulier les modalités de contrôle de ces règles. Le contrôle des règles s'appliquant à l'émetteur est ainsi du ressort :

- du *listing sponsor* ou « parrain de cotation » pour ce qui concerne la communication par l'émetteur ;

- d'Euronext Paris lorsque le parrain de cotation a épuisé ses moyens d'action ;

- de l'AMF ou de l'autorité compétente du pays d'origine lorsqu'un de ses règlements s'applique à l'émetteur ou à l'un de ses dirigeants.

De même, le contrôle des règles relatives à la **négociation** est du ressort :

- d'Euronext Paris pour ce qui relève de la négociation par les membres sur Alternext ;

- de l'AMF lorsqu'un de ses règlements s'applique à tout ou partie des interventions d'une quelconque personne sur Alternext.

Il est également prévu que « *dans ce cadre, Euronext Paris met en oeuvre des **moyens proportionnés** à l'activité d'Alternext pour assurer la mise en application et la surveillance du respect des règles, dans la limite de la répartition des fonctions de surveillance prévue ci-dessus. Euronext Paris ne pourra être tenue responsable en cas d'infraction aux règles par un des participants directs au marché, ou pour un quelconque fait ou omission d'Euronext Paris ou de ses dirigeants, employés, agents ou représentants quand ils s'assurent du respect des règles, **sauf faute lourde ou intentionnelle*** ».

### **C. LE NOUVEAU CHAMP DE COMPÉTENCES DE L'AMF CONCERNANT L'APPROBATION DU PROSPECTUS**

Le texte proposé par le **II** du présent article modifie l'intitulé et le contenu de la sous-section 2 de la section 4 du chapitre unique du titre II du livre VI du code monétaire et financier. Cette sous-section, intitulée dans le droit actuel « *Autorisation des opérations d'appel public à l'épargne* », devient « *Autorisation de certaines opérations portant sur des instruments financiers* ». L'article L. 621-8 de l'actuelle sous-section est intégralement réécrit et est complété par deux nouveaux articles L. 621-8-1 et L. 621-8-2.



Ce dispositif détaille les prérogatives de l'AMF concernant la publication d'informations préalables ou complémentaires par un émetteur qui procède à une opération par APE, en conformité avec les prescriptions de la directive 2003/71/CE précitée sur les pouvoirs de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine.

### **1. La rénovation de la compétence territoriale de l'AMF**

Ces dispositions tendent notamment à transposer les exigences de la directive « prospectus » relatives à la détermination de l'autorité de l'Etat membre d'origine, autorité unique compétente pour approuver le prospectus de l'émetteur. Ainsi qu'il a été précisé *supra*, l'article 2 de cette directive introduit une distinction entre les autorités de l'Etat membre d'origine et de l'Etat membre d'accueil, conduisant à une **nouvelle répartition des responsabilités et à un aménagement substantiel du principe de territorialité de l'opération contrôlée, sur lequel repose aujourd'hui la compétence de l'AMF**<sup>1</sup>. L'Autorité sera ainsi amenée à superviser des opérations se déroulant hors du territoire national, et réciproquement certaines opérations réalisées sur le marché français seront contrôlées par l'autorité compétente d'un autre Etat membre.

#### *a) Les cas de compétence obligatoire de l'AMF*

Conformément aux dispositions du premier paragraphe de l'article 2 de la directive « prospectus » (cf. *supra*, principales dispositions de la directive), le texte proposé par le **II** du présent article pour le I de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier tend à aménager selon certains critères la compétence de l'AMF, en tant qu'autorité compétente de l'Etat membre d'origine de l'opération contrôlée, au regard d'opérations susceptibles d'être réalisées hors du territoire français.

Il dispose ainsi que l'AMF appose préalablement son visa non seulement au projet de document mentionné à l'article L. 412-1, c'est-à-dire le prospectus établi par l'émetteur pour une opération se déroulant sur le territoire national, mais **également à tout document équivalent requis par la législation d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE)**, pour toute opération réalisée sur le territoire de l'EEE répondant à **deux conditions cumulatives relatives à la nationalité de l'émetteur et aux caractéristiques des instruments financiers concernés** :

---

<sup>1</sup> Le premier alinéa de l'actuel article L. 621-8 du code monétaire et financier prévoit ainsi que le projet de document mentionné à l'article L. 412-1 est soumis au visa préalable de l'AMF, qui indique les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer.

- lorsque l'émetteur des titres sur lesquels porte l'opération a son **siège statutaire en France. Ce critère tend donc à transférer la territorialité de l'opération à l'émetteur** ;

- et lorsque l'opération porte sur des titres de capital ou des titres donnant accès au capital au sens de l'article L. 212-7 du code monétaire et financier<sup>1</sup> (par exemple des obligations à bon de souscription d'actions), ou sur des titres de créance dont l'échéance est supérieure ou égale à douze mois à l'émission, et dont la valeur nominale est faible, c'est-à-dire **inférieure à 1.000 euros**.

Indépendamment des dispositions de la directive « prospectus », qui concerne les seules valeurs mobilières telles qu'elles sont définies par la directive, le texte proposé pour le IV de l'article L. 621-8 prévoit également qu'est soumis au visa préalable de l'AMF tout projet de document relatif à une opération **réalisée en France** et portant sur des **instruments financiers autres que les valeurs mobilières** mentionnées aux I et II du même article. Il s'agit, par cette « disposition balai » et de façon logique, de maintenir la pérennité du dispositif territorial actuel pour les instruments financiers n'entrant pas dans le champ défini par la directive, compte tenu des différences existant entre la notion communautaire de « valeurs mobilières » et les définitions françaises des « instruments financiers » et des « valeurs mobilières ». **Il en résulte cependant que le prospectus afférent à ces opérations, tout en demeurant soumis au visa de l'AMF, ne peut bénéficier du passeport européen.**

Enfin, le texte proposé par le II du présent article pour le V de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier prévoit que hors les cas prévus à l'article L. 412-1 du même code, précité, le projet de document soumis au visa de l'AMF est établi et publié dans les conditions prévues par son règlement général.

*b) Les cas de compétence éventuelle de l'AMF, selon le choix de l'émetteur*

Conformément aux points ii) et iii) de la définition de l'« *Etat membre d'origine* » prévue par le premier paragraphe de l'article 2 de la directive « prospectus (cf. *supra*), **l'émetteur dispose dans certains cas d'une marge de manœuvre pour déterminer l'autorité compétente** pour approuver le prospectus qu'il a établi.

---

<sup>1</sup> *Cet article fait référence au code de commerce et dispose que « les règles relatives à l'émission de titres donnant accès au capital et aux titulaires de ces titres sont fixées par les articles L. 228-91 à L. 228-106 du code de commerce relatifs aux valeurs mobilières donnant accès au capital ».*

Le texte proposé par le **II** du présent article pour le **II** de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier prévoit que le projet de document visé au **I** du même article<sup>1</sup> est soumis au visa préalable de l'AMF, dans les cas fixés par son règlement général, **pour toute opération réalisée en France, ou sur le territoire de l'EEE par un émetteur dont le son siège social est en France**, portant sur les deux catégories suivantes d'instruments financiers :

- lorsque l'opération porte sur des titres donnant accès au capital d'un autre émetteur et qui n'ont pas été émis dans les conditions fixées par l'article L. 228-93 du code de commerce<sup>2</sup>. Il s'agit, conformément aux dispositions du point ii) de l'article premier de la directive « prospectus »<sup>3</sup>, de viser les seuls cas où l'émetteur des titres donnant accès au capital (par exemple des *warrants*) est distinct de l'émetteur des titres de capital sous-jacents et n'appartient pas au même groupe, en tant que société mère ou fille dudit émetteur ;

- ou lorsque l'opération porte sur des titres de créance dont l'échéance est supérieure ou égale à douze mois à l'émission et dont la valeur nominale est **supérieure** ou égale au seuil visé au **I**, soit 1.000 euros.

**Les modalités du choix de l'autorité compétente par l'émetteur seront fixées par le règlement général de l'AMF.** Rappelons qu'aux termes du point ii) du point m) du premier paragraphe de l'article 2 de la directive « prospectus », l'Etat membre d'origine déterminant la compétence de l'autorité peut être l'Etat membre où l'émetteur a son siège statutaire, celui où les valeurs mobilières considérées ont été ou seront admises à la négociation sur un marché réglementé, ou celui où les valeurs mobilières seront offertes au public.

De la même manière, le texte proposé par le **II** du présent article pour le **III** de l'article L. 621-8 transpose les dispositions du point iii) de la définition communautaire de l'Etat membre d'origine, et prévoit que le projet de document visé au **I** du même article est soumis au visa préalable de l'AMF,

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire le document d'information visé à l'article L. 412-1 ou son équivalent d'un autre Etat partie à l'EEE.

<sup>2</sup> Cet article, introduit par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, dispose :

« Une société par actions peut émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital ou de la société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital.

« A peine de nullité, l'émission doit être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre ces valeurs mobilières et par celle de la société au sein de laquelle les droits sont exercés, dans les conditions prévues par l'article L. 228-92 ».

<sup>3</sup> Qui vise « toute émission de titres autres que de capital donnant droit à acquérir tout titre transférable ou à recevoir un montant en espèces à la suite de la conversion de ces titres ou de l'exercice des droits conférés par eux, **pour autant que l'émetteur des titres autres que de capital ne soit pas l'émetteur des titres sous-jacents ou une entité appartenant au groupe de ce dernier émetteur** ».

dans les cas fixés par son règlement général, pour toute opération répondant aux caractéristiques **cumulatives** suivantes :

- lorsque l'opération porte sur des valeurs mobilières non visées dans le cas précédent (texte proposé pour le II de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier) ;

- lorsque l'émetteur a son siège statutaire **hors du territoire de l'Espace économique européen (EEE)** ;

- et que l'opération porte sur des instruments financiers dont la première opération par APE sur le territoire de l'EEE (c'est-à-dire la première émission ou cession dans le public ou la première admission sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'EEE) **a lieu en France**.

Les modalités du choix de l'autorité compétente par l'émetteur seront également fixées par le règlement général de l'AMF. Aux termes du point iii) du point m) premier paragraphe de l'article 2 de la directive « prospectus », l'Etat membre d'origine déterminant la compétence de l'autorité peut être l'Etat membre où les valeurs mobilières doivent être pour la première fois offertes au public ou celui de la première demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé de l'EEE, sous réserve d'un choix ultérieur de la part des émetteurs ayant leur siège statutaire dans un Etat tiers, lorsque l'Etat membre d'origine n'avait pas été déterminé selon leur choix.

Les différents cas de figure de compétence de l'AMF peuvent ainsi être synthétisés de la façon suivante :

**Détermination de l'autorité compétente pour approuver le prospectus lorsque l'opération d'APE a lieu sur le territoire de l'Espace économique européen**

| <b>Catégories d'instruments financiers et d'opérations réalisées sur le territoire de l'EEE</b>  | <b>Détermination de l'autorité compétente</b>   | <b>Référence dans la directive prospectus</b> | <b>Transposition dans le code monétaire et financier</b> |
|--|---|---|--|
| <p>Lorsque l'opération porte sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- des titres donnant accès au capital d'un émetteur distinct et qui n'ont <b>pas</b> été émis dans les conditions fixées par l'article L. 228-93 du code de commerce (émission de titres donnant accès au capital d'une société mère ou fille) ;</li> <li>- ou des titres de créance dont l'échéance est supérieure ou égale à douze mois à l'émission et dont la valeur nominale est supérieure ou égale à 1.000 euros</li> </ul> | <p>L'émetteur a le <b>choix</b> de l'autorité compétente (l'AMF s'il s'agit de la France), qui peut être celle de l'Etat membre :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- où l'émetteur a son siège statutaire ;</li> <li>- où les valeurs mobilières ont été ou seront admises à la négociation sur un marché réglementé ;</li> <li>- où les titres seront offerts au public</li> </ul> | <p>Article 2. 1. m) ii)</p>                   | <p>II de l'article L. 621-8</p>                          |
| <p>Lorsque l'opération porte sur certains instruments financiers distincts du premier cas (titres de capital ou titres donnant au capital, ou titres de créance dont l'échéance est supérieure ou égale à douze mois à l'émission, et dont la valeur nominale inférieure à 1.000 euros) et dont l'émetteur a son <b>siège statutaire dans un des Etats membres</b></p>   | <p>L'autorité compétente est automatiquement celle de l'Etat membre où l'émetteur à son siège statutaire (l'AMF s'il s'agit de la France)</p>   | <p>Article 2. 1. m) i)</p>                    | <p>I de l'article L. 621-8</p>                           |

|  |   |                              |                                  |
|--|---|------------------------------|----------------------------------|
| <i>Lorsque l'opération réalisée sur le territoire de l'EEE porte sur des instruments financiers distincts du premier cas et que l'émetteur a son <b>siège statutaire hors du territoire de l'EEE</b></i> | <i>L'émetteur a le <b>choix</b> de l'autorité compétente (l'AMF s'il s'agit de la France), qui peut être celle de l'Etat membre :</i><br><br><i>- où les titres doivent être pour la première fois offerts au public ;</i><br><br><i>- ou celui de la première demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé de l'EEE</i> | <i>Article 2. 1. m) iii)</i> | <i>III de l'article L. 621-8</i> |
| <i>Lorsque l'opération est réalisée en France et porte sur des instruments financiers distincts des deux premiers cas</i>  | <i>L'autorité compétente est l'AMF</i>  |                              | <i>IV de l'article L. 621-8</i>  |

## **2. L'approfondissement des pouvoirs de l'AMF selon le contenu du prospectus et les circonstances de l'opération d'APE**

Le texte proposé par le **II** du présent article pour les VI et VII de l'article L. 621-8 et les articles L. 621-8-1 et L. 621-8-2 du code monétaire et financier détaillent certaines modalités de contrôle du document d'information fourni par l'émetteur et d'octroi du visa par l'AMF.

*a) L'approbation de la note complémentaire au prospectus*

Conformément aux dispositions du premier paragraphe de l'article 16 de la directive « prospectus »<sup>1</sup>, le texte proposé pour le VI de l'article L. 621-8 prévoit que l'AMF, dans des conditions fixées par son règlement général mais qui seront *a priori* analogues à celles afférentes au document d'information précédemment mentionné, appose son visa à une **note complémentaire** à ce document, requise dans certaines circonstances.

Cette note doit mentionner tout fait nouveau ou toute erreur ou inexactitude concernant les informations contenues dans le document initial qui, d'une part, est **susceptible d'exercer une influence significative sur l'évaluation des instruments financiers** faisant l'objet de l'opération d'APE et, d'autre part, survient ou est constaté entre l'obtention du visa afférent au document initial et la clôture de l'opération.

Cette disposition est pleinement justifiée par la nécessité d'appliquer un **parallélisme des formes**, et donc un visa distinct, à des informations ou rectifications affectant significativement le contenu du prospectus initial et la perception qu'ont les investisseurs de l'opération en cours.

*b) Les compétences de l'AMF en cas d'offre publique d'acquisition*

Le texte proposé pour le premier alinéa du VII de l'article L. 621-8 précité prévoit également que l'AMF, dans des conditions et selon des modalités fixées par son règlement général, appose son visa préalable à une note établie par un émetteur faisant APE en France et dont les titres de capital ou les titres de créance **font l'objet d'une offre publique d'acquisition (OPA)** par une personne physique ou morale. Comme dans le droit actuel, cette note doit mentionner les orientations en matière d'emploi retenues par la personne qui effectue l'OPA.

*c) L'exonération de note d'information visée par l'AMF pour les opérations de rachat d'actions par les émetteurs*

Indépendamment des exigences communautaires, le texte proposé pour le second alinéa du VII prévoit en revanche une **exonération de note d'information visée par l'AMF, analogue à celle afférente aux OPA,**

---

<sup>1</sup> *Qui dispose que* « tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre au public ou, le cas échéant, le début de la négociation sur un marché réglementé, est mentionné dans un **supplément au prospectus**. Ce supplément est approuvé, dans un délai maximal de sept jours ouvrables, **de la même manière et publié au moins selon les mêmes modalités que le prospectus initial**. Le résumé, et toute traduction éventuelle de celui-ci, donne également lieu à supplément, si cela s'avère nécessaire pour tenir compte des nouvelles informations figurant dans le supplément au prospectus ».

lorsque les actions rachetées s'inscrivent dans le cadre de la procédure prévue par l'article L. 225-209 du code de commerce, c'est-à-dire **lorsqu'une société procède au rachat de ses propres actions**.

A l'instar de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur au fond du présent projet de loi à l'Assemblée nationale, **votre rapporteur général s'interroge sur l'opportunité de cette disposition**, qui laisse entendre que les sociétés ayant décidé de procéder à des rachats de leurs propres titres seraient dispensées d'en informer le marché. Or, si l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires, prévue par l'article L. 225-209 du code de commerce, constitue effectivement une nécessité, l'information des investisseurs est également légitime.

On peut certes juger que la soumission d'une note d'information au visa préalable de l'AMF constitue une formalité lourde et n'exerce pas d'impact réel sur le déroulement effectif de l'opération. **Qu'elle fasse ou non l'objet d'un visa, cette information du marché doit néanmoins être réalisée d'une manière ou d'une autre**, compte tenu des conséquences que peuvent exercer ces rachats sur le cours de l'action ou la politique financière de l'émetteur. En outre, le règlement n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 relatif aux dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers n'impose certes pas un tel visa, **mais prévoit néanmoins, en son article 4<sup>1</sup>, que l'autorité de marché soit informée de ces opérations**.

Plus globalement, et indépendamment des controverses portant sur leur utilité économique<sup>2</sup>, votre rapporteur général ne conteste pas la légitimité des pratiques de rachats d'actions, mais considère qu'elles doivent être encadrées par les actionnaires, le régulateur et les investisseurs, tant au regard de la prévention de l'abus de marché que du respect de l'équilibre entre actionnaires et organes exécutifs.

**Cet encadrement est particulièrement nécessaire pour les rachats en vue de la conservation et remise pour paiement ou échange dans le cadre d'opérations de croissance externe**, ainsi que votre rapporteur général a déjà eu l'occasion de le faire valoir lors de l'examen d'un amendement en première lecture du projet de loi n° 2281 portant diverses dispositions

---

<sup>1</sup> L'article 4, qui traite les conditions relatives aux programmes de rachat et à la publicité, prévoit ainsi que « l'émetteur a mis en place le dispositif nécessaire pour s'acquitter des obligations d'information concernant ces opérations envers l'autorité compétente du marché réglementé sur lequel les actions ont été admises à la négociation. Ce dispositif permet d'enregistrer chaque opération liée à un programme de rachat (...) ».

<sup>2</sup> Le développement récent des rachats d'actions au cours des dernières années, en nombre de sociétés cotées concernées plutôt qu'en volume financier net, est en effet perçu par certains observateurs comme le symptôme d'un « capitalisme sans idée », dans lequel les rachats permettraient de satisfaire des objectifs d'affichage et de court terme (amélioration du bénéfice par action, stabilisation de cours), au détriment de l'affectation d'importantes liquidités à une politique cohérente d'investissements et de développement.



d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers.  
**Un amendement portant article additionnel et poursuivant les mêmes objectifs vous est également proposé dans le présent projet de loi.**

*d) Les pouvoirs de vérification, de suspension et d'interdiction de l'AMF*

Le texte proposé par le **II** du présent article pour l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier précise les modalités et conditions d'octroi par l'AMF du visa au document d'information de l'émetteur faisant APE, qui incluent des **pouvoirs de vérification, de requête auprès de l'émetteur et de suspension ou d'interdiction d'une opération par APE.**

Le texte proposé pour le premier alinéa du I de cet article tend à transposer la définition du terme « *approbation* » prévue par l'article 2 de la directive « prospectus »<sup>1</sup>, et certaines dispositions de son article 13 relatif à l'approbation du prospectus. Il prévoit ainsi que l'AMF vérifie si le document est **complet** et **compréhensible**, et si les informations qu'il contient sont **cohérentes**. Le cas échéant, l'AMF indique à l'émetteur les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer.

Conformément aux prescriptions du paragraphe 3 de l'article 21 de la directive<sup>2</sup>, le second alinéa du I prévoit, en outre, que l'AMF a le pouvoir de demander à l'émetteur toutes explications et justifications, « *notamment au sujet de la situation, de l'activité et des résultats de l'émetteur ainsi que des garants éventuels des instruments financiers objets de l'opération* ». **Ces prérogatives du régulateur constituent autant de garanties de la fiabilité et de l'exhaustivité de l'information donnée au public, que le droit actuel ne prévoit pas.**

Le texte proposé pour le II de l'article L. 621-8-1 prévoit que l'AMF dispose d'un **pouvoir large de suspension ou d'interdiction de l'opération d'APE**, ce qui constitue une transposition des points d) et f) du paragraphe 3 de l'article 21 de la directive « prospectus » précitée<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> *L'approbation est ainsi définie comme « l'acte positif à l'issue de l'examen par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine visant à déterminer si le prospectus est complet, si les informations qu'il contient sont cohérentes et s'il est compréhensible ».*

<sup>2</sup> *Dont le point b) dispose qu'une autorité compétente qui a reçu une demande d'approbation d'une prospectus est au moins habilitée « à exiger de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé et des personnes qui le contrôlent ou sont contrôlées par lui qu'ils fournissent des informations et des documents ».*

<sup>3</sup> *Les points d) et f) disposent respectivement qu'une autorité compétente qui a reçu une demande d'approbation d'une prospectus est au moins habilitée :*

« d) à suspendre une offre au public ou une admission à la négociation pendant dix jours ouvrables consécutifs au plus, chaque fois qu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'il y a eu violation des dispositions de la présente directive (...);

« f) à interdire une offre au public, si elle constate ou a des motifs raisonnables de soupçonner qu'il y a eu violation des dispositions de la présente directive ».

L'AMF peut donc décider de suspendre l'opération, pour une durée qui ne peut excéder une limite fixée par son règlement général (et devrait être alignée sur le délai communautaire de **dix jours** de bourse consécutifs), lorsqu'elle a « **des motifs raisonnables de soupçonner qu'elle est contraire aux dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables** », ce qui constitue une formulation de nature à accorder à l'AMF un **pouvoir extensif d'appréciation** de la validité juridique de l'opération.

Aux termes du texte proposé pour les deuxième à quatrième alinéas du II de l'article L. 621-8-1, **la faculté dont dispose l'AMF d'interdire l'opération repose sur le même fondement, c'est-à-dire un doute sur la légalité de l'opération d'APE**, sans que ne soit pour autant introduit un seuil de gravité ou de soupçon. Le texte proposé envisage deux cas d'interdiction correspondant aux deux types d'opération constitutifs de l'APE, d'après la définition posée par l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, précité : l'émission ou la cession d'instruments financiers, ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé.

*e) Le contrôle des communications à caractère promotionnel*

Le texte proposé par le **II** du présent article pour l'article L. 621-8-2 du code monétaire et financier tend également à transposer une disposition de la directive « prospectus », prévue par son article 15 et relative au **contrôle par l'autorité de régulation des communications à caractère promotionnel afférentes à une opération d'APE**.

Les paragraphes 2 à 5 de l'article 15 de cette directive édictent un certain nombre de **principes de rédaction et de publication des communications à caractère promotionnel**. Celles-ci « *annoncent qu'un prospectus a été ou sera publié et indiquent où les investisseurs peuvent ou pourront se le procurer* » et « *sont clairement reconnaissables en tant que telles* ». Leurs informations ne peuvent être erronées ou prêter à confusion, et doivent être compatibles avec les informations contenues ou devant figurer dans le prospectus, selon qu'il a été ou non déjà publié. De même, toute information diffusée par voie orale ou écrite, même si elle n'a pas de visée promotionnelle, doit toujours concorder avec les informations fournies dans le prospectus relatif à l'opération concernée. Le paragraphe 6 dispose que **l'autorité de l'Etat membre d'origine a compétence pour vérifier que les activités promotionnelles relatives à une opération d'APE sont conformes à ces principes**.

Le premier alinéa du nouvel article L. 621-8-2 prévoit ainsi que le règlement général de l'AMF définit les **conditions et les modalités** selon lesquelles les opérations par APE peuvent faire l'objet de communications à caractère promotionnel. Le second alinéa, selon une formulation analogue à celle des conditions précitées de suspension ou d'interdiction d'une opération par APE, prévoit que l'AMF « *peut interdire ou suspendre pendant dix jours*

*de bourse les communications à caractère promotionnel lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'elles sont contraires* » aux dispositions de leur régime législatif et réglementaire.

### **3. Le contrôle global des obligations de publicité et d'information**

Le **III** du présent article tend à compléter l'article L. 621-7 du code monétaire et financier, relatif aux compétences générales de l'AMF et aux domaines couverts par son règlement général, **par un X relatif aux modalités d'exécution des obligations de publicité et d'information des émetteurs**, au titre de la transparence des marchés financiers et dans le cadre des opérations par APE.

Le règlement général de l'AMF détermine ainsi ces modalités d'exécution selon différents moyens techniques de diffusion, c'est-à-dire « ***par dépôt ou par diffusion par voie de presse écrite et par voie électronique ou par la mise à disposition gratuite d'imprimés*** ».

**Votre rapporteur général demeure réservé sur cette formulation du caractère alternatif ou cumulatif des moyens de diffusion, et vous propose à cet égard un amendement** (cf. *infra*). Elle semble en effet induire que la publication d'informations *via* Internet devrait nécessairement être accompagnée d'une diffusion par voie de presse écrite, ce qui pourrait être source de coûts supplémentaires pour les émetteurs. Aux termes de l'article 14 de la directive « prospectus », le cumul de la publication par voies électronique et de presse écrite ne constitue pas une obligation, mais une simple **faculté** laissée aux Etats membres<sup>1</sup>.

### **III. LES MODIFICATIONS INTRODUITES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

Sur proposition de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, et avec l'avis favorable du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté les **trois amendements** suivants :

---

<sup>1</sup> *Le dernier alinéa du paragraphe 2 de l'article 14 dispose ainsi qu' « un Etat membre d'origine peut exiger des émetteurs publiant leur prospectus conformément aux modalités visées aux points a) ou b) [insertion dans un ou plusieurs journaux à large diffusion ou dans un imprimé gratuitement mis à disposition dans certains lieux] qu'ils les publient également conformément aux modalités visées au point c) [publication sous une forme électronique sur le site Internet de l'émetteur et, le cas échéant, sur celui des intermédiaires financiers qui ont contribué à l'opération] ».*

- l'insertion d'un nouveau paragraphe après le I du présent article, tendant à créer une section intitulée « **Obligation d'information sur les rachats d'actions** » et constituée d'un unique article L. 451-3, au sein du chapitre premier du titre V (relatif à la protection des investisseurs) du Livre IV (relatif aux marchés) du code monétaire et financier. Considérant la suppression, par le texte proposée pour le VII de l'article L. 621-8 du même code, de l'obligation d'établir une note d'information visée par l'AMF à l'occasion d'opérations de rachats de titres de capital par les émetteurs, cet amendement vise à **imposer à toute société cotée procédant à ce type d'opération d'en informer préalablement le marché, dans des conditions et selon des modalités fixées par le règlement général de l'AMF** ;

- par **cohérence** avec l'amendement précédent, la suppression du texte proposé pour le dernier alinéa du VII de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier ;

- enfin un amendement de **coordination**, tendant à compléter le présent article par un paragraphe IV, qui supprime une mention des articles L. 754-2 et L. 764-2 du code monétaire et financier, respectivement relatifs à l'application des conditions de l'appel public à l'épargne en Polynésie française et à Wallis-et-Futuna.

Votre rapporteur général est favorable à l'ensemble de ces modifications. Plus particulièrement, **il approuve les dispositions tendant à introduire une obligation d'information du marché pour les émetteurs procédant au rachat de leurs propres actions**. Compte tenu des incidences que peut exercer ce type d'opération sur la perception de l'émetteur par les investisseurs, notamment lorsque les rachats d'actions poursuivent des objectifs de stabilisation de cours, d'annulation de titres et d'accroissement du bénéfice par action, ou de remise dans le cadre d'une opération de croissance externe, **il apparaît nécessaire de maintenir une information du marché, avant la réalisation du programme de rachat**. Cette information préalable complète opportunément celle déjà exigée par l'AMF sur une base mensuelle, lors de la **réalisation** du programme.

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

##### ***A. LE PROSPECTUS AFFÉRENT À L'OFFRE DE TITRES, UN ÉLÉMENT DE LA SÉCURITÉ ET DE LA CONFIANCE DU MARCHÉ***

La directive « prospectus » du 4 novembre 2003, en dépit d'une indéniable complexité formelle que l'on peut relier à l'évolution même des techniques financières et des marchés boursiers (à laquelle la législation

communautaire tente de s'adapter le mieux possible), constitue une importante avancée dans l'harmonisation de la documentation financière et dans la simplification des procédures afférentes aux offres de titres sur les marchés européens. **La transposition de cette directive dans notre droit est donc à la fois nécessaire et bienvenue**, *a fortiori* si elle est quasiment réalisée dans le délai imparti aux Etats membres, fixé au 1<sup>er</sup> juillet 2005.

A l'instar des dispositions de l'article 7 relatives au nouveau champ de l'APE, **une démarche pragmatique a prévalu lors de l'élaboration de la directive et dans sa transposition**, afin d'exempter de prospectus les opérations qui, en raison de leurs caractéristiques ou de la nature de l'émetteur ou des investisseurs concernés, sont manifestement destinées à des professionnels des marchés. En revanche, si les dispositions relatives à la limitation de la responsabilité de l'émetteur du fait du contenu du résumé sont légitimes et répondent à la nécessité de la faire reposer sur des fondements objectifs, **notre rapporteur général se montre plus réservé sur le régime linguistique du prospectus** que prévoit la directive comme ses mesures de transposition, et vous propose à cet égard un **amendement** (cf. *infra*).

La transposition de la directive « prospectus » exerce un **impact notable sur les champs *rationae loci* et *rationae materiae*** (notamment l'approbation de la note complémentaire au prospectus et le contrôle des communications à caractère promotionnel) de la compétence de l'AMF, dans le cadre de la mise en œuvre du principe de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine, qui conditionne la validité du prospectus visé dans toute l'Union européenne. **Cette transposition doit toutefois être précisée**, afin de confirmer que les « warrants » peuvent bénéficier du passeport, et **complétée**, afin de permettre à l'AMF d'être autorité délégataire ou délégante pour le contrôle du prospectus, et de prendre des mesures conservatoires en tant qu'autorité de l'Etat membre d'accueil

Une des avancées majeures du présent article réside enfin dans la **pérennisation et l'adaptation du pouvoir de régulation de l'AMF à l'ensemble des configurations de marchés d'instruments financiers**, qui se traduit par une réforme du régime de l'information financière des émetteurs faisant appel public à l'épargne sur des marchés non réglementés, avec ou sans admission à la cote. Que l'on cautionne ou non la fin du principe de concentration des ordres sur les marchés réglementés et la diversification des infrastructures de marché permise par la nouvelle législation communautaire, il importe que l'AMF **assume pleinement sa vocation à couvrir l'ensemble du champ de l'APE**, tout en préservant la gradation de l'information et la souplesse offertes par les marchés non réglementés. La faculté pour l'AMF de prévoir des règles spécifiques à certains marchés organisés, à la demande des personnes qui les gèrent, contribue à cet équilibre entre protection des investisseurs et réactivité de l'émetteur, et permet d'asseoir le développement d'Alternext sur des fondements juridiques sains.

Ces dispositions sont conformes à ce qu'avait annoncé le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie lors de l'examen en première lecture au Sénat du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, le 2 mai 2005.

## **B. LES AMENDEMENTS PROPOSÉS**

### **1. Etendre le choix du mode de publication du prospectus par les émetteurs**

Le **III** du présent article tend à compléter l'article L. 621-7 du code monétaire et financier et précise que les modalités d'exécution des obligations de publicité et d'information des émetteurs, « *par dépôt ou par diffusion par voie de presse écrite et par voie électronique ou par la mise à disposition gratuite d'imprimés* », sont fixées par le règlement général de l'AMF. Or le cumul de ces moyens de diffusion ne constitue pas une obligation de la directive « prospectus », dont le paragraphe 2 de l'article 14 laisse aux émetteurs **le choix entre une diffusion par voie de presse ou par voie électronique**.

En outre, **ce cumul ne paraît pas nécessaire**, tant du point de vue de l'émetteur, pour qui elle est source de coûts, que de l'investisseur, qui est quoiqu'il arrive informé. Il n'est pas justifié dans le contexte actuel, les émetteurs disposant d'outils efficaces de diffusion des informations réglementées, sans qu'il soit nécessaire de cumuler systématiquement les deux modes de diffusion. Une telle obligation pénaliserait donc les entreprises françaises vis-à-vis de leurs homologues européennes dans les Etats membres engagés dans un processus de transposition stricte de la directive.

Votre rapporteur général vous propose donc un amendement tendant à **laisser aux émetteurs le libre choix de la diffusion de leur prospectus par voie de presse ou par voie électronique**.

### **2. Systématiser la traduction du prospectus afférent à des opérations portant sur des titres de capital**

Les dispositions afférentes à la langue utilisée pour l'établissement du prospectus ont fait l'objet de controverses. Le nouveau cadre communautaire et la nouvelle rédaction proposée pour l'article L. 412-1 du code monétaire et financier **garantissent désormais qu'une traduction du résumé en français sera toujours disponible** lorsqu'une offre au public est faite dans plusieurs Etats membres, y compris l'Etat membre d'origine, et que le prospectus y afférent est établi dans une langue étrangère.

Votre rapporteur général juge néanmoins que ces dispositions sont insuffisantes, compte tenu de la complexité croissante des opérations soumises aux marchés, particulièrement celles portant sur des titres de capital, et que la traduction du seul résumé **ne permettra pas aux investisseurs moins avertis de comprendre de façon approfondie les enjeux et caractéristiques de certaines opérations**. Au surplus et en dépit des limitations de responsabilité de l'émetteur prévues par le présent article, la portée juridique incertaine et les divergences d'interprétation du résumé pourraient être amplifiées par la dualité des langues, **ce qui aura pour effet d'écartier davantage des marchés les investisseurs individuels, tendance que l'on ne saurait cautionner**.

Votre rapporteur général vous propose donc un **amendement** tendant à prévoir la **traduction systématique du prospectus**, et non du seul résumé, pour les opérations portant sur des titres de capital. Plus globalement, votre rapporteur général regrette l'« esprit d'abandon » dont font preuve les négociateurs français sur certains textes communautaires, et les menaces consécutives qui pèsent sur l'utilisation de notre propre langue en France.

### **3. Compléter la transposition de la directive « prospectus »**

Votre rapporteur général considère que le présent article doit être complété par de nouvelles dispositions tendant à transposer les articles 13 et 23 de la directive « prospectus » et à préciser le champ des offres de valeurs mobilières dont le prospectus est susceptible d'être visé par l'AMF et de bénéficier du « passeport » européen.

*a) Les pouvoirs de l'AMF afférents à une opération visée par l'autorité compétente d'un autre Etat de l'EEE*

Pour chaque opération d'offre au public ou d'admission à la cote d'un marché réglementé, la directive « prospectus » désigne un des régulateurs nationaux comme seule autorité compétente pour autoriser et contrôler l'opération, dont le prospectus bénéficie dès lors d'un « passeport » valable dans toute l'Union européenne. L'article 23 de la directive<sup>1</sup> prévoit que l'autorité de l'Etat membre d'accueil (qui, rappelons-le, est celui sur le

---

<sup>1</sup> « 1. Lorsque l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil établit que des irrégularités ont été commises par l'émetteur ou par les établissements financiers chargés des procédures d'offre au public ou qu'il y a eu violation des obligations incombant à l'émetteur du fait de l'admission de ses valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, elle en informe l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine.

« 2. Si, en dépit des mesures prises par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine ou en raison de l'inadéquation de ces mesures, l'émetteur ou les établissements financiers chargés de l'offre au public persistent à violer les dispositions législatives ou réglementaires applicables, l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil, après en avoir informé l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine, prend toutes les mesures qui s'imposent pour protéger les investisseurs. La Commission est informée de ces mesures dans les meilleurs délais.

territoire duquel se déroule l'opération) peut prendre certaines **mesures conservatoires** lorsqu'elle constate que des irrégularités ont été commises par l'émetteur ou les intermédiaires financiers, et en informe l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine qui a visé l'opération.

Votre rapporteur général vous propose donc un **amendement** au **II** du présent article, portant création d'un nouvel article L. 621-8-3 dans le code monétaire et financier, et tendant à transposer les dispositions de l'article 23 de la directive « prospectus ». Cet amendement précise, en des termes proches de ceux de la directive, les pouvoirs dont dispose l'AMF lorsqu'une opération se déroule sur le territoire français en vertu d'une autorisation accordée par l'autorité compétente d'une autre Etat de l'Espace économique européen.

*b) Les facultés ouvertes à l'AMF en tant qu'autorité délégataire ou délégante des compétences relatives au visa du prospectus*

Les paragraphes 5 et 6 de l'article 13 la directive « prospectus »<sup>1</sup> prévoient que l'autorité compétente pour autoriser et contrôler une opération d'APE **peut transférer ces compétences à l'autorité d'un autre Etat de l'EEE** (qui sera le plus souvent, en pratique, l'autorité de l'Etat membre d'accueil), si cette dernière accepte le transfert. Ce type de délégation peut se révéler utile lorsqu'une autorité de supervision se voit confier l'autorisation d'une opération qui ne se déroule pas sur son territoire et ne présente pas d'enjeux déterminants pour son marché.

Votre rapporteur général vous propose donc un **amendement** tendant à transposer ces dispositions et à permettre à l'AMF de réaliser de tels transferts de compétences ou d'en bénéficier, par l'insertion de deux paragraphes IV et IV *bis* dans le texte proposé pour l'article L. 621-8 du code monétaire et financier.

*c) De nécessaires précisions sur le champ des valeurs mobilières susceptibles de bénéficier du passeport européen*

Ainsi qu'il a été précisé *supra*, le texte proposé pour le I de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier prévoit que **l'AMF est compétente** pour viser le prospectus afférent à des opérations réalisées par un **émetteur français** et portant sur des titres de capital, des titres donnant accès au capital ou des titres de créance dont l'échéance est supérieure ou égale à douze mois

---

<sup>1</sup>« 5. L'autorité compétente de l'Etat membre d'origine peut **déléguer** l'approbation d'un prospectus à l'autorité compétente d'un autre Etat membre, avec l'accord de cette dernière. En outre, cette délégation est notifiée à l'émetteur, à l'offreur ou à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé **dans les trois jours ouvrables** qui suivent la date de la décision prise par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine. Le délai fixé au paragraphe 2 court à partir de cette même date.

« 6. La présente directive n'a pas pour effet de modifier la responsabilité des autorités compétentes, qui continue de relever exclusivement du droit national ».



et dont la valeur nominale inférieure à 1.000 euros. L'AMF **peut, en outre, être compétente, selon le choix de l'émetteur**, pour les opérations réalisées en France ou par des émetteurs français sur le territoire de l'EEE, portant sur des titres donnant accès au capital d'un autre émetteur sans avoir été émis dans les conditions fixées par l'article L. 228-93 du code de commerce, ou sur des titres de créance dont l'échéance est supérieure ou égale à un an et la valeur nominale supérieure ou égale à 1.000 euros.

Ces dispositions complexes sont importantes, en ce qu'elles contribuent à **déterminer le champ des opérations susceptibles de bénéficier du passeport européen**. Les opérations portant sur des valeurs mobilières autres que celles visées aux I et II de l'article L. 621-8 demeurent soumises à la compétence de l'AMF, en application du IV de cet article, mais ne bénéficient pas du passeport, dans la mesure où elles ne portent pas sur des valeurs mobilières, telles qu'elles sont définies par la directive. Il importe donc de transposer efficacement les dispositions communautaires, c'est-à-dire de tenir à la fois compte des définitions européennes des valeurs mobilières et des enjeux de la place française, et en particulier **de veiller à ce que les « warrants » soient bien intégrés dans le champ du passeport**.

Les warrants peuvent être définis comme des valeurs mobilières de type optionnel (« *call* » ou « *put* »), émises le plus souvent par des établissements de crédit, qui offrent le droit d'acheter ou de vendre un actif support (action, devise, indice boursier, pétrole par exemple) à un prix d'exercice fixé, jusqu'à une date donnée que constitue l'échéance. **Ce type d'instrument financier est très utilisé sur le marché français**, y compris par les investisseurs individuels<sup>1</sup>, et constitue un de ses avantages comparatifs. La qualification juridique des warrants demeure toutefois incertaine, mais la doctrine s'accorde majoritairement pour les qualifier de titres de créances, bien que les warrants ne disposent pas d'un prix nominal, à la différence des obligations, mais d'un prix d'exercice également appelé « *strike* »<sup>2</sup>.

Les warrants peuvent donner lieu à la livraison physique de l'instrument financier sous-jacent ou, le plus souvent, ne pas donner lieu à une telle livraison, l'investisseur recevant alors la différence entre le « *strike* » et le cours du sous-jacent à l'échéance.

L'article 2 de la directive « prospectus » définit les valeurs mobilières comme celles définies par le paragraphe 5 de l'article premier de la directive 93/22/CEE sur les services d'investissement (« DSI »), **à l'exception des instruments du marché monétaire qui sont définis par cette même**

---

<sup>1</sup> Comme en témoignent les nombreuses recommandations d'investissement fournies en ce domaine par les hebdomadaires financiers.

<sup>2</sup> Un warrant est à la monnaie lorsque le cours de l'actif sous-jacent est très proche du prix d'exercice. Un *call warrant* est hors de la monnaie si le cours du sous-jacent est inférieur au *strike* (ou s'il est supérieur dans le cas d'un *put warrant*). Il est dans la monnaie si le cours est supérieur au *strike* (ou s'il est inférieur, pour un *put*).

**directive et dont l'échéance est inférieure à douze mois.** La directive « prospectus » prévoit que la législation nationale peut alors s'appliquer à ces instruments du marché monétaire.

**La directive « prospectus » distingue également deux types de titres donnant accès au capital :** ceux que l'on peut qualifier d'« organiques » et qui donnent accès au capital d'une société mère, fille ou sœur de l'émetteur, et les warrants, qui ne sont pas mentionnés comme tels mais sont couverts par la référence aux « *titres autres de capital donnant droit à acquérir tout titre transférable ou à recevoir un montant en espèces à la suite de la conversion de ces titres ou de l'exercice des droits conférés par eux* ».

La directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers (« directive MIF »), dont l'article 69 abroge la DSI et prévoit que les références à cette dernière sont remplacées par celles à la directive MIF, a toutefois proposé une nouvelle définition des **instruments du marché monétaire, des valeurs mobilières et des instruments financiers**<sup>1</sup>.

La prise en compte de ces **trois impératifs** que sont l'importance du marché français des warrants, leur statut juridique encore incertain, et la nécessité de transposer fidèlement les dispositions de la directive malgré les différences existant entre les définitions française et communautaire des valeurs mobilières, conduit donc votre rapporteur général à vous proposer un **amendement** tendant à modifier le texte proposé par le présent article pour les I et II de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier. **Il s'agit notamment d'inclure dans le champ de compétence de l'AMF les warrants et d'exclure les instruments du marché monétaire dont l'échéance est inférieure à un an.**

Il est donc proposé que l'AMF :

---

<sup>1</sup> L'article 4 de la directive MIF définit les **instruments du marché monétaire** comme « les catégories d'instruments habituellement négociées sur le marché monétaire, telles que les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les effets de commerce (à l'exclusion des instruments de paiement) ».

Les **valeurs mobilières** sont quant à elles définies comme « les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux, telles que :

« a) les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type *partnership* ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions ;

« b) les obligations et les autres titres de créance, y compris les certificats d'actions concernant de tels titres ;

« c) toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures ». **Cette catégorie couvre en particulier les warrants et les autres certificats visés au point b.**

Enfin les **instruments financiers**, dont la liste est fixée par la section C de l'annexe I de la directive, incluent notamment les valeurs mobilières, les instruments du marché monétaire, les parts et actions d'organismes de placement collectif et les produits dérivés.

- d'une part (texte proposé pour le I de l'article L. 621-8), soit nécessairement compétente, en tant qu'autorité du lieu du siège statutaire de l'émetteur, pour viser le prospectus relatif à des opérations réalisées par des émetteurs français sur le territoire de l'EEE et portant, outre les titres de capital et les titres donnant accès au capital, **sur les titres de créance dont la valeur nominale est inférieure à 1.000 euros et qui ne sont pas des instruments du marché monétaire, au sens de la directive 2004/39/CE, dont l'échéance est inférieure à douze mois** ;

- d'autre part (texte proposé pour le II de l'article L. 621-8), **puisse être compétente**, selon le choix de l'émetteur, pour les opérations réalisées en France ou sur le territoire de l'EEE par des émetteurs français, portant « *sur des titres de créance, autres que des titres donnant accès au capital au sens de l'article L. 212-7<sup>1</sup>, donnant le droit d'acquérir ou de vendre tout autre titre ou donnant lieu à un règlement en espèces, notamment des warrants, ou sur des titres de créance dont la valeur nominale est supérieure ou égale à 1.000 euros et qui ne sont pas des instruments du marché monétaire, au sens de la directive 2004/39/CE, dont l'échéance est inférieure à douze mois* ».

Ces formulations requièrent plusieurs explications :

- la référence à une nouvelle catégorie que sont les « ***instruments du marché monétaire*** » plutôt qu'à une liste limitative d'instruments financiers existants, permet de se placer en conformité avec le droit communautaire tout en maintenant l'applicabilité du droit aux futures innovations financières. De même, la référence directe à ces instruments monétaires « ***au sens de la directive 2004/39/CE*** » permet de se fonder sur la définition communautaire la plus récente et d'éviter tout risque juridique quant à l'interprétation du champ de ces instruments ;

- **l'exclusion des titres donnant accès au capital au sens de l'article L. 212-7 du code monétaire et financier** couvre l'ancienne référence, proposée par l'actuelle rédaction, aux titres donnant accès au capital d'une société mère ou fille, émis dans les conditions de l'article L. 228-93 du code de commerce, et est surtout conforme au texte proposé (non modifié par le présent amendement) pour le I de l'article L. 621-8, qui prévoit que l'AMF est compétente pour les opérations portant sur des titres donnant accès au capital au sens de l'article L. 212-7 ;

- la référence aux « *titres de créance donnant le droit d'acquérir ou de vendre tout autre titre ou donnant lieu à un règlement en espèces* » permet de **viser les certificats et les warrants, que ceux-ci donnent lieu ou non à la livraison physique de l'instrument sous-jacent**. Les « *titres de créance*

---

<sup>1</sup> Rappelons que l'article L. 212-7 du code monétaire et financier dispose que les règles relatives à l'émission de titres donnant accès au capital et aux titulaires de ces titres sont fixées par les articles L. 228-91 à L. 228-106 du code de commerce relatifs aux valeurs mobilières donnant accès au capital.

*donnant le droit d'acquérir ou de vendre tout autre titre* » désignent ainsi les warrants avec livraison physique, et les titres de créance « *donnant lieu à un règlement en espèces* » les certificats et les warrants sans livraison physique ;

- enfin la référence aux « **warrants** », qui ne sont pas définis comme tels dans le code monétaire et financier, **ne constitue pas un précédent**, dans la mesure où ils sont déjà visés par le 6° du I de l'article L. 621-5-3 du même code, relatif à l'assiette des ressources de l'AMF. Il s'agit également, dans un souci de sécurité juridique, **d'inclure extensivement dans le champ de compétence de l'AMF l'ensemble des warrants**, nonobstant la disposition précédente.

Ces dispositions sont résumées dans le tableau ci-après :

**Récapitulatif des correspondances entre les définitions communautaires et les dispositions du présent article, déterminant le champ de compétence de l'AMF pour viser le prospectus**

| Définitions de la directive « prospectus » (article 2) |                              | Transposition dans l'article 8 du présent projet de loi   | Commentaires  |
|--|------------------------------|---|---|
| Valeurs mobilières                                     | Titres de capital            | Titres de capital   | Au sens des articles L. 212-1 et suivants du code monétaire et financier  |
|  |                              | Titres donnant accès au capital   | Au sens de l'article L. 212-7 du code monétaire et financier  |
|  | Titres autres que de capital | Instruments du marché monétaire, au sens de la directive 2004/39/CE, dont l'échéance est supérieure à 12 mois         | Pour éviter tout risque juridique quant à l'interprétation des « <i>instruments du marché monétaire</i> », au sens du droit communautaire, utilisation d'une référence directe à la directive MIF |
|  |                              | Titres de créance ayant une valeur nominale   | Le seuil de 1.000 euros détermine la compétence éventuelle ou obligatoire de l'AMF  |
|  |                              | Titres de créance donnant le droit d'acquérir ou de vendre tout autre titre ou donnant lieu à un règlement en espèces | Visé à inclure dans le champ de compétence de l'AMF les titres de créance sans valeur nominale que sont les certificats et les warrants (avec ou sans livraison physique du sous-jacent)          |
|  | Warrants                     | Visés extensivement dans un souci de sécurité juridique   |   |
| Hors champ de la directive                             |                              | Instruments du marché monétaire dont l'échéance est inférieure à 12 mois  | Ne sont pas soumis à l'obligation d'établir un prospectus   |

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**

*ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 8*

**Encadrement des pratiques de rachats par les émetteurs  
de leurs propres actions**

**Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de renforcer l'encadrement des programmes de rachats d'actions, par une meilleure implication de l'assemblée générale des actionnaires dans la réaffectation des titres acquis à différentes finalités, et par un cantonnement de la période d'utilisation et du volume des actions rachetées aux fins de remise pour paiement ou échange dans le cadre d'une opération de croissance externe.**

Le régime français des rachats d'actions a été modernisé par la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, dans la continuité des conclusions du rapport de M. Bernard Esambert remis à la Commission des opérations de bourse en janvier 1998, et par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 relative aux valeurs mobilières. L'attrait que présentent pour les émetteurs français les rachats d'actions implique de faire preuve de **vigilance** – sans remettre en cause la légitimité de ces programmes – quant à leurs modalités de réalisation, tant au regard des nouvelles prescriptions communautaires que du respect des droits des actionnaires.

Votre rapporteur général vous propose donc de modifier l'article L. 225-209 du code de commerce afin de **mieux encadrer les pratiques de rachat d'actions**, et en particulier celles réalisées en vue de la remise pour paiement ou échange dans le cadre d'opération de croissance externe. **Le présent article additionnel reprend et modifie un amendement déjà présenté le 2 mai 2005**, lors de la première lecture du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers.

Lors des débats relatifs à ce projet de loi, le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie avait invité votre rapporteur général à retirer son amendement, tout en l'assurant de sa vigilance et de la possibilité de réexaminer à nouveau ce sujet à l'occasion des débats sur le présent projet de loi<sup>1</sup>.

## I. LES MODIFICATIONS RÉCENTES DU RÉGIME DES RACHATS D' ACTIONS

### A. LES NOUVELLES DISPOSITIONS COMMUNAUTAIRES

#### 1. Un régime d'exemptions prévu par la directive « abus de marché »

Le dispositif communautaire relatif à la **prévention et à la répression de l'abus de marché**, qui constitue une des pièces maîtresses du Plan d'action pour les services financiers mis en œuvre par la Commission européenne entre 2000 et 2004, comporte, conformément au « processus Lamfalussy », une « directive-cadre » 2003/6/CE dite directive « abus de marché », adoptée le 28 janvier 2003, et quatre textes d'application, parmi lesquels un règlement et trois directives. **Le règlement traite plus particulièrement des programmes de rachats d'actions mis en œuvre par les émetteurs.**

Les dispositions de ce règlement s'inscrivent dans le cadre du régime des manipulations de marché<sup>2</sup> et des dérogations y afférentes. Un régime

---

<sup>1</sup> M. Thierry Breton, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, a ainsi indiqué :

« Vous avez fait allusion à certaines décisions, monsieur le rapporteur ; je me propose d'examiner, dans les semaines à venir, comment elles peuvent évoluer, de façon à pouvoir éventuellement élargir les règlements dans le sens que vous indiquez.

« Il est parfaitement naturel que le législateur exprime ses préoccupations, ainsi que vous venez de le faire devant la Haute Assemblée (...). Le gouvernement entend réfléchir au problème que vous avez soulevé. J'ai ainsi l'intention de rencontrer le président de l'AMF, je le répète, et je ne manquerai pas de vous associer évidemment à ces discussions. **Ainsi pourrions-nous de nouveau évoquer les possibilités d'évolution de la réglementation, si nous n'aboutissons pas d'ici à un mois** ».

<sup>2</sup> Définies par l'article premier de la directive « abus de marché » comme « le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent des **indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers** », et « qui fixent (...) le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un **niveau anormal ou artificiel** ».

*La manipulation de marché concerne également* « le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des **procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice** », et la diffusion d'informations trompeuses, c'est-à-dire « le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses (...) ».

d'exemption au dispositif relatif à l'abus de marché est ainsi prévu lorsqu'il est établi que les opérations ou ordres réalisés répondent à des raisons légitimes et qu'ils sont « *conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné* ». Les « **pratiques de marché admises** » sont définies comme celles qui « *sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qui sont acceptées par l'autorité compétente* », et doivent être définies au regard de l'examen de **sept critères**<sup>1</sup>. Cette disposition a, en particulier, été appliquée par l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui a admis deux pratiques de marché pour compléter le régime des rachats d'actions applicable sur les marchés financiers français (cf. *infra*).

A cette exemption s'ajoute une présomption irréfragable de légitimité portant sur certaines transactions, constitutive de ce que l'on appelle couramment les « **safe harbours** ». Les articles 7 et 8 prévoient que la directive ou les interdictions qu'elles comportent ne s'appliquent pas à trois catégories d'opérations financières, qui bénéficient dès lors d'une **présomption de légitimité** :

- celles relevant de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique conduite par un Etat membre, le Système européen de banques centrales ou une banque centrale nationale ;

- **les opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat ;**

- et les mesures de stabilisation d'un instrument financier suite à une opération de marché primaire.

## **2. Le règlement n° 2273/2003 du 22 décembre 2003**

Le règlement n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers, est important en ce qu'il a trait à des **pratiques de marché parfois controversées**, ainsi que l'a illustré le cas des rachats d'actions opérés par la société Vivendi Universal en octobre 2001, dans un contexte boursier fortement affecté par les attentats aux Etats-Unis. Ce règlement ne remet pas en cause la légitimité des interventions des émetteurs sur leurs propres titres, mais s'inscrit dans un courant de promotion du gouvernement d'entreprise et d'une plus grande transparence à l'égard des

---

<sup>1</sup> Parmi lesquels figurent le degré de transparence de la pratique concernée au regard de l'ensemble du marché, le besoin de sauvegarder le libre jeu du marché et l'interaction de l'offre et de la demande, l'importance des effets de la pratique concernée sur la liquidité et l'efficacité du marché, le risque que représente la pratique concernée pour l'intégrité des marchés ou les caractéristiques structurelles du marché concerné.

actionnaires, et répond à une volonté de pallier certains dysfonctionnements intervenus au cours des dernières années.

L'article 3 de ce règlement, tout comme l'article 8 précité de la directive du 28 janvier 2003, crée une présomption irréfragable de légitimité au regard du régime de l'abus de marché au profit des programmes de rachats de titres et des mesures de stabilisation d'instruments financiers répondant à certaines conditions.

L'article 3 dispose en particulier que pour le bénéfice de la dérogation aux interdictions prévues par la directive « abus de marché » est acquis pour **trois objectifs d'un programme de rachat**. Un tel programme doit ainsi « avoir pour seul objectif de réduire le capital d'un émetteur (en valeur ou en nombre d'actions) », donc de procéder in fine à **l'annulation** des titres acquis, « ou de lui permettre d'honorer des obligations liées à des **titres de créances convertibles** en titres de propriété, (ou) à des **programmes d'options** sur actions ou autres allocations d'actions aux salariés de l'émetteur ou d'une entreprise associée ». Il n'est donc pas fait mention, parmi ces objectifs, des rachats aux fins d'accumuler des titres susceptibles d'être apportés ou échangés dans le cadre de futures opérations de croissance externe de l'émetteur.

Les conditions d'accès des programmes de rachat au « *safe harbour* » incluent des **règles relatives à la publicité et au déroulement** même des opérations, définies par les articles 4 à 6 du règlement et auxquelles le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (cf. infra) fait explicitement référence. **Ces conditions ont trait au prix comme aux volumes des programmes de rachat**, et sont précisées plus loin.

La présomption de légitimité suppose aussi, aux termes de l'article 6 du règlement, que l'émetteur **s'abstienne de procéder à certaines opérations durant sa participation à un programme de rachat** et pendant une période spécifique :

- la **vente de ses propres actions** pendant la durée du programme. Cette précision est importante, dans la mesure où elle interdit à un émetteur de revendre ses propres titres qu'elle aura préalablement rachetés ;

- les interventions sur le marché durant une période qualifiée de « **fenêtre négative** » (cf. *infra*) ;

- et les opérations portant sur des valeurs au sujet desquelles l'émetteur a décidé de différer la publication d'une information privilégiée.



**Cette obligation d'abstention ne joue toutefois pas dans trois conditions :**

- si l'émetteur est une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit ayant mis en place des « murailles de Chine » sur la circulation des informations privilégiées ;

- si l'émetteur a mis en place un programme de rachat assorti d'un calendrier précis ;

- et si le chef de file du programme de rachat est une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit qui décide de ses interventions en toute indépendance. Cette disposition concerne en particulier les interventions sur le marché dans le cadre d'un « contrat de liquidité » conclu avec l'émetteur, qui ont fait l'objet de l'une des deux pratiques de marché admises par l'AMF.

Le règlement précise également le cadre des **opérations de stabilisation** d'un instrument financier, qui sont indirectement liées aux programmes de rachats d'actions. Le paragraphe 2 de l'article 7 définit la stabilisation<sup>1</sup>, et les articles 7 à 11 du règlement précisent les conditions de publicité et d'information, de durée et de prix qui permettent aux mesures de stabilisation d'un instrument financier de bénéficier de la présomption de légitimité. La durée des opérations de stabilisation doit ainsi être limitée. Et la stabilisation d'actions ou de titres convertibles en actions ne peut s'effectuer à un prix supérieur à celui de l'offre.

## ***B. LE RÉGIME FIXÉ PAR L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS***

### **1. Les dispositions du règlement général**

Les programmes de rachat par les émetteurs de leurs propres titres (généralement des actions), qui connaissent un certain développement depuis 2000, ainsi que l'a rappelé un bilan statistique de l'AMF établi en novembre 2004<sup>2</sup>, mais dont l'impact potentiel sur les cours requiert un encadrement précis, bénéficient dans certaines conditions d'une présomption de légitimité au regard de la définition des manipulations de marché. De fait, la France semble constituer un cas particulier à l'échelle européenne, puisqu'elle serait

---

<sup>1</sup> *La stabilisation est définie comme « tout achat ou offre d'achat de valeurs concernées, ou toute opération portant sur des instruments associés équivalents, réalisé par des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit dans le contexte d'une distribution significative de telles valeurs, dans le seul but de soutenir leur prix sur le marché pendant une durée prédéterminée en raison d'une pression à la vente s'exerçant sur elles ».*

<sup>2</sup> *En 2004, la moitié des sociétés constituant l'indice CAC 40 d'Euronext Paris (les deux tiers en 2003) ont procédé à des rachats nets d'actions, pour un **montant d'environ 9 milliards d'euros**, soit 1,2 % de leur capitalisation boursière moyenne. Les sociétés Total, BNP Paribas et Société Générale ont représenté 63 % des rachats, et BNP Paribas a racheté l'équivalent de 3,6 % de sa capitalisation boursière (au 31 décembre 2004).*

**le pays où les volumes de rachats d'actions sont les plus importants.** Le Royaume-Uni a par exemple attendu 2003 pour fixer le cadre des pratiques de rachat à des fins autres que l'annulation.

La mise en œuvre du règlement européen n'entraîne pas un bouleversement complet du régime français des rachats d'actions. La majorité des conditions prévues par le règlement existaient en effet déjà, si ce n'est avec les mêmes modalités, au moins dans leur principe, dans le précédent régime de rachat d'actions défini par les règlements COB n° 90-04 et n° 98 02, notamment en ce qui concerne la publicité préalable à la mise en œuvre du programme, l'encadrement du prix et des volumes et les périodes d'abstention. Depuis le 13 octobre 2004, date d'entrée en vigueur directe du règlement européen n° 2273/2003 précité un certain nombre de règles prévues par l'autorité boursière en matière de rachats d'actions ont toutefois été rendues caduques<sup>1</sup>.

Ainsi qu'il a été souligné, **la principale modification provient de la limitation à trois du nombre d'objectifs légitimes** des programmes de rachat alors que, dans la pratique française, les objectifs invoqués par les émetteurs s'étaient multipliés au cours des dernières années. L'AMF a ainsi constaté que les sociétés mettant en œuvre des programmes de rachat pouvaient afficher jusqu'à six objectifs différents par programme, les plus fréquemment invoqués étant l'attribution d'actions ou d'options d'achat aux salariés et/ou aux dirigeants, l'annulation des titres achetés, la remise d'actions dans le cadre d'opérations de croissance externe, la régularisation de cours et l'intervention en fonction des situations de marché.

Rappelons qu'en application de l'article L. 225-209 du code de commerce, les sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé sont autorisées à acheter leurs propres actions **dans la limite de 10 % de leur capital**. L'assemblée générale des actionnaires doit alors autoriser le conseil d'administration (ou le directoire) à procéder au rachat des actions et fixer les finalités, les modalités et le plafond de ces rachats.

---

<sup>1</sup> Il s'agit des textes suivants :

- le règlement COB n° 90-04 modifié par les règlements n° 92-03, n° 98-03, n° 2000-06 et n° 2002-02 relatif à l'établissement des cours ;
- le règlement COB n°98-02 modifié par le règlement n° 2000-06 de la COB relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé ;
- l'instruction COB d'octobre 2003 prise en application du règlement n° 98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé ;
- l'instruction COB du 10 avril 2001 prise en application du règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours ;
- diverses recommandations et précisions techniques sur la mise en œuvre des programmes de rachat.

Une note d'information doit être établie par la société, soumise au visa de l'AMF<sup>1</sup> et rendue publique avant la tenue de l'assemblée générale devant autoriser le programme de rachat. **L'article 10 du présent projet de loi prévoit toutefois de supprimer cette note d'information, mesure que votre rapporteur général désapprouve.**

Le règlement communautaire du 22 décembre 2003 étant d'application directe dans les législations nationales, l'article 631-5 du règlement général de l'AMF prévoit que les opérations réalisées dans le cadre de programmes de rachat de titres ne sont pas constitutives de manipulations de marché dès lors qu'elles sont effectuées conformément aux modalités d'acquisition prévues par ce règlement européen.

De même, l'article 631-6, conformément à l'article 6 du règlement précité, définit la **double « fenêtre d'abstention »** ou « fenêtre négative », exprimée en jours calendaires, durant laquelle un émetteur ne doit pas intervenir sur ses propres titres. Cette définition reprend celle donnée auparavant dans l'article 8 de l'ancien règlement COB n° 90-04, tout en précisant que les comptes intermédiaires sont compris dans le champ de l'interdiction.

---

<sup>1</sup> L'article 241-2 du règlement général de l'AMF dispose ainsi :

« I. - Tout émetteur souhaitant réaliser un programme de rachat de ses titres établit une note d'information soumise au visa de l'AMF (...)

« II. - La note d'information indique : (...)

« 2° Les annulations de titres effectuées au cours des vingt-quatre mois précédant le jour du dépôt de la note d'information conformément au tableau de déclaration synthétique figurant dans une instruction de l'Autorité ;

« 3° Le nombre de titres ou le pourcentage du capital pouvant être annulé en vertu d'une autorisation de l'assemblée générale ;

« 4° Les opérations effectuées, par voie d'acquisition, de cession ou de transfert, sur le marché réglementé ou hors marché, en distinguant les opérations au comptant et par l'utilisation de produits dérivés, et les positions ouvertes (...)

« **5° La répartition par objectif des titres de capital détenus au jour du dépôt de la note d'information ;**

« **6° Les objectifs du programme de rachat poursuivis par l'émetteur, conformément aux dispositions du règlement n° 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 et aux pratiques de marché admises ;**

« 7° Les modalités envisagées par l'émetteur pour effectuer les acquisitions, les cessions et les transferts de titres, sur le marché réglementé ou hors marché, en distinguant les opérations au comptant et par l'utilisation de produits dérivés ; (...)

« 10° La durée du programme de rachat ;

« 11° Les modalités de financement du programme de rachat ;

« 12° Les éléments permettant d'apprécier l'incidence du programme sur la structure financière, les résultats de l'émetteur, la valeur de l'actif net et le bénéfice net, par titre de capital ;

« Par exception aux dispositions qui précèdent, tout émetteur dont l'assemblée générale des actionnaires a voté un programme de rachat d'actions pour les besoins exclusifs d'un contrat de liquidité, **est dispensé d'établir une note d'information soumise au visa de l'Autorité.** Dans ce cas, il doit établir un **communiqué** qui contient toutes les informations énumérées ci-dessus, dont il s'assure de la diffusion effective et intégrale (...)

Il s'agit de :

- la période comprise entre la date à laquelle la société a connaissance d'une information privilégiée et la date à laquelle cette information est rendue publique;

- et de la période de quinze jours précédant les dates auxquelles ses comptes consolidés ou sociaux annuels, ainsi que ses comptes intermédiaires (c'est-à-dire semestriels, et le cas échéant trimestriels, conformément aux dispositions de la directive « transparence » du 15 décembre 2004), sont rendus publics.

L'application de ces dispositions peut néanmoins être écartée lors de la mise en œuvre d'une pratique de marché admise, si la décision d'acceptation de cette pratique le permet expressément (cf. *infra*).

## 2. Les deux nouvelles pratiques de marché admises par l'AMF

A la suite de l'adoption des textes communautaires, l'AMF a lancé une procédure de consultation afin de définir les nouvelles pratiques de marché admises, procédure qui associait largement les professionnels (émetteurs et prestataires de services d'investissement), le Trésor, le collège de l'AMF et les homologues européens de l'AMF (*via* le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières). **Le collège considérait en particulier qu'il importait d'éviter que des titres soient acquis dans le cadre d'un programme de rachat pour être ensuite cédés**, ce qui est de fait interdit par le règlement européen (pendant la durée du programme).

Les émetteurs ont souhaité que certains objectifs de rachat traditionnellement utilisés en France (tels que la stabilisation de cours, l'amélioration du bénéfice par action par annulation de titres, ou les opérations de croissance externe), qui ne sont pas inclus dans le champ de la présomption irréfragable, puissent toujours être mis en œuvre. **La notion de pratique de marché, visée par le dispositif communautaire, est *in fine* apparue comme la solution idoine pour apporter la sécurité juridique nécessaire aux émetteurs**<sup>1</sup>. Il convient de relever qu'il n'existe à l'heure actuelle que quatre pratiques de marché au niveau européen : celles récemment publiées par l'AMF, et deux autres pratiques respectivement adoptées par les régulateurs autrichien et britannique sur des sujets plus anecdotiques.

---

<sup>1</sup> Rappelons toutefois que cette notion et les critères de définition des pratiques de marché admises constituent une disposition transversale et sont distinctes des dérogations dont bénéficient, dans certaines conditions, les rachats d'actions et la stabilisation de cours.

Par une **décision du 22 mars 2005**, l'AMF a ainsi admis, en tant que pratique de marché constitutive d'une présomption simple de légitimité, 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, et les rachats réalisés dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec un prestataire de services d'investissements.

Sans entrer dans le détail de ces deux pratiques de marché<sup>1</sup>, il apparaît qu'au-delà des trois objectifs qui constituent la présomption irréfragable de légitimité, les pratiques consistant à mettre en place un **programme de rachat planifié**, c'est-à-dire dont le calendrier précis est fixé au moment de sa publication, ou à **confier l'exécution du programme à un prestataire de services d'investissement** dans le cadre d'un contrat de liquidité, sont de nature à sécuriser, tant sur le plan technique que juridique, la mise en œuvre de tels programmes, et ce faisant, à atténuer les soupçons de manipulation de marché susceptibles de peser sur ces rachats.

### 3. Les autres axes du régime défini par l'AMF

Le cadre fixé par l'AMF, tel qu'il est présenté dans les récentes communications de l'Autorité<sup>2</sup>, précise en particulier les points suivants, outre les modalités afférentes aux deux pratiques de marché admises : l'information du marché, les conditions d'intervention relatives au prix et au volume échangé, les restrictions d'intervention relatives à la cession d'actions propres<sup>3</sup> et à la période d'abstention, la réaffectation des titres acquis, les opérations réalisées par voie de blocs d'actions, la limitation du nombre d'intermédiaires et l'utilisation des produits dérivés. L'AMF a également précisé, en octobre 2004, le sort des opérations de rachat antérieures et postérieures au 13 octobre 2004, date d'entrée en vigueur du règlement européen précité.

Le nouveau cadre fixé par l'AMF depuis octobre 2004 se veut en tout état de cause **plus restrictif qu'auparavant**, en particulier s'agissant des objectifs qui avaient fait l'objet des pratiques controversées de Vivendi, telles que la stabilisation et l'animation du cours, qui doit désormais intervenir dans

---

<sup>1</sup> Il conviendra à cet égard de se référer aux explications fournies dans l'exposé général du rapport de première lecture n° 309 (2004-2005) du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, examiné par le Sénat le 2 mai 2005.

<sup>2</sup> En particulier celles du 17 mars et du 22 mars 2005.

<sup>3</sup> Un émetteur qui vendrait ses propres actions au cours d'un programme de rachat, quelle que soit la date d'acquisition ou l'origine de ces actions, ne bénéficierait plus de la présomption de légitimité pour la totalité des actions qui auraient été ou seraient achetées dans le cadre de ce même programme, **sauf si ces cessions sont réalisées par voie de blocs et ne concourant pas à la formation du prix dans le carnet d'ordres.**

**L'émetteur peut cependant déroger à cette restriction s'il a mis en place un programme de rachat planifié, ou si l'exécution du programme de rachat est confiée à un prestataire de services d'investissement agissant de manière indépendante.**

le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec un prestataire, et l'utilisation d'options de vente, qui n'est plus autorisée<sup>1</sup>.

**La traçabilité comptable des titres rachetés semble également assurée par la réglementation comptable et les prescriptions de l'AMF.** Le règlement 99-02 du Comité de la réglementation comptable les classe en haut ou en bas (dans un compte de valeurs mobilières) de bilan selon les objectifs, et l'AMF promeut l'ouverture d'un compte titre par objectif chez le prestataire de services d'investissement. Dans un communiqué du 13 octobre 2004<sup>2</sup>, l'AMF a ainsi indiqué qu'un émetteur souhaitant bénéficier de la présomption irréfragable de légitimité **devait immédiatement affecter les titres rachetés à un compte distinct réservé à l'un des objectifs prévus par le règlement**, étant précisé que les actions ainsi acquises ne pourraient pas être réaffectées ultérieurement à d'autres objectifs. **La question demeure de savoir comment ces pratiques sont portées à la connaissance des investisseurs**, tant deviennent complexes la lecture et le suivi des résolutions d'assemblée générale.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

### A. LES INCERTITUDES ET IMPERFECTIONS DU RÉGIME ACTUEL

#### 1. La portée de la présomption

Le caractère exclusif des trois objectifs prévus par le règlement précité n° 2273/2003 crée une présomption irréfragable de légitimité des opérations correspondantes au regard de l'abus de marché, ce qui exige donc que la preuve contraire puisse être rapportée. Il existe néanmoins une **ambiguïté juridique** sur le point de savoir si ce qui n'est pas expressément autorisé par le règlement européen au titre de ces objectifs est ou non interdit. A défaut de mention expresse, il est probable qu'une telle interdiction ne joue pas.

---

<sup>1</sup> L'AMF considère en effet que la cession de « puts » (options de vente) ne constitue pas une opération de couverture, et qu'en outre une telle opération consiste en une spéculation sur la volatilité anticipée du titre. Un tel comportement, de la part d'un émetteur, représente pour l'Autorité un risque qui ne semble pas correspondre aux objectifs d'un programme de rachat. Il en résulte qu'un émetteur mettant en œuvre un programme de rachat d'actions ne pourra pas recourir à ce type de produit dérivé.

<sup>2</sup> « Mise en œuvre du règlement européen pris en application de la directive abus de marché sur le rachat d'actions », communiqué de presse de l'AMF du 13 octobre 2004.

De même, certains praticiens ont souligné **la controverse portant sur la rédaction de l'article 631-5 du règlement général de l'AMF<sup>1</sup>**, qui tend à placer sur un même plan la présomption irréfragable dont bénéficient les trois objectifs de rachats définis par le règlement et la présomption simple (cette caractéristique n'étant pas explicitement précisée dans le règlement général) afférente aux deux nouvelles pratiques de marché admises. Il convient toutefois de relever que cette présomption ne repose sur la seule conformité aux pratiques de marché admises, mais suppose également que les opérations de rachat respectent les modalités d'acquisition (en particulier celles relatives au cours du titre et aux volumes échangés) définies par le règlement communautaire.

**Il apparaît indispensable que le règlement général de l'AMF précise clairement que ces pratiques de marché constituent des présomptions simples, ainsi que les conséquences à en tirer en termes de preuve pour les émetteurs.**

## **2. La question de la fongibilité des objectifs de rachat**

### *a) La complexité de la fongibilité partielle des objectifs*

La combinaison des dispositions du règlement n° 2273/2003 et des prescriptions de l'AMF **ne permet pas de disposer d'une vision claire des possibilités de réaffectation entre objectifs** bénéficiant de la présomption irréfragable (annulation, couverture de plans de stock-options et conversion d'obligations et de titres de créances convertibles en actions), objectifs constitutifs des pratiques de marché admises (opérations de croissance externe et animation du cours dans le cadre d'un contrat de liquidité) et objectifs ne bénéficiant d'aucune présomption de légitimité.

---

<sup>1</sup> *Cet article dispose :*

« Les dispositions de la section 1 du présent chapitre ne s'appliquent pas aux opérations effectuées par un émetteur sur ses propres titres dans le cadre de programmes de rachat dès lors que ces opérations :

« 1° Sont effectuées conformément aux dispositions du règlement n° 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 ;

« 2° **Sont conformes à une pratique de marché admise et respectent les modalités d'acquisition définies par le règlement n° 2273/2003 susmentionné**, à l'exception des dispositions de ce règlement dont l'application est écartée par la décision d'acceptation de cette pratique mentionnée à l'article 612-4.

« Les titres acquis dans le cadre du 1° font l'objet d'une affectation immédiate par objectif et ne peuvent être réaffectés à d'autres objectifs que ceux prévus par le règlement n° 2273/2003 susmentionné ».

Il ressort toutefois de l'examen des textes les éléments suivants :

- l'article 3 du règlement communautaire tend à **subordonner le bénéfice de la présomption irréfragable de légitimité** des programmes de rachat dont les finalités sont visées à l'article 3 à l'affectation des actions acquises à l'objectif initialement poursuivi, et fait donc tomber cette présomption en cas de réaffectation des actions acquises au titre d'un des trois objectifs à une finalité différente. Cette analyse a été confirmée par l'AMF, qui disposait dans son communiqué du 13 octobre 2004 que *« les émetteurs souhaitant en outre bénéficier de la présomption irréfragable de légitimité définie par le règlement européen devront immédiatement affecter les titres rachetés à l'un des objectifs prévus par le règlement. Les actions acquises dans ce cadre ne pourront pas être ultérieurement réaffectées à d'autres objectifs »* ;

- l'AMF a toutefois précisé cette position en indiquant que les rachats destinés à la couverture d'options ne peuvent être réaffectés qu'à l'objectif d'annulation des titres<sup>1</sup>. **Les rachats aux fins d'annulation (les plus fréquents) ne peuvent quant à eux être réaffectés à aucun autre objectif** ;

- il apparaît que les actions acquises dans le cadre d'un contrat de liquidité, pourront être affectées à l'annulation ou à la couverture ;

- s'agissant des titres acquis et conservés en vue d'une opération de croissance externe, l'émetteur peut décider de les réaffecter à un autre objectif en cas de changement de stratégie, et donc à l'annulation, à la couverture de plans d'options, ou à une stabilisation de cours dans le cadre d'un contrat de liquidité. Il peut également décider de céder ces actions dans les conditions prévues par la définition de la pratique de marché admise. La décision précitée du 22 mars 2005 prévoit en effet que *« lorsque la conservation des titres acquis dans le cadre de cette pratique n'est plus nécessaire, l'émetteur peut décider, soit de réaffecter ces titres à l'un des objectifs mentionnés à l'article 3 du règlement précité ou à une autre pratique de marché »*.

**Votre rapporteur général est très réservé sur cette disposition**, qui tend à entériner les pratiques des émetteurs et à atténuer la traçabilité des titres acquis dans le cadre d'une pratique dérogatoire au regard de la procédure « classique » d'augmentation de capital, plus respectueuse des droits des actionnaires.

---

<sup>1</sup> Dans un article de sa revue mensuelle de mars 2005, intitulé « La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres », l'AMF a ainsi indiqué qu'« un émetteur qui aura affecté des actions à l'objectif d'annulation devra donc procéder à l'annulation effective de ses titres. (...) Cependant, un émetteur ayant affecté des actions à la couverture de plans d'options, peut vouloir se défaire de cette couverture si l'évolution du cours du titre ou l'annulation de tout ou partie de ces options la rend inutile. **L'émetteur pourra alors réaffecter ces titres à l'objectif d'annulation ou les céder dans les conditions mentionnées ci-dessus. Ces actions ne pourront pas être affectées à une pratique de marché admise** ».



Les finalités initialement poursuivies au titre de l'un des trois objectifs visés par le règlement n° 2273/2003 ne sont donc pas fongibles avec les objectifs poursuivis en vertu des deux pratiques de marché admises par l'AMF, mais **ces dernières sont fongibles entre elles et avec les objectifs communautaires, sans pour autant que la présomption irréfragable soit acquise**. Tout cela paraît bien confus et ne peut qu'engendrer du contentieux.

En tout état de cause, **il faut souhaiter au minimum que le règlement général ou une communication de l'AMF expose précisément l'ensemble des possibilités de réaffectation entre objectifs**, qui sont limitées par le dispositif communautaire, entre les objectifs associés au « *safe harbour* », à la présomption simple, ou non couverts par les exemptions relatives à l'abus de marché.

*b) La nécessité de préserver les intérêts des actionnaires*

La question de la réaffectation des titres rachetés entre les différents objectifs n'a pas fait l'objet de nombreux développements par la doctrine mais demeure importante, dans la mesure où la possibilité éventuelle de réaffecter des actions acquises au titre d'un objectif au profit d'un dénouement différent de celui initialement envisagé **contribue à modifier substantiellement l'information, et donc la perception des destinataires**, qui a été donnée aux investisseurs et aux actionnaires, ces derniers devant, aux termes de l'article L. 225-209 du code de commerce, approuver les programmes de rachats soumis à l'assemblée générale.

Sur le plan **formel**, rappelons que le premier alinéa de l'article L. 225-209 du code de commerce dispose que l'assemblée générale ordinaire a seule compétence pour autoriser le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, à mettre en œuvre un programme de rachat d'actions sur la base des finalités et des modalités qu'elle aura définies. Or, permettre aux mandataires sociaux de décider seuls de la réaffectation des actions acquises en vertu de la finalité fixée par l'assemblée générale reviendrait à priver celle-ci de la compétence qui lui est reconnue, et à contourner les limites de l'autorisation qui lui a été accordée en réaffectant les actions acquises au profit d'un objectif non visé par le programme de rachat.

La deuxième raison est une raison de fond. **En effet, la compétence de l'assemblée générale tient au souci de préserver les intérêts des actionnaires**. Or, le rachat d'actions aux fins de gestion financière du capital opère à tout le moins une redistribution du capital qui entraîne une modification de sa géographie. Si on laisse de côté l'hypothèse dans laquelle l'opération aboutit à une réduction du capital, l'opération de rachat produit, durant la période pendant laquelle les actions rachetées sont conservées par la société, un **effet relutif** en droits de vote puisque les actions autodétenues sont privées du droit de vote et ne sont pas, en conséquence, comptabilisées pour le calcul du quorum et de la majorité. En revanche, dans un second temps, qui

correspond au dénouement de l'opération de rachat, le remplacement des titres peut conduire à une **dilution des actionnaires** au profit de celui ou de ceux admis, par quelques moyens que ce soit, à devenir titulaires des actions autodétenues.

On comprend dès lors que le soin de fixer la finalité du programme de rachat ne saurait être laissé aux seuls mandataires sociaux. Pour la même raison ne devrait-on admettre que la faculté de modifier ultérieurement l'objectif initialement poursuivi échappe à l'assemblée générale.

Lors des débats du 2 mai 2005 relatifs à l'examen en séance du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, votre rapporteur général relevait ainsi que *« les actionnaires votent un programme de rachat d'actions en vue de la réalisation d'un objectif parmi les quatre qui sont admissibles : il faut s'y tenir et rendre compte sur l'exécution. (...) En d'autres termes, les objectifs autorisés par l'assemblée générale ne sont pas fongibles et toute réaffectation suppose la convocation d'une nouvelle assemblée générale des actionnaires, laquelle, en la matière, reste seul juge. J'insiste (...) sur l'opportunité de valoriser ici le rôle des actionnaires délibérant en assemblée générale »*.

**Il s'agit donc d'assurer la traçabilité des titres rachetés en fonction des objectifs assignés non seulement sur le plan comptable, mais encore au titre de l'équilibre des pouvoirs entre actionnaires et organes de direction de l'émetteur.**

### **3. Les rachats aux fins de croissance externe : un objectif légitime mais qu'il convient de mieux encadrer**

L'intérêt que peut présenter le rachat aux fins de gestion financière du capital afin de financer des opérations de croissance externe a été aperçu dès la promulgation de la loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier n° 98-546 du 2 juillet 1998. L'utilisation des actions autodétenues dans ce cadre **permet en effet d'éviter le recours à une augmentation de capital et la soumission aux dispositions qui la régissent** (y compris et plus particulièrement lorsque l'augmentation de capital a lieu par apport en nature) à due concurrence du nombre d'actions détenues en portefeuille par la société émettrice, qu'elle soit partie, notamment, à une opération de fusion en qualité d'absorbante ou de société bénéficiaire de la scission ou plus généralement qu'elle profite d'un apport rémunéré en actions autodétenues. L'émetteur a également la possibilité de proposer ses actions à l'échange dans le cadre d'une offre publique d'échange, en réponse à l'initiateur de l'offre.

Dans son rapport de janvier 1998 sur la réforme du régime des rachats d'actions, M. Bernard Esambert proposait une certaine libéralisation de ce régime que l'on pouvait alors considérer comme trop strict. **Il insistait néanmoins sur la nécessité d'éviter les pratiques de contournement et d'assurer la transparence des opérations**, et stigmatisait certaines dérives potentielles constitutives d'autant d'atteintes portées aux intérêts des actionnaires, telles que les risques de dilution et de surévaluation des actions proposées en paiement ou en échange. Il précisait ainsi :

*« La nouvelle législation devrait permettre aux entreprises qui décident de ne pas les annuler, d'utiliser les titres rachetés notamment pour procéder à une acquisition ou à un échange par remise de titres comme c'est le cas aux États-Unis. Cette possibilité pourrait cependant faire craindre certains abus : remise des titres à des sociétés amies, risque de dilution pour les actionnaires, possibilité de replacer les titres sur le marché sans passer par la procédure protectrice d'émission, financement d'acquisitions sans respecter la procédure des apports en nature.*

*« Afin de supprimer ces risques, il serait nécessaire que la plus grande transparence existe quant au sort des titres rachetés. C'est pourquoi l'entreprise devrait être contrainte d'informer les actionnaires et le marché de l'exacte situation des titres autodétenus, et cela régulièrement ».*

Les atteintes potentielles au marché sont toutes aussi réelles, notamment les **risques de manipulation de marché** puisque la société émettrice peut être tentée de faire monter le cours de son titre de manière artificielle afin de valoriser au maximum les actions rachetées en vue de leur remise consécutive en paiement ou en échange.

Le rapport Esambert proposait également d'interdire qu'une opération puisse être financée à l'aide des titres rachetés dans le délai de **trois mois après leur acquisition** (un an dans la version initiale du rapport), de façon à éviter ce qui constituerait de toute évidence une utilisation anormale et potentiellement spéculative de la procédure de rachat.

La Commission des opérations de bourse avait de fait retenu cette disposition<sup>1</sup>. Suite à l'entrée en vigueur du règlement n° 2273/2003, le règlement COB n° 90-04 a été abrogé. L'AMF, dans sa décision du 22 mars 2005, a toutefois maintenu, en la modifiant quelque peu, l'exigence relative à la nomination d'un expert indépendant, mais **n'a pas reconduit**

---

<sup>1</sup> L'ancien règlement COB 90-04 sur l'établissement des cours, tel que modifié par le règlement 2000-06, prévoyait ainsi en son article 9 que :

« L'utilisation par un émetteur des titres rachetés pour financer une acquisition est présumée légitime, au regard de l'article 7 du présent règlement, dès lors que :

« - **l'acquisition n'intervient qu'après un délai minimum de trois mois d'abstention de toute intervention sur ses titres ;**

« - un expert indépendant a été nommé en vue de vérifier la valeur des titres, la valeur des biens achetés ainsi que l'équité du rapport d'échange ».

**l'obligation d'abstention** de toute intervention de l'émetteur sur son propre titre trois mois au moins avant que ne débute le rachat.

**La décision de l'AMF ne répond pas totalement aux risques de manipulation de marché**, alors même que la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004, transposée dans le règlement général de l'AMF en ses articles 612-1 à 612-4, pose un certain nombre de critères à prendre en compte dans l'évaluation des pratiques de marché admissibles, lesquels ont pour but de s'assurer que la pratique en cause est conforme aux exigences de transparence et d'intégrité du marché. Or, conformément à l'article 612-2 du règlement général de l'AMF, l'Autorité doit prendre en compte certains critères dans l'évaluation de l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière, parmi lesquels le **degré de transparence** de la pratique concernée au regard de l'ensemble du marché et le **besoin de sauvegarder le libre jeu du marché** et l'interaction de l'offre et de la demande. **Il est permis de douter que la pratique de marché en cause soit conforme à ces critères en l'absence de toute obligation d'abstention imposée à l'émetteur.**

La décision de l'AMF du 22 mars 2005 apparaît donc à certains égards trop souple et tend à s'écarter des objectifs du règlement européen n° 22273/2003.

## ***B. LES AMÉNAGEMENTS PROPOSÉS***

Il est proposé de renforcer l'encadrement des rachats d'actions selon **trois axes**, introduits à l'article L. 225-209 du code de commerce.

Le premier alinéa du présent article additionnel prévoit une disposition générale tendant à la non fongibilité des objectifs autorisés par l'assemblée générale (AG). Les rachats prévus pour chaque objectif ne pourraient donc être réaffectés à un autre objectif, **sauf autorisation expresse de l'AG sollicitée par les organes de direction.**

Le deuxième alinéa traite plus particulièrement de l'objectif de remise ou échange en vue d'une opération de fusion, scission ou apport. Il prévoit ainsi l'introduction d'un **sous-plafond de 5 % du capital de l'émetteur**, au sein du plafond global de 10 % prévu pour les rachats d'actions, pour les actions rachetées et affectées à cette fin.

Conformément aux préconisations du rapport Esambert, cet alinéa dispose également que les actions ainsi rachetées, quelle que soit leur finalité, ne pourraient servir au financement d'une opération de croissance externe **dans un délai de trois mois à compter de leur acquisition.**

Le troisième alinéa prévoit un **délai de 24 mois** à compter de l'acquisition des titres dans le cadre d'un programme de rachat, au-delà duquel ils devront être **annulés s'ils n'ont pas été utilisés**, quel que soit l'objectif poursuivi, à l'exception de l'objectif de couverture d'options prévu à l'article L. 225-208 du code de commerce, qui dispose en effet que « *les actions doivent être attribuées ou les options doivent être consenties dans le délai d'un an à compter de l'acquisition* ».

Le dernier alinéa prévoit enfin une **date d'application du dispositif**, correspondant aux programmes de rachat soumis à l'approbation des assemblées se tenant à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006, afin de ne pas perturber les programmes déjà en cours.

**Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article additionnel.**

*ARTICLE ADDITIONNEL AVANT L'ARTICLE 8 bis (nouveau)*

**Réforme de la représentation des caisses d'épargne et de prévoyance au conseil de surveillance de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance**

**Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de modifier les modalités de représentation des caisses d'épargne et de prévoyance au conseil de surveillance de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance (CNCE).**

En vertu de l'article L. 512-90 du code monétaire et financier, **les caisses d'épargne et de prévoyance sont dirigées par un directoire sous le contrôle d'un conseil de surveillance.** Ce dernier prend le nom de conseil d'orientation et de surveillance (COS). Il est composé de dix-sept membres. Il comprend des membres élus directement par les salariés sociétaires de la caisse d'épargne et de prévoyance, des membres élus directement par les collectivités territoriales et des membres élus par l'assemblée générale des sociétaires de la caisse d'épargne et de prévoyance.

Les membres du directoire sont proposés par le conseil d'orientation et de surveillance (COS). C'est le directoire de la Caisse nationale des caisses d'épargne qui propose leur agrément au conseil de surveillance de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance (CNCE).

Par ailleurs, en vertu de l'article L. 512-94, la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance, dont les caisses d'épargne et de prévoyance détiennent ensemble au moins la majorité absolue du capital et des droits de vote.

Son conseil de surveillance comprend notamment des membres élus par les salariés du réseau des caisses d'épargne dans les conditions prévues par ses statuts. La nomination du président du directoire de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance est soumise à un agrément du ministre chargé de l'économie.

Actuellement, les présidents de directoires des caisses d'épargne jouent un rôle déterminant dans le conseil de surveillance de la CNCE qui désigne le président du directoire, alors qu'ils sont également soumis à l'agrément du directoire pour leur nomination.

**Votre commission des finances vous propose donc d'améliorer sur ce point la gouvernance du groupe des caisses d'épargne.**

**Le présent article additionnel propose que les caisses d'épargne soient représentées au conseil de surveillance de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance par une majorité de présidents de conseils d'orientation et de surveillance (COS) désignés par l'assemblée générale sur proposition du collège des présidents de conseils d'orientation et de surveillance. Ces présidents représentent en effet le sociétariat des caisses et sont des personnalités indépendantes.**

Cette disposition, ainsi que celle prévoyant que : *« la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations est saisie pour avis préalablement à toute opération portant sur le capital de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance et affectant la participation de la Caisse des dépôts et consignations. Elle en informe les commissions chargées des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat »*, ont été adoptées en commission mixte paritaire lors de l'examen du projet de loi de finances rectificative pour 2003. La première disposition a été censurée par le Conseil constitutionnel en tant que cavalier législatif, tandis que la seconde a pu être intégrée dans le droit positif. Le dispositif global visant à améliorer la gouvernance des Caisses d'épargne en a été déséquilibré.

Pour cette raison, par souci de cohérence de la part du Parlement, il convient de proposer à nouveau, dans la rédaction issue de la commission mixte paritaire ayant examiné le projet de loi de finances rectificative pour 2003, le présent article additionnel visant à prévoir que les caisses d'épargne soient représentées au conseil de surveillance de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance par une majorité de présidents de conseils d'orientation et de surveillance (COS).

**Décision de la commission : la commission vous demande d'adopter cet article additionnel.**

*ARTICLE 8 bis (nouveau)*

**Élargissement de l'accès de la Caisse des dépôts et consignations aux marchés obligataires**

**Commentaire :** le présent article, introduit à l'Assemblée nationale, à l'initiative de notre collègue député Philippe Auberger et de la commission des finances, tend à permettre à la Caisse des dépôts et consignations (CDC) d'émettre l'ensemble des titres de créances visés à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier.

**I. LE DROIT EXISTANT**

***A. LA CDC EST HABILITÉE À ÉMETTRE DES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES***

L'article L. 213-3 du code monétaire et financier habilite expressément la Caisse des dépôts et consignations (CDC) à émettre des titres de créances négociables (TCN), c'est-à-dire des certificats de dépôts (d'une durée inférieure à un an) et des bons à moyen terme négociables (BMTN, d'une durée supérieure à un an).

Or ce marché des TCN, supervisé par la Banque de France, en application de l'article L. 213-4 du même code, présente une situation contrastée. Au cours des deux dernières années, l'encours des certificats de dépôt est demeuré dynamique, passant d'environ 210 milliards d'euros à environ 250 milliards d'euros. En revanche, **le marché des BMTN est en déclin**, avec un encours d'environ 52 milliards d'euros aujourd'hui contre 60 milliards d'euros en 2001.

La Caisse des dépôts et consignations a contribué au dynamisme du marché des certificats d'investissement, avec un programme d'émission de 2,6 milliards d'euros en 2004, alors que le montant de ses BMTN est resté stable dans le bilan de la section générale, à 220 millions d'euros en 2003 et 2004. **La CDC estime aujourd'hui que les conditions de liquidité du marché des BMTN sont insuffisantes, l'exposant à des conditions de négociation de ses obligations de moins en moins favorables. Elle souhaiterait être habilitée à émettre des EMTN (Euro Medium Term Notes),** aujourd'hui privilégiés par la plupart des entreprises françaises et



également par certains établissements publics tels que Réseau ferré de France (RFF) ou la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES). Or, à la différence des deux établissements publics précités, **la CDC n'est pas expressément autorisée à émettre tout type de titres de créances.**

### ***B. LA CDC N'EST PAS EXPRESSÉMENT HABILITÉE À ÉMETTRE D'AUTRES TITRES DE CRÉANCES***

Si rien n'interdit expressément à la CDC de procéder à des émissions obligataires, **la pratique semble attester que, pour être autorisé à procéder à ce type d'émission, un établissement public doit y être expressément habilité :**

- S'agissant de la **CADES**, l'article 5 de l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale l'habilite à émettre « *tout titre négociable représentatif d'un droit de créance* ». Il est ajouté que « *Le conseil d'administration décide du programme des emprunts* ».

- En ce qui concerne **RFF**, l'article 13 de la loi n° 97-135 du 13 février 1997 portant création de l'établissement public Réseau ferré de France en vue du renouveau du transport ferroviaire, autorise cet établissement à « *émettre tout titre représentatif d'un droit de créance* ». Là encore, le conseil d'administration est compétent pour autoriser la conclusion des emprunts.

Par conséquent, il convient de préciser, dans un texte législatif, que la possibilité d'émettre tout type de titres de créances est également accordée à la Caisse des dépôts et consignations.

## **II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ À L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

Le dispositif adopté à l'Assemblée nationale est issu d'un amendement de notre collègue député Philippe Auberger, adopté par la commission des finances, insérant un article L. 518-2-1 au code monétaire et financier, qui précise que « ***la Caisse des dépôts et consignations peut émettre les titres de créance visés au 2. du I de l'article L. 211-1*** ».

Les instruments financiers visés au 2. du I de l'article L. 211-1 sont tous « *les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créances qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse* ».

Lors de la discussion en séance, **le ministre a indiqué qu'il partageait les arguments techniques motivant cet amendement, sous réserve des deux observations suivantes :**

- d'une part, « *La Caisse des dépôts et consignations, comme son nom l'indique n'est pas une banque, mais une caisse. A ce titre, elle n'est soumise à aucun contrôle prudentiel de droit commun. A ce stade, une lecture détournée du texte que vous proposez permettrait – en théorie, je vous l'accorde – à la Caisse des dépôts et consignations d'émettre tout type de créances et donc de procéder de manière illimitée à des émissions obligataires en France et à l'étranger, éventuellement par appel public à l'épargne.* »

- d'autre part, le ministre a indiqué qu'il lui semblait « *souhaitable de souligner l'importance du rôle de la commission de surveillance (...), en particulier pour des décisions d'emprunt de ce type* ». Il a ajouté : « *En matière de gouvernance, notre devoir est toujours d'anticiper, de prévoir à long terme, indépendamment de la confiance légitime que nous faisons aux personnes en place* ».

Le gouvernement a donc fait adopter un sous-amendement, qui précise, à l'article L. 518-7 du code monétaire et financier, que « ***la commission de surveillance est saisie préalablement, chaque année, du programme d'émission de titres de créance de la Caisse des dépôts et consignations*** ».

### **III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre commission des finances **approuve cette clarification** qui permettra, à l'avenir, à la Caisse des dépôts et consignations d'émettre des programmes d'EMTN, sous le contrôle de sa commission de surveillance. Il s'agit ainsi d'optimiser la gestion actif-passif de la CDC, qui souffre actuellement, pour le moyen terme, de la faible attractivité du marché des BMTN. L'opportunité d'élargir les moyens de financement de la Caisse des dépôts et consignations au marché des EMTN est donc peu contestable, même si cette évolution viendra confirmer le déclin du marché français des BMTN.

Toutefois, il faut souligner que **le présent article est plus ambitieux qu'un simple accès au marché des EMTN**, puisqu'il permet à la CDC d'avoir recours à l'ensemble des produits obligataires, rompant avec la pratique d'encadrement de l'endettement de cette institution, qui se traduisait par une limitation de son accès au marché des titres de créance à des produits très réglementés, et se justifiait par l'impératif de protection des missions d'intérêt général de la Caisse. **Le présent dispositif ne laissera subsister comme garanties que, d'une part, le contrôle par la commission de**

**surveillance et, d'autre part, les mécanismes d'auto-régulation des marchés par le biais de la notation financière qui incitera à la vigilance.**

Dans le but de mettre en place une garantie supplémentaire, et dans la perspective d'une bonne gouvernance à long terme, **vo**tre commission vous propose :

- d'une part, de prévoir que **la commission de surveillance fixe chaque année l'encours annuel maximal des titres de créance de la Caisse des dépôts et consignations ;**

- d'autre part, d'ajouter que **la commission bancaire présente, chaque année, à la commission de surveillance un avis sur l'exécution du programme d'endettement de la Caisse des dépôts et consignations.**

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**

## CHAPITRE II

### RENFORCER LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS

#### ARTICLE 9

##### **Réglementation relative aux recommandations d'investissement produites ou diffusées par les professionnels**

**Commentaire : le présent article complète le code monétaire et financier aux fins de prévoir, conformément aux dispositions de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêt, un régime global d'encadrement par l'Autorité des marchés financiers de la production ou de la diffusion de recommandations d'investissement, et un régime spécifique d'autorégulation des professionnels des médias.**

#### **I. LA MISE EN PLACE PROGRESSIVE D'UN RÉGIME JURIDIQUE POUR LES FOURNISSEURS DE RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT**

##### ***A. LES ANALYSTES ET JOURNALISTES FINANCIERS : UN RÔLE ESSENTIEL ET PARFOIS AMBIGU***

La crise boursière du début de la décennie 2000 et les nombreux scandales (Enron, Worldcom, Ahold, Parmalat, etc.) qui ont ponctué la chronique des marchés financiers ont conduit à une **remise en cause de la transparence et des pratiques de l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur de l'information financière**, des émetteurs aux commissaires aux comptes. L'investisseur, en particulier le profane séduit par la hausse des marchés mais ne disposant pas nécessairement des compétences et du recul suffisants pour en mesurer les excès, est apparu comme l'une des principales victimes de ces errements.

La « **crise de confiance** » dans les marchés qui en est résulté était susceptible de détourner durablement l'investisseur individuel du placement boursier, et partant, de limiter la mobilisation des moyens de financement des

entreprises comme le développement d'une « culture de la bourse », *a fortiori* dans un pays tel que la France. Le législateur s'est dans plusieurs pays efforcé de rétablir cette nécessaire confiance des acteurs, ce qui s'est traduit dans notre pays par l'adoption de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003.

La fourniture d'analyses financières et de recommandations d'investissement constitue un maillon important de la chaîne de valeur de la l'information financière, et s'adresse tant aux professionnels, en particulier *via* les études sur les émetteurs produites par les structures spécialisées des grandes banques ou des fournisseurs indépendants, qu'au grand public. **L'essor, en France en particulier, de la presse et des programmes audiovisuels à vocation financière**, qui consacrent une place croissante aux conseils sur les placements et leur attribuent une part majeure de leur crédibilité et de leur positionnement commercial, témoigne également de la nécessaire « éducation » et d'une certaine professionnalisation de l'épargnant, confronté à un flux d'informations de plus en plus techniques.

Les analystes financiers ont été toutefois largement impliqués dans une série de scandales souvent conclus par des transactions, en particulier aux Etats-Unis<sup>1</sup>, ce qui a conduit à une **douloureuse remise en cause de la profession**, à une concentration des entités dédiées<sup>2</sup> et à une réduction des effectifs, ainsi qu'à la volonté de mieux formaliser et de faire respecter des principes déontologiques clairs<sup>3</sup>.

Les analystes financiers se sont notamment vus reprocher de percevoir des rémunérations excessives et d'émettre des **recommandations trop floues ou manifestant un biais structurellement acheteur**. Les méthodes de valorisation des entreprises ont également été contestées, en particulier lorsqu'elles reposaient sur des indicateurs de rentabilité brute trop novateurs – au détriment de la méthode plus éprouvée des flux de trésorerie actualisés – ou des prévisions de résultats axées sur le long terme (au-delà de trois ans).

---

<sup>1</sup> *Un accord a ainsi été signé en 2003 par douze grandes institutions financières pour mettre fin aux poursuites engagées par la Securities and Exchange Commission, le régulateur américain, et le juge pénal.*

*En France, le tribunal de commerce de Paris a condamné la banque Morgan Stanley (qui a fait appel de cette décision) à verser 30 millions d'euros de dommages et intérêts à la société LVMH, qui soupçonnait un des principaux analystes de la banque d'avoir publié des analyses biaisées et trop favorables à son concurrent.*

<sup>2</sup> *BNP Paribas et Exane ont ainsi fusionné leur recherche, Oddo a racheté une partie des équipes d'analyse du Crédit Lyonnais.*

<sup>3</sup> *On mentionnera, par exemple, le code de déontologie de la Société française des analystes financiers (SFAF), qui existe depuis déjà plusieurs années et a été réactualisé en 2002 ; le code de bonne conduite sur la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière, élaboré conjointement par la Fédération bancaire française (FBF) et l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) et publié en octobre 2004 ; et le groupe de travail constitué en décembre 2004 par le collège de l'Autorité des marchés financiers sur l'analyse financière indépendante.*

Les critiques les plus vives ont toutefois porté sur la porosité et l'influence réciproque des activités de recherche et d'émission ou de vente de titres de plusieurs banques, en particulier anglo-saxonnes. **L'absence ou la faiblesse des « murailles de Chine »** était, ainsi, de nature à orienter les recommandations des analystes en fonction du portefeuille de clientèle de la banque d'investissement, et donc à faire surgir des conflits d'intérêts majeurs.

**La critique s'est faite plus diffuse sur l'activité des journalistes financiers**, mais la « vulgarisation » des recommandations d'investissement à laquelle ils contribuent a conduit les instances communautaires et nationales à mesurer les risques que feraient peser sur l'épargnant une présentation lacunaire, ou une distinction malaisée entre la restitution de faits ou d'analyses produites par des tiers et le commentaire constitutif d'une réelle recommandation.

## ***B. LES NOUVELLES DISPOSITIONS ISSUES DU RÉGIME COMMUNAUTAIRE DE PRÉVENTION DE L'ABUS DE MARCHÉ***

### **1. Les dispositions de la directive cadre 2003/6/CE « abus de marché »**

Le dispositif communautaire de prévention et de répression de l'abus de marché, adopté dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers, comporte une directive-cadre adoptée le 28 janvier 2003 et quatre textes d'application (soit trois directives et un règlement), adoptés conformément au « processus Lamfalussy », qui a réformé les étapes de préparation des textes législatifs communautaires dans les secteurs des services financiers, de la banque et de l'assurance. **La date limite de transposition de l'ensemble de ces textes a été fixée au 12 octobre 2004.**

Le dispositif « abus de marché » impose aux Etats membres de mettre en œuvre un certain nombre de mesures de détection et de répression des délits d'initiés et manipulations de cours, susceptibles d'être commis par les professionnels et acteurs des marchés financiers. Si les prestataires de services d'investissement, les émetteurs et les établissements de crédit sont prioritairement concernés en ce qu'ils accèdent directement aux marchés financiers, **le dispositif prévoit également qu'une réglementation soit applicable aux analystes et journalistes financiers**, dont l'activité participe de la diffusion de l'information sur les marchés et exerce une influence sur les décisions des investisseurs.

Le vingt-deuxième considérant de la directive-cadre 2003/6/CE du 28 janvier 2003 tend, en outre, à **préserver la spécificité et l'indépendance de ces deux professions**, en accordant une certaine latitude aux Etats

membres dans la mise en place de la réglementation. Il dispose ainsi que « *les États membres devraient être en mesure de choisir la manière la plus appropriée d'établir une réglementation pour les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers ou pour les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, y compris des mécanismes appropriés d'autorégulation, qui devraient être notifiés à la Commission* ».

Le paragraphe 5 de l'article 6 de la même directive dispose que la réglementation doit poursuivre un objectif de présentation équitable et impartiale des informations fournies par les analystes et journalistes financiers, et de prévention de leurs conflits d'intérêts potentiels. Il prévoit ainsi que « *les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers ou les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, destinés aux canaux de distribution ou au public, veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière équitable et mentionnent leurs intérêts ou l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. Ils portent cette réglementation à la connaissance de la Commission* ».

## **2. Les dispositions de la directive d'application 2003/125/CE du 22 décembre 2003**

La directive 2003/125/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêt, fournit un cadre réglementaire global **qui a vocation à s'appliquer aux analystes et éventuellement aux journalistes financiers, mais ne concerne pas l'activité des agences de notation de crédit**, bien que le dixième considérant<sup>1</sup> de la

---

<sup>1</sup> « Les agences de notation de crédit émettent des opinions sur la solvabilité d'un émetteur ou la qualité d'un instrument financier particulier à une date donnée. En tant que telles, **ces opinions ne constituent pas des recommandations** au sens de la présente directive. Cependant, **les agences de notation de crédit devraient envisager d'adopter des politiques et procédures internes** visant à garantir que les notations de crédit qu'elles publient sont présentées de manière équitable et qu'elles mentionnent de manière appropriée leurs intérêts ou conflits d'intérêts significatifs en rapport avec lesdits émetteurs ou instruments auxquels se rapportent leurs notations de crédit ».

*Le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM) a remis un rapport le 31 mars 2005, dans lequel il recommande un principe d'autorégulation des agences de notation, plutôt que la mise en place d'une réglementation européenne spécifique.*

directive recommande que ces agences adoptent des procédures internes conformes aux dispositions de la directive.

Les raisons de l'établissement de cette réglementation, au regard de l'objectif d'intégrité du marché financier, sont évoquées dès le premier considérant de la directive, qui dispose que « *la présentation équitable, claire et précise des informations ainsi que la mention des intérêts et des conflits d'intérêts rendent nécessaires l'établissement de normes harmonisées, à respecter par les personnes qui produisent ou diffusent des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement destinées aux canaux de distribution ou au public. En particulier, l'intégrité du marché exige que la présentation d'informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement **réponde à des normes élevées d'impartialité, de probité et de transparence*** ».

L'articulation de cette réglementation avec le principe de liberté d'expression des journalistes est envisagée dans le onzième considérant de cette directive, qui précise que le texte « ***n'empêche en aucune façon les Etats membres d'appliquer leurs dispositions constitutionnelles en matière de liberté de la presse et de liberté d'expression dans les médias*** ».

*a) Les définitions posées par la directive*

L'article premier de la directive 2003/125/CE prévoit plusieurs importantes définitions, en particulier celles de « *recommandation* » et de « *travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement* ».

Une « **recommandation** » désigne ainsi « *des travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement<sup>1</sup>, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public* ». Aux termes du troisième considérant de la directive, les conseils en investissement, fournis sous la forme d'une recommandation personnelle à un client concernant une ou plusieurs opérations sur des instruments financiers, et qui ne sont pas susceptibles d'être rendus publics, **ne doivent pas être considérés en eux-mêmes comme des recommandations au sens de la directive**.

---

<sup>1</sup> *Le deuxième considérant de la directive précise également que « le fait de recommander ou de suggérer une stratégie d'investissement a lieu d'une manière soit explicite (telles que les recommandations d'« acheter », de « conserver » ou de « vendre »), soit implicite (par référence à un objectif de cours ou d'une autre manière) ».*



Les « *travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement* », sont définis comme :

« a) *une information produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui, **directement ou indirectement**, exprime une recommandation d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d'instruments financiers ;*

« b) *une information produite par d'autres personnes que celles mentionnées au point a) ci-dessus, qui recommande **directement** une décision d'investissement déterminée concernant un instrument financier* ».

Il résulte de ces définitions que les recommandations d'investissement, au sens de la directive, **peuvent être formulées de manière directe ou indirecte lorsqu'elles émanent de professionnels dont c'est l'activité principale**, ce qui désigne les analystes financiers indépendants et certains prestataires de services d'investissement. Le champ de la directive ne couvre en revanche **que les recommandations directes lorsqu'elles sont produites par d'autres personnes, c'est-à-dire, essentiellement, les journalistes financiers.**

#### *b) La production de recommandations*

##### 1) Les règles de présentation

L'article 2 prévoit des règles relatives à la publication de **l'identité** des personnes responsables de la production des recommandations écrites ou non écrites (en particulier le nom et la fonction de la personne physique qui a élaboré la recommandation ainsi que le nom de la personne morale responsable de sa production), et, lorsque les personnes concernées ne sont ni des établissements de crédit ni des entreprises d'investissement, de la référence à un code de conduite ou à des normes d'autorégulation. Ces exigences doivent toutefois être adaptées afin de ne pas apparaître disproportionnées en cas de recommandations non écrites<sup>1</sup>, et ne s'appliquent pas aux **journalistes** qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, **à condition que cette réglementation produise des effets similaires.**

---

<sup>1</sup> Cette adaptation peut inclure notamment une référence à l'endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public, tel qu'un site Internet approprié de la personne concernée.

Les articles 3 et 4 de la directive précitée prévoient respectivement une norme générale et des obligations supplémentaires concernant la **présentation équitable des recommandations**.

Il convient de relever le **degré élevé de précision de certaines de ces règles**, qui constituent la conséquence législative des critiques, parfois vives, formulées à l'encontre des analystes financiers. Le manque d'indépendance des analystes « *sell side* » à l'égard aux activités de banque de financement et d'investissement, une tendance à l'imitation et à la reproduction d'un « consensus de marché », l'insuffisante transparence des sources, un biais structurellement acheteur ont par exemple été parfois invoqués pour illustrer le rôle prêté aux analystes dans le gonflement de la « bulle » technologique et la mauvaise information des investisseurs<sup>1</sup>.

Les réglementations nationales doivent donc veiller, aux termes de l'article 3, à ce que :

- **les faits soient clairement distingués des interprétations**, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles ;

- toutes les sources soient fiables ou, lorsque ce n'est pas le cas, à ce que cela soit clairement signalé ;

- l'ensemble des projections, prévisions et objectifs de cours soient **clairement indiqués comme tels** et que les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser soient mentionnées.

Les obligations supplémentaires édictées par l'article 4 de la directive prévoient, en outre, que :

« a) toutes les **sources** importantes quant au fond de la recommandation sont indiquées comme il convient, y compris l'émetteur concerné, ainsi que le fait que la recommandation a été le cas échéant communiquée à cet émetteur et modifiée suite à cette communication avant sa diffusion ;

« b) toute base ou **méthode** utilisée pour évaluer un instrument financier ou l'émetteur d'un instrument financier, ou pour fixer l'objectif de cours d'un instrument financier, est résumée d'une manière appropriée ;

---

<sup>1</sup> Certaines des sociétés qui furent l'objet des récents scandales boursiers, et au premier rang desquelles l'exemple emblématique d'Enron, étaient ainsi encore recommandées à l'achat quelques jours ou semaines avant l'annonce de leur faillite. Indépendamment des facteurs psychologiques qui peuvent inciter un analyste à persister à recommander à l'achat un titre qui connaît une période prolongée de baisse, il est apparu que les départements de recherche et d'analyse de certaines banques d'investissement avaient ainsi manqué à un élémentaire devoir de prudence et d'objectivité.

Plusieurs procédures de sanction et de transaction ont ainsi été mises en œuvre en 2003 par la Securities and Exchange Commission, l'autorité de régulation américaine.

« c) la **signification** de toute recommandation émise (telle que « acheter », « vendre » ou « conserver »), le cas échéant **l'horizon temporel** de l'investissement auquel se rapporte la recommandation, est expliquée d'une manière adéquate et que tout avertissement approprié sur les risques (y compris une analyse de sensibilité des hypothèses retenues) est indiqué ;

« d) il est fait référence à la **fréquence** prévue, le cas échéant, des mises à jour de la recommandation ainsi qu'à toute modification importante de la politique de couverture précédemment annoncée ;

« e) la **date** à laquelle la recommandation a été diffusée pour la première fois aux fins de distribution est indiquée clairement et de façon bien apparente, ainsi que la date et l'heure du cours indiqué pour tout instrument financier ;

« f) lorsqu'une recommandation diffère d'une recommandation concernant le même instrument financier ou le même émetteur émise au cours des douze mois précédents, ce **changement** et la date de cette recommandation antérieure sont indiqués clairement et d'une façon bien apparente ».

## 2) La mention des conflits d'intérêts éventuels avec l'émetteur

De manière analogue, les articles 5 et 6 de la directive précitée prévoient respectivement une norme générale et des obligations supplémentaires concernant la **mention des intérêts et des conflits d'intérêts** des personnes physiques et morales concernées par la fourniture de recommandations, c'est-à-dire « *toutes les relations et circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation, en particulier lorsque les personnes concernées ont un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation* ».

La réglementation des Etats membres doit être **proportionnée** à la longueur des recommandations ou à leur caractère éventuellement non écrit, et **les journalistes peuvent ne pas être soumis aux dispositions de la directive, dès lors que leur réglementation ou autorégulation produit des effets équivalents.**

Les exigences supplémentaires et très précises posées par l'article 6 prévoient également que les recommandations produites mentionnent clairement et d'une façon bien visible des informations relatives aux **liens capitalistiques et intérêts financiers significatifs** existants entre l'émetteur et la personne produisant ou diffusant des recommandations ou toute personne

morale qui lui est liée<sup>1</sup>, et le cas échéant, à certaines fonctions ou prestations que cette personne est susceptible d'assurer auprès de l'émetteur<sup>2</sup>.

*c) La diffusion de recommandations produites par des tiers*

L'article 7 de la directive prévoit que, lorsqu'une personne diffuse sous sa propre responsabilité une recommandation produite par un tiers, **l'identité** de cette personne soit indiquée clairement et d'une façon bien apparente dans la recommandation.

L'article 8 édicte une **norme générale** de diffusion d'une telle recommandation, en particulier dans les cas où une recommandation produite par un tiers est **substantiellement modifiée** dans l'information diffusée ou fait l'objet d'un résumé. Lorsque la modification substantielle consiste à **changer le sens directionnel** de la recommandation (une recommandation d'« acheter » devenant par exemple une recommandation de « conserver » ou de « vendre » par exemple, ou vice versa), **le diffuseur de la recommandation est alors assimilé à un producteur** et est soumis aux obligations énoncées aux articles 2 à 5 de la directive, dans la mesure où il ne s'agit plus simplement de retranscrire des faits, mais de fournir un nouveau commentaire constitutif d'une recommandation.

L'article 9 impose des obligations supplémentaires aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit, consistant notamment à ce qu'ils indiquent clairement et d'une façon bien apparente le nom de l'autorité compétente dont ils relèvent.

---

<sup>1</sup> Ces participations importantes incluent au moins les cas suivants :

- lorsque la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur ;

- lorsque l'émetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée.

Les Etats membres peuvent toutefois prescrire des seuils inférieurs à ce seuil de 5 %.

<sup>2</sup> Sont ainsi visés le fait que la personne produisant ou diffusant des recommandations ou toute personne morale qui lui est liée :

- soit un teneur de marché ou un apporteur de liquidités pour les instruments financiers de l'émetteur ;

- ait fait office, au cours des douze derniers mois, de chef de file ou de chef de file associé de toute offre d'instruments financiers de l'émetteur rendue publique ;

- soit partie à tout autre accord avec l'émetteur concernant la prestation de services de banque d'affaires, à condition que cela n'entraîne pas la mention d'informations commerciales confidentielles et que l'accord ait été en vigueur au cours des douze derniers mois ou ait donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours de la même période ;

- enfin, soit partie à un accord avec l'émetteur concernant la production de la recommandation.

## ***C. L'EXTENSION DU CHAMP DE COMPÉTENCE DU RÉGULATEUR PAR LA LOI DE SÉCURITÉ FINANCIÈRE***

### **1. Une activité déjà partiellement régie par les autorités boursières, anciennes ou actuelles**

Les analystes financiers peuvent exercer leur activité à titre indépendant, ou pour le compte de prestataires de services d'investissement (PSI) ou de sociétés de gestion de portefeuille<sup>1</sup>. Avant que la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 ne crée l'autorité unique de régulation qu'est l'Autorité des marchés financiers (AMF), les analystes travaillant pour des PSI ou des organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion **relevaient déjà indirectement du champ de compétence du Conseil des marchés financiers<sup>2</sup> (pour les PSI) et de la Commission des opérations de bourse** (pour les sociétés de gestion).

L'article L. 621-9 du code monétaire et financier, introduit par la loi de sécurité financière et relatif à la compétence de l'AMF s'agissant du respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreints les intermédiaires financiers, a consolidé ces dispositions<sup>3</sup> et **placé les analystes financiers dans le champ de compétences de l'AMF**.

### **2. Les apports de la commission des finances du Sénat lors de l'examen de la loi de sécurité financière**

Lors de l'examen de la loi de sécurité financière précitée, le Sénat, à l'initiative de votre rapporteur général, a entendu aller plus loin que les dispositions initialement proposées, pour **confier à l'AMF un véritable rôle de réglementation de la profession d'analyste**.

Le 11° de l'article L. 621-9 précité **étend ainsi le champ de compétence de l'AMF aux personnes produisant et diffusant des analyses financières, donc aux analystes financiers indépendants**, ce que ne prévoyait pas le projet de loi initial. Le Sénat avait également souhaité, en première lecture, que la profession soit définie dans le code monétaire et

---

<sup>1</sup> Ces analystes sont alors généralement qualifiés respectivement de « sell side » et « buy side ».

<sup>2</sup> Dans le titre II du règlement général du CMF concernant les prestataires de services d'investissement, les analystes financiers étaient ainsi mentionnés dans le chapitre IV relatif aux règles d'organisation ces prestataires.

Le règlement disposait également que les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'un prestataire habilité devaient être titulaires d'une carte professionnelle, attribuée par l'employeur, lorsqu'elles exerçaient les fonctions d'analyste financier.

<sup>3</sup> Les 1° et 7° de l'article L. 621-9 ont ainsi respectivement traité aux PSI agréés et aux organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion.

financier – ce qui a fait l’objet de l’article L. 544-1 du code monétaire et financier (cf. *infra*) – et qu’elle soit soumise au règlement général de l’AMF, tant pour ses conditions d’exercice professionnel que pour ses règles de bonne conduite.

Aux termes du VIII de l’article L. 621-7 du code monétaire et financier, **le règlement général de l’AMF fixe ainsi les conditions d’exercice de l’activité des personnes exerçant une activité indépendante d’analyse financière<sup>1</sup>** et « *les règles de bonne conduite s’appliquant aux personnes physiques placées sous l’autorité ou agissant pour le compte des personnes qui produisent et diffusent des analyses financières, à titre de profession habituelle, et les dispositions propres à assurer leur indépendance d’appréciation et la prévention des conflits d’intérêts* ». L’AMF fixe donc des règles déontologiques pour l’ensemble des analystes financiers collaborateurs d’intermédiaires financiers, mais ne détermine en revanche les conditions d’exercice professionnel que pour les analystes indépendants qui produisent et diffusent leur travail au sens explicité par l’article L. 544-1 précité.

Sur l’initiative de votre rapporteur général, la loi de sécurité financière a également inséré, dans le titre IV (« *Autres prestataires de services* ») du Livre V (« *Prestataires de services* ») du code monétaire et financier, un **chapitre IV relatif aux services d’analyse financière et aux agences de notation**, dont les articles L. 544-1 à L. 544-3 sont consacrés à l’analyse financière.

**L’article L. 544-1 définit l’analyse financière** comme l’activité exercée par « *toute personne qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l’épargne, en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l’évolution prévisible des dites personnes morales et, le cas échéant, sur l’évolution prévisible du prix des instruments financiers qu’elles émettent* ».

**Les dispositions de l’article L. 544-2 tendent à prévenir les conflits d’intérêts** et requièrent des dirigeants d’une entreprise qu’ils s’abstiennent de toute initiative auprès des analystes financiers dont ils rémunèrent les services, qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres, ou ceux de leurs actionnaires, au détriment d’une information sincère. Enfin l’article L. 544-3 impose aux services d’analyse financière (ainsi qu’aux agences de notation) de **conserver pendant 3 ans et de tenir à la disposition de l’AMF** tous les documents préparatoires à l’élaboration des publications diffusées sous leur responsabilité.

---

<sup>1</sup> C’est-à-dire les personnes, autres que celles mentionnées aux 1° et 7° du II de l’article L. 621-9, qui produisent et diffusent des analyses financières.

## **D. LES DISPOSITIONS DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF**

### **1. La réglementation afférente aux analystes financiers**

Le Livre III du règlement général de l'AMF, relatif aux prestataires financiers, comporte trois séries de dispositions réglementant la production et la diffusion d'analyses financières, selon qu'elles sont réalisées par un PSI ou une société de gestion employant des analystes, ou par des analystes indépendants. Sont ainsi transposées, parfois *in extenso*, certaines prescriptions de la directive 2003/125/CE précitée. **Elles ne posent pas de grandes difficultés, dans la mesure où elles correspondent aux pratiques de la plupart des analystes financiers.**

*a) Les analystes des PSI exerçant des activités autres que la gestion pour compte de tiers*

La première série de dispositions, figurant dans les articles 321-122 à 321-142 du chapitre III relatif aux PSI exerçant les services d'investissement autres que la gestion pour compte de tiers, fixe les **règles de bonne conduite applicables à la production ou à la diffusion d'analyses financières** par ces prestataires. L'article 321-122 prévoit ainsi un principe général et dispose que l'analyse financière est élaborée avec probité, équité et impartialité, est présentée de façon claire et précise, et est diffusée avec diligence afin de conserver son actualité. Les règles concernent :

- la **rémunération** des analystes (article 321-124<sup>1</sup>) ;

- l'identité des producteurs d'analyses et la norme générale concernant la **présentation équitable des analyses** donnant lieu à diffusion (articles 321-125 à 321-127), en des termes proches de ceux des articles 3 et 4 de la directive 2003/125/CE, précitée ;

- l'élaboration de l'analyse, l'indépendance de l'analyste et la **gestion des conflits d'intérêts** (articles 321-128 à 321-133). Le PSI doit ainsi se doter des procédures et des moyens adaptés à la détection des situations éventuelles de conflits d'intérêts impliquant l'analyse financière, et à la gestion des

---

<sup>1</sup> *Cet article dispose :*

« L'analyste ne peut percevoir de rémunération spécifique distincte pour une opération à laquelle il participe dans le cadre de l'activité du prestataire de services d'investissement relative :

« 1° A la prise ferme ;

« 2° Au placement ;

« 3° Au conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi qu'aux services concernant les fusions et le rachat d'entreprises ».

franchissements de la « muraille de Chine »<sup>1</sup>. Ces règles reprennent largement les prescriptions des articles 5 et 6 de la directive 2003/125/CE, notamment relatives aux liens capitalistiques et prestations autres que l'analyse financière existant entre le PSI concerné et l'émetteur ;

L'article 321-133 prévoit, en outre, que le PSI publie trimestriellement la part que représentent les recommandations diffusées d'« acheter », de « conserver », de « vendre » ou les recommandations formulées en des termes équivalents dans l'ensemble de ses recommandations, ainsi que la proportion des recommandations diffusées de même type portant sur les seuls émetteurs auxquels il a fourni divers services d'investissement ou connexes au cours des douze derniers mois ;

- l'adaptation des procédures relatives aux avertissements (articles 321-134 et 321-135), destinée à assurer que l'application des règles précitées soit **proportionnée** à la longueur de l'analyse diffusée ou à son caractère non écrit, conformément aux dispositions de la directive précitée ;

- la **diffusion** des analyses produites par le PSI ou par un tiers (articles 321-136 à 321-142) aux services internes et aux différentes catégories de clients.

*b) Les analystes des sociétés de gestion de portefeuille*

Les articles 322-80 à 322-84 du Livre III fixent les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille produisant ou diffusant des analyses financières.

L'article 322-80 pose un principe déontologique selon lequel « *la société de gestion de **portefeuille interdit à ses collaborateurs d'émettre des ordres sur un instrument financier pour leur compte propre, lorsqu'ils exercent la fonction d'analyste financier (...) et qu'ils sont susceptibles de produire une analyse sur l'émetteur de cet instrument financier ; la même interdiction s'applique à l'ensemble des instruments financiers relevant du secteur auquel appartient l'émetteur sur lequel l'analyse est susceptible de porter*** ».

L'article 322-81 prévoit que la société de gestion doit être dotée des procédures et des moyens adaptés à la détection des situations éventuelles de conflits d'intérêts impliquant l'analyse financière et à la gestion des

---

<sup>1</sup> L'article 321-129 prévoit ainsi que « l'analyse diffusée présente les relations et circonstances concernant l'analyste ou le prestataire de services d'investissement, **dont on peut raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de l'analyse**, en particulier lorsque le prestataire ou l'analyste ou toute personne qui a participé à l'élaboration de l'analyse a un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de l'analyse ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte l'analyse ».



franchissements de la « muraille de Chine »<sup>1</sup>. Les analystes qu'elle emploie et qui diffusent leurs opinions et recommandations à des personnes autres que les gérants de portefeuille de la société sont soumis à certaines des obligations (de présentation des analyses, de gestion des conflits d'intérêts, *etc.*) communes à l'ensemble des analystes. L'article 322-84 fait également référence au rôle du **déontologue** de la société de gestion.

*c) Les analystes indépendants*

Le Livre III comporte également un chapitre VII dont les dispositions concernent les « *analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement* » ni d'une société de gestion, c'est-à-dire les **analystes indépendants**, en application du VIII de l'article L. 621-7 du code monétaire et financier, précité. Plusieurs des dispositions afférentes aux services d'analyse des PSI leur sont applicables.

**2. Le respect par les analystes et journalistes financiers de la réglementation relative à l'abus de marché**

La **diffusion de fausses informations** constitue un manquement qui, dans le livre VI du règlement général de l'AMF, est constitutif d'un abus de marché. L'article 632-1 relatif aux manquements aux obligations d'information prévoit ainsi un principe général d'interdiction de diffusion en connaissance de cause d'informations fausses ou trompeuses<sup>2</sup>. Le second alinéa aborde indirectement la **responsabilité et les conflits d'intérêts des analystes financiers** et dispose que « *constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit*

---

<sup>1</sup> L'article 321-29 prévoit que les prestataires de services d'investissement doivent constituer un recueil comportant en particulier « les procédures connues sous le nom de « muraille de Chine », dont l'objet est de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles, notamment des informations privilégiées définies à l'article 621-1 ».

Ces procédures prévoient notamment :

« 1° L'organisation matérielle conduisant à la séparation des différentes activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts dans les locaux du prestataire habilité ;

« 2° Les conditions dans lesquelles le déontologue peut autoriser, dans des circonstances particulières, la transmission d'une information confidentielle d'un service à un autre ou le concours, au bénéfice d'un service, d'un collaborateur d'un autre service.

« Le déontologue surveille l'application des autorisations qu'il délivre ».

<sup>2</sup> Le premier alinéa dispose que « toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexacts, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexacts ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexacts ou trompeuses ».

*de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant.*

Le troisième et dernier alinéa de cet article traite la situation spécifique des **journalistes**, dont le non-respect de l'interdiction de diffusion d'informations fausses ou trompeuses **doit être apprécié en tenant compte de la réglementation applicable à cette profession**. L'insertion des journalistes dans la liste des professions concernées par le dispositif de répression de l'abus de marché a en effet suscité des **controverses**, au motif qu'elle était susceptible de porter atteinte à l'indépendance et à la déontologie des journalistes.

Le règlement général dispose néanmoins que « **ce non-respect est susceptible de constituer par lui-même un manquement dès lors que les intéressés retirent, directement ou indirectement un avantage ou des profits de la diffusion de telles informations** », de telle sorte que les journalistes financiers entrent bien dans le champ de compétence de l'AMF pour les manquements constitutifs de la diffusion d'une information fausse ou trompeuse, ce qui, en soi, constitue une forme de limite apportée à la liberté de la presse pour la défense légitime des intérêts des investisseurs.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

Le présent article tend à **transposer** les règles du dispositif communautaire sur l'abus de marché, prévues par les directives précitées 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et 2003/125/CE du 22 décembre 2003, relatives à la production ou à la diffusion de recommandations d'investissement portant sur un titre coté sur un marché réglementé. De nouveaux pouvoirs sont ainsi attribués à l'AMF et définis par son règlement général. Cet article définit également un **régime spécifique d'autorégulation pour les recommandations d'investissement produites ou diffusées par les journalistes**, afin de garantir la liberté de la presse et la liberté d'expression de cette profession.

Ainsi qu'il a été exposé dans la partie relative au droit existant, **l'AMF n'a pas de compétence pour édicter des règles applicables aux journalistes en tant que tels, dès lors que l'on sort du champ des manquements boursiers habituels** que sont les opération d'initiés, les manipulation de cours et la diffusion de fausse information. Elle n'est ainsi pas compétente pour édicter des règles de pratique professionnelle (présentation équitable, révélation de conflits d'intérêts) en-dehors du champ des professions qu'elle réglemente, et qui sont mentionnées au II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier, précité.

Il apparaît dès lors nécessaire de prévoir dans la loi, dans le respect des principes garantissant la liberté de la presse, **la base légale permettant à l'AMF de fixer de telles règles.**

**La directive laisse aux Etats membres le libre choix des modalités de transposition d'un tel régime.** Ils peuvent ainsi déterminer directement la réglementation applicable aux journalistes ou renvoyer à une auto-réglementation de la profession, qui peut prendre des formes très diverses. Il peut s'agir de codes de bonne conduite propres à chaque organe de presse ou de formes plus élaborées reposant sur des organes propres à la profession. Toutefois quel que soit le mode de transposition retenu, **les règles doivent être effectivement mises en œuvre et produire des résultats équivalents** à ceux prévus par le texte de la directive. Les Etats membres ont donc une obligation de résultat et une grande liberté de moyen.

Il n'existe pas en France, contrairement à plusieurs autres Etats membres (comme l'OFCOM au Royaume-Uni), d'autorité professionnelle chargée de faire respecter les règles déontologiques de la profession de journaliste et dotée d'un pouvoir de sanction. Le présent article prévoit donc que l'AMF sera compétente pour sanctionner les éventuels manquements aux règles relatives aux recommandations d'investissement.

**Cette compétence de droit commun donnée à l'AMF est néanmoins tempérée par la possibilité donnée aux professionnels de la presse de ne pas en relever s'ils adhèrent à une association créée à cet effet.** Cette mesure, fruit de longues négociations, tient compte de la volonté manifestée par les professionnels de la presse de ne pas être obligatoirement soumis au contrôle d'une autorité publique et de se voir reconnaître une capacité d'auto-réglementation.

Il convient de relever que, parmi les Etats membres qui ont déjà transposé la directive, **le Royaume-Uni a opté pour une autorégulation totale du secteur**, tandis que l'Allemagne et le Portugal ont mis en place une autorégulation, assortie de la possibilité d'une intervention future de l'autorité de marché si le nouveau mécanisme se révélait défaillant.

#### ***A. L'ENCADREMENT DES RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR L'AMF***

Les **I** et **II** du présent article tendent, respectivement, à compléter l'article L. 621-7 du code monétaire et financier, relatif aux domaines couverts par le règlement général de l'AMF, et donc au **champ de compétence de cette autorité**, et à insérer dans le même code un nouvel article L. 621-7-1, relatif aux **sanctions** encourues par les personnes produisant ou diffusant des recommandations d'investissement destinées au public.

## 1. L'extension du champ de compétences de l'AMF à l'ensemble des recommandations d'investissement

### *a) Les nouveaux champs rationae personae et rationae materiae de la réglementation des recommandations d'investissement*

Le I du présent article complète l'article L. 621-7 du code monétaire et financier, précité, par un IX dont le premier alinéa étend le pouvoir réglementaire de l'AMF, *via* son règlement général, à la détermination des règles applicables aux **recommandations d'investissement destinées au public**, et non plus aux seules analyses financières, régime qui résulte de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003. Ces dispositions ont principalement – mais pas exclusivement – vocation à s'appliquer aux **travaux des analystes financiers**, dont l'activité est déjà réglementée par l'AMF (cf. *supra*).

Le **champ *rationae materiae*** de la réglementation de l'AMF s'applique aux recommandations d'investissement **destinées au public**, d'une part, et « *portant sur tout émetteur dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un instrument financier qu'il émet* », d'autre part. Conformément à la directive 2003/125/CE précitée, et en particulier à son troisième considérant<sup>1</sup>, **la réglementation ne concernerait pas les recommandations personnalisées ou informelles**. Ce type de recommandations est en effet susceptible de relever, notamment, du régime du conseil en investissements financiers, qui fait l'objet de mesures législatives et réglementaires spécifiques. La référence à l'émetteur (qui doit être coté sur un marché réglementé, ce qui constitue un champ plus restreint que celui des personnes faisant appel public à l'épargne) ou à un instrument financier qu'il émet, en tant qu'objets de la recommandation, est également conforme à la pratique des professionnels, dont les préconisations portent sur une stratégie d'investissement et se réfèrent à une société cotée et/ou aux instruments financiers émis à l'occasion d'une opération particulière.

Le **champ *rationae personae*** concerne les recommandations « *produites ou diffusées par toute personne dans le cadre de ses activités professionnelles* », conformément à la distinction entre « production » et « diffusion » que prévoit la directive 2003/125/CE précitée. Si ces recommandations d'investissement doivent relever de l'exercice d'une profession, il n'est en revanche pas fait mention du caractère principal ou accessoire de cette activité. **La référence à « toute personne » permet de**

---

<sup>1</sup> *Qui dispose que* « les conseils en investissement, fournis sous la forme d'une recommandation personnelle à un client concernant une ou plusieurs opérations sur des instruments financiers (notamment des recommandations informelles d'investissement à court terme provenant des services commerciaux ou des services de négociation d'ordres d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit et adressées à leurs clients), qui ne sont pas susceptibles d'être rendus publics, **ne doivent pas être considérés en eux-mêmes comme des recommandations au sens de la présente directive** ».

**viser extensivement les professionnels impliqués dans la production ou la diffusion de recommandations d'investissement**, qu'elles émanent ou non des analystes financiers (cf. *infra*).

Le texte proposé pour le second alinéa du IX de l'article L. 621-7 prévoit qu'un **décret en Conseil d'Etat** précise les cas dans lesquels une information financière donnée au public constitue la production ou la diffusion d'une recommandation d'investissement, au sens des nouvelles dispositions précitées du premier alinéa. **Ce décret s'inspirera probablement des définitions posées par l'article premier de la directive 2003/125/CE précitée** (cf. *supra*, partie relative au droit existant), et précisera en particulier la portée de la notion de « recommandation d'investissement » dans un contexte d'activité journalistique (cf. *infra*).

*b) Une base juridique élargie par rapport au droit actuel*

Ainsi investie d'un champ de compétences élargi, l'AMF sera conduite à préciser dans son règlement général les règles afférentes à la présentation équitable des recommandations et à la communication au public d'éventuels conflits d'intérêts, conformément au nouveau régime communautaire prévu par les directives 2003/6/CE et 2003/125/CE.

Ainsi qu'il a été exposé *supra* (partie relative au droit existant), les analystes financiers, qui fournissent une grande partie des recommandations d'investissement, sont d'ores et déjà soumis à un régime législatif et réglementaire relativement étendu, et enrichi par la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003. **Le droit actuel ne couvre toutefois pas l'ensemble des configurations de production ou de diffusion de recommandations d'investissement envisagées par les deux directives précitées**, et en particulier :

- les recommandations produites par un analyste et **diffusées par des tiers** dont l'activité ne relève pas de l'analyse financière (tels que la presse, les médias audiovisuels ou les réseaux bancaires) ;

- et les **recommandations produites par d'autres professionnels que les analystes financiers** et qui ne sont donc que pour partie des analyses financières, cas qui concerne essentiellement les journalistes financiers.

Les dispositions proposées par le **I** du présent article permettent donc, en particulier via les références faites au « *public* » en tant que destinataire et à « *toute personne* » produisant ou diffusant les recommandations d'investissement, de fournir un nouveau fondement juridique à l'AMF pour établir le régime de **l'ensemble des recommandations d'investissement émanant de professionnels et ne consistant pas en des conseils personnalisés, quels que soient leur source de production et leur canal de diffusion**.

Il convient néanmoins de rappeler que, conformément à l'exclusion prévue par le dixième considérant de la directive 2003/125/CE (cf. *supra*), les avis et opinions émis par les **agences de notation de crédit**, telles que Standard & Poor's, Moody's et Fitch, **n'entrent pas dans le champ de cette réglementation.**

## **2. Les sanctions applicables aux professionnels produisant ou diffusant des recommandations d'investissement**

Le **II** du présent article tend à insérer un nouvel article L. 621-17-1 dans le code monétaire et financier, définissant le **régime de sanctions** applicables aux personnes produisant ou diffusant des recommandations d'investissement destinées au public dans le cadre de leur activité professionnelle.

Il importe néanmoins de relever, ainsi que l'a déjà identifié l'Assemblée nationale<sup>1</sup>, que **la création de cet article interfère avec un article portant le même numéro**, dont la création est prévue par l'article premier du projet de loi n° 267 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, adopté en première lecture par le Sénat le 2 mai 2005. Les modifications correspondantes ont de ce fait été adoptées par l'Assemblée nationale, lors de son examen en première lecture de ce projet de loi, le 27 juin 2005.

Les **manquements** concernés sont ceux aux règles prévues au IX de l'article L. 621-7 du code monétaire et financier, c'est-à-dire aux règles définies par le règlement général de l'AMF et portant sur le champ des recommandations d'investissement précédemment défini.

Les **sanctions** encourues sont celles prononcées par la commission des sanctions de l'AMF selon les modalités prévues aux I, a et b du III, IV et V de l'article L. 621-15 du même code. **Les I, IV et V<sup>2</sup> déterminent les**

---

<sup>1</sup> Cf. le rapport de première lecture n° 2342 de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur au fond pour la commission des finances de l'Assemblée nationale.

<sup>2</sup> « I. - Le collège examine le rapport d'enquête ou de contrôle établi par les services de l'Autorité des marchés financiers, ou la demande formulée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, ou par le président de la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance.

« S'il décide l'ouverture d'une procédure de sanction, il notifie les griefs aux personnes concernées. Il transmet la notification des griefs à la commission des sanctions, qui désigne un rapporteur parmi ses membres. La commission des sanctions ne peut être saisie de faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction.

« En cas d'urgence, le collège peut suspendre d'activité les personnes mentionnées aux a et b du II contre lesquelles des procédures de sanction sont engagées.

« Si le collège transmet au procureur de la République le rapport mentionné au premier alinéa, le collège peut décider de rendre publique la transmission. (...)

**étapes de la procédure contradictoire de sanction** mise en œuvre par le collège puis par la commission des sanctions de l'Autorité : rapport d'enquête ou de contrôle, ouverture, notification des griefs, suspension d'activité des personnes incriminées en cas d'urgence, prononcé de la sanction, publicité.

Les sanctions elles-mêmes sont définies par les a et b du III de l'article L. 621-15, et sont distinctes selon que le professionnel concerné est une personne physique ou morale. Il s'agit :

- pour les **personnes morales**<sup>1</sup>, de l'avertissement, du blâme, et de l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis. La commission des sanctions peut également prononcer, à la place ou en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Ces sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public ;

- pour les **personnes physiques**<sup>2</sup>, de l'avertissement, du blâme, du retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, et de l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités. Comme pour les personnes morales, la commission des sanctions peut prononcer, à la place ou en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur, selon les cas, à 300.000 euros, à 1,5 million d'euros, au quintuple ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés.

**Ces sanctions ne visent que les seuls professionnels**, conformément à la définition des recommandations d'investissement posée par le texte proposé pour le IX de l'article L. 621-7 du code monétaire et financier, et ne

---

« IV. - La commission des sanctions statue par décision motivée, hors la présence du rapporteur. Aucune sanction ne peut être prononcée sans que la personne concernée ou son représentant ait été entendu ou, à défaut, dûment appelé.

« V. - La commission des sanctions peut rendre publique sa décision dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées ».

<sup>1</sup> Aux termes du II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier, il s'agit des PSI agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ; des personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers ; des dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers ; des membres des marchés réglementés mentionnés à l'article L. 421-8 ; des entreprises de marché ; des chambres de compensation d'instruments financiers ; des organismes de placements collectifs et leurs sociétés de gestion ; des intermédiaires en biens divers ; des personnes produisant et diffusant des analyses financières et des dépositaires d'organismes de placement collectif.

<sup>2</sup> Il s'agit des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes morales précitées.

concernent donc pas les non professionnels mentionnés au c du III de l'article L. 621-15<sup>1</sup>.

### ***B. L'AUTORÉGULATION DE L'ACTIVITÉ DES JOURNALISTES PAR UNE ASSOCIATION AD HOC***

Si le régime de droit commun des recommandations d'investissement destinées au public ressortit à la compétence de l'AMF, les négociations menées par le gouvernement et l'AMF avec les professionnels (agences de presse, éditeurs de presse et de services audiovisuels, associations représentatives, fournisseurs de contenu sur Internet, *etc.*) ont abouti à un **régime spécifique pour les journalistes de la presse écrite et de l'audiovisuel.**

Ces dispositions particulières reposent sur le choix d'une **autorégulation** des professionnels concernés, qui adhèreraient à une association *ad hoc* chargée d'établir et de faire respecter un code de bonne conduite. Un tel dispositif tend à rappeler le choix de l'« autorégulation encadrée » que traduisait la loi de sécurité financière, précitée, pour le nouveau régime des **conseillers en investissements financiers**, mais il demeure plus souple. **L'AMF joue toutefois un rôle réel dans le nouveau dispositif, qui est donc plus encadré qu'une autorégulation au sens strict.**

Le **III** du texte proposé par le présent article tend donc à insérer, après l'article L. 621-30 du code monétaire et financier qui constitue la section 6 (intitulée « *Voies de recours* ») du chapitre relatif à l'AMF, une section 7 relative aux « *recommandations d'investissement produites ou diffusées dans le cadre d'une activité journalistique* ».

#### **1. La portée de la notion de recommandation d'investissement dans les médias**

*a) La directive 2003/125/CE prévoit la possibilité d'une réglementation autonome des journalistes*

Ainsi qu'il a été précisé *supra*, l'article premier de la directive 2003/125/CE précitée donne une définition de la recommandation d'investissement, aux termes de laquelle ce type de travaux de recherche ou d'information peut recommander ou suggérer une stratégie d'investissement de **manière explicite ou implicite**. Il importe toutefois de rappeler que la

---

<sup>1</sup> La sanction encourue pour ces personnes est une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés.



portée de cette dernière caractéristique est modulée, selon que **les personnes qui produisent des recommandations d'investissement le font ou non à titre principal**. Les premières, qui désignent en réalité les analystes financiers, sont soumises à des règles supplémentaires qui s'avèreraient très contraignantes pour les entreprises de presse et les journalistes.

La Commission européenne a néanmoins confirmé que si ces règles supplémentaires devaient s'appliquer à un journal, pour éviter notamment qu'un analyste ne publie ses travaux sous la forme d'une publication de presse afin d'échapper aux règles les plus contraignantes, **tel n'était pas le cas s'agissant d'une activité journalistique « normale »**. De fait, les articles 4 et 6 de la directive, relatifs aux obligations supplémentaires concernant la présentation équitable des recommandations et la mention des conflits d'intérêt, ne disposent pas que celles-ci doivent faire l'objet d'une « *autorégulation équivalente appropriée* » pour les journalistes.

Il en résulte, par exemple, que **la confidentialité des sources des journalistes demeure préservée**, dans la mesure où l'obligation de mentionner « *toutes les sources importantes quant au fond de la recommandation* », prévue par l'article 4, ne concerne que les analystes financiers indépendants, les PSI, et de manière générale toute personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations.

Plusieurs dispositions de la directive font, en outre, référence au **nécessaire respect des dispositions constitutionnelles en matière de liberté de la presse** et de liberté d'expression dans les médias (considérant 11), et à la possibilité pour les Etats membres de soumettre les journalistes à un traitement distinct des autres producteurs de recommandations d'investissement, consistant en une « *réglementation équivalente (...), y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires* » (paragraphe 4 des articles 2 et 3 de la directive).

*b) Les deux limites inhérentes à l'activité journalistique au regard de la notion de recommandation d'investissement*

Le **décret en Conseil d'Etat**, prévu dans le texte proposé par le I du présent article pour le second alinéa du IX de l'article L. 621-7 du code monétaire et financier et qui donnera une définition précise de la production ou de la diffusion d'une recommandation d'investissement, **devrait tenir compte de deux limites pour son application à l'activité journalistique**, compte tenu des dispositions communautaires précitées.

La **première limite** résiderait dans le fait que les recommandations d'investissement ont une portée beaucoup plus limitée que lorsqu'il s'agit des professionnels de l'analyse financière. Ne sont en effet visés que les articles ou les interventions à la radio ou à la télévision, qui comportent une recommandation d'investissement **directe et explicite**, telle que « acheter », « vendre », « conserver » ou un équivalent. Sont en revanche exclues les analyses qui ne comportent que des suggestions **implicites** ou des commentaires sur la qualité d'un émetteur ou sur l'évolution du cours de ses titres.

L'exposé des motifs du présent article, qui se montre plus détaillé qu'à l'accoutumée, précise dès lors que « *« sont par conséquent exclues du champ d'application de ces règles toutes les formes du travail journalistique qui consistent à assurer une couverture rédactionnelle ou à rapporter des informations relatives à un émetteur ou à ses titres. Le métier de journaliste qui consiste, lorsqu'il se réfère aux travaux d'analystes financiers, à « éditorialiser » sa production en sélectionnant, analysant, mettant en perspective et recoupant des éléments factuels collectés, quelle qu'en soit la source, n'est donc pas visé dès lors qu'il ne comporte aucune recommandation d'investissement directe et explicite. Il convient ainsi de distinguer la nouvelle de presse qui porte sur une recommandation d'investissement et la recommandation elle-même, qui vise à conseiller les personnes à l'attention desquelles elle est diffusée ».*

La **seconde limite** a trait à la seule **diffusion** de recommandations d'investissement par la presse ou les médias, qui selon l'exposé des motifs « *doit s'entendre comme ne visant que les cas où la recommandation a été effectivement diffusée dans le public par ce canal* ». Ainsi, la simple mention d'une recommandation faite par un tiers, mais déjà diffusée par un autre canal d'information, ne saurait être considérée comme de la diffusion, quand bien même l'auteur serait cité. L'exposé des motifs précise cependant que la publication d'un entretien avec un analyste financier ou la diffusion *in extenso* d'une analyse financière, dès lors qu'elles seraient considérées comme des recommandations d'investissement, seraient bien des cas de diffusion. Dans ce cas, **les obligations pesant sur le diffuseur resteraient néanmoins limitées** et consisteraient pour l'essentiel à indiquer précisément le nom de la personne qui a produit cette recommandation.

Le champ d'application de la nouvelle réglementation devrait donc être limité à la presse spécialisée en matière financière et à certaines émissions audiovisuelles ou aux sites Internet. **L'adhésion à l'association dédiée constitue néanmoins la condition du bénéfice d'une réglementation assouplie.** Les non adhérents ou les membres exclus de l'association en cas de récidive (cf. *infra*) **retomberaient donc dans le champ du droit commun de l'AMF.**

## 2. Le champ des adhérents à l'association

Le texte proposé par le **III** du présent article pour l'article L. 621-31 du code monétaire et financier prévoit que **certaines personnes morales et physiques exerçant une activité journalistique ne sont pas soumises aux règles et sanctions afférentes aux recommandations d'investissement**, prévues par les articles L. 621-7 et L. 621-17-1<sup>1</sup> du code monétaire et financier (et qui font l'objet des I et II du présent article), lorsqu'elles adhèrent à l'association constituée dans les modalités et selon les conditions prévues à l'article L. 621-32 du même code.

Les **entreprises** concernées sont celles impliquées dans les différents médias audiovisuels, au seul titre de leurs activités journalistiques. Il s'agit :

- des **éditeurs et publications de presse**, au sens de la loi n° 86-897 du 1<sup>er</sup> août 1986 modifiée portant réforme du régime juridique de la presse, dont l'article 2 définit l'entreprise éditrice comme « *toute personne physique ou morale ou groupement de droit éditant, en tant que propriétaire ou locataire-gérant, une publication de presse* ». L'article premier de cette loi définit, en outre, la « *publication de presse* » comme « *tout service utilisant un mode écrit de diffusion de la pensée mis à la disposition du public en général ou de catégories de publics et paraissant à intervalles réguliers* » ;

- des **éditeurs de service de radio ou de télévision**, au sens de la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 modifiée relative à la liberté de communication. L'article 2 de cette loi définit les services de télévision et de radio comme « *tout service de communication au public par voie électronique destiné à être reçu simultanément par l'ensemble du public ou par une catégorie de public et dont le programme principal est composé d'une suite ordonnée d'émissions comportant (...)* », respectivement, soit des images et des sons, soit des sons ;

- des **éditeurs de services de communication au public en ligne**, au sens de la loi n° 2004-575 du 22 juin 2004 pour la confiance dans l'économie numérique, dont l'article premier donne la définition suivante : « *toute transmission, sur demande individuelle, de données numériques n'ayant pas un caractère de correspondance privée, par un procédé de communication électronique permettant un échange réciproque d'informations entre l'émetteur et le récepteur* » ;

- et des **agences de presse**, au sens de l'ordonnance n° 45-2646 du 2 novembre 1945 modifiée portant réglementation provisoire des agences de presse. Aux termes de son article premier, les agences de presse sont « *les organismes privés qui fournissent aux journaux et périodiques, des articles,*

---

<sup>1</sup> Le texte du présent article comporte à cet égard une erreur matérielle, puisqu'il vise l'article L. 621-7-1 du code monétaire et financier.

*informations, reportages, photographies et tous autres éléments de rédaction et qui tirent leurs principales ressources de ces fournitures ».*

A titre d'exemple, plusieurs publications hebdomadaires, telles que Le Revenu, Investir, le Journal des Finances ou La Vie financière, seraient susceptibles de devoir appliquer ces règles, ainsi que quelques émissions de télévision ou de radio et un certain nombre de sites Internet.

Les **personnes physiques** susceptibles d'être exemptées des règles précitées sont les journalistes, au sens de l'article L. 761-2<sup>1</sup> du code du travail, lorsqu'ils exercent leur profession dans une ou plusieurs des entreprises adhérentes de l'association. **Il n'est en revanche pas prévu que les journalistes puissent eux-mêmes adhérer à l'association**, dans la mesure où ils ne sont pas susceptibles d'encourir à titre personnel les sanctions prononcées par cette dernière (cf. *infra*).

### 3. L'établissement d'un code de bonne conduite

Le texte proposé par le **III** du présent article pour l'article L. 621-32 du code monétaire et financier définit les modalités de constitution et le rôle de l'association. Aux termes du texte proposé pour le premier alinéa de cet article, l'association serait constituée, par les adhérents dont la liste exclusive a été exposée *supra*, conformément à la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901 relative au contrat d'association.

La disposition la plus importante de cet article L. 621-32 figure dans son deuxième alinéa, qui dispose que **l'association établit un code de bonne conduite, pièce maîtresse du nouveau dispositif**. Ce code doit permettre de satisfaire aux obligations imposées par la directive 2003/125/CE précitée (à laquelle la rédaction proposée fait explicitement référence) en matière de présentation équitable des recommandations d'investissement et de mention des conflits d'intérêts, pour les personnes dont la production de recommandations d'investissement n'est pas l'activité principale.

---

<sup>1</sup> Cet article définit ainsi le journaliste professionnel :

« Le journaliste professionnel est celui qui a pour occupation principale, régulière et rétribuée l'exercice de sa profession dans une ou plusieurs publications quotidiennes ou périodiques ou dans une ou plusieurs agences de presse et qui en tire le principal de ses ressources.

« Le correspondant, qu'il travaille sur le territoire français ou à l'étranger, est un journaliste professionnel s'il reçoit des appointements fixes et remplit les conditions prévues au paragraphe précédent.

« Sont assimilés aux journalistes professionnels les collaborateurs directs de la rédaction : rédacteurs-traducteurs, sténographes-rédacteurs, rédacteurs-reviseurs, reporters-dessinateurs, reporters-photographes, à l'exclusion des agents de publicité et de tous ceux qui n'apportent, à un titre quelconque qu'une collaboration occasionnelle ».

Il doit ainsi définir les règles spécifiques destinées à garantir le respect de ces obligations par les adhérents de l'association, lorsqu'ils « *produisent ou diffusent des recommandations d'investissement destinées au public et portant sur les instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur leur émetteur* ». **Bien que ce code ne fasse pas l'objet d'un visa de l'AMF** (que votre rapporteur général vous proposera par voie d'amendement), **cette dernière est néanmoins déjà impliquée de manière informelle dans l'élaboration de ses lignes directrices.**

Le texte proposé pour le troisième alinéa de l'article L. 621-32 désigne les personnes responsables de l'application de ce code et prévoit que « *le directeur de la publication ou, à défaut, le représentant légal de l'entreprise adhérente s'assure de la bonne application des règles définies dans le code de bonne conduite par les journalistes qui exercent leur profession sous sa responsabilité* ».

#### **4. Le pouvoir de sanction disciplinaire de l'association**

Le respect des obligations qui seront édictées dans le code de bonne conduite implique que la nouvelle association puisse disposer d'un **pouvoir de sanction disciplinaire** à l'encontre de ses membres, conformément au droit commun des associations, ce qui fait l'objet du texte proposé par le **III** du présent article pour les nouveaux articles L. 621-33 à L. 621-35 du code monétaire et financier. **Ces sanctions seront donc prononcées par l'association et non par l'AMF, mais cette dernière est impliquée à plusieurs stades de la procédure.**

Ce pouvoir autonome de sanction constitue une caractéristique inédite dans le secteur des médias. **La nouvelle association disposerait en effet de pouvoirs plus étendus qu'un organisme tel que le Bureau de vérification de la publicité (BVP)**, qui est également une association interprofessionnelle, indépendante des pouvoirs publics et chargée de l'autodiscipline de la publicité en France. **Le BVP n'a toutefois pas de pouvoir coercitif** : il conseille ses adhérents, émet des recommandations énonçant des règles déontologiques encadrant la publicité, est saisi de tous les projets d'annonces publicitaires télévisées, délivre un avis et peut demander aux annonceurs le retrait ou la modification de toute publicité télévisuelle qui lui semblerait contraire aux principes déontologiques.

Selon le gouvernement, la création de la présente association représente donc une étape importante, fruit d'un long compromis, dans un secteur dont les professionnels sont traditionnellement attachés à une grande indépendance à l'égard de toute emprise des pouvoirs publics.

*a) L'association de l'AMF et du CSA en amont de la procédure*

Tout fait constitutif d'un manquement d'un adhérent de l'association aux règles du code de bonne conduite est susceptible, selon le texte proposé pour le premier alinéa de l'article L. 621-33 du code monétaire et financier, de faire l'objet de **deux voies de saisine** : soit d'office par l'association, soit *via* l'AMF qui saisirait l'association. **Cette implication de l'AMF dans l'identification et la sanction des manquements constitue un aspect déterminant de la crédibilité du nouveau dispositif**, et on peut estimer que la plupart des saisines émaneront de l'Autorité, qui dispose de l'expérience de la régulation.

**L'autorité de régulation du secteur audiovisuel est légitimement associée en amont, lors de l'identification des manquements** commis par certains adhérents de l'association. Le deuxième alinéa de l'article L. 621-33 prévoit ainsi que le Conseil supérieur de l'audiovisuel (CSA), lorsqu'il a connaissance d'un fait susceptible de constituer un manquement imputable à une entreprise éditrice de services de radio ou de télévision, **en avertit immédiatement l'AMF** afin que cette dernière puisse procéder à une enquête, au terme de laquelle elle saisira éventuellement l'association. Cette procédure d'« alerte » du CSA serait mise en place par dérogation aux articles 42 et suivants<sup>1</sup> de la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 modifiée relative à la liberté de communication, précitée.

Il importe ici de préciser que **les sanctions ne seraient pas appliquées aux journalistes**, mais aux entreprises adhérentes ou à leur représentant. Ce mécanisme est inspiré de celui afférent aux délits de presse, sans pour autant que le même système de responsabilité « en cascade » le long de la chaîne de production et de diffusion (des directeurs de publication ou éditeurs aux distributeurs ou vendeurs) soit prévu. L'applicabilité de ces sanctions est cohérente avec les responsabilités prévues par le troisième alinéa de l'article L. 621-32 (cf. *supra*), qui reposent sur le directeur de la publication ou le représentant légal de l'entreprise adhérente.

*b) Le respect des droits de la défense*

Conformément à l'ordre public, à la jurisprudence et aux prescriptions de la Convention européenne des droits de l'homme, le troisième et dernier alinéa de l'article L. 621-33 prévoit que l'association **respecte le principe du contradictoire** à l'égard de la ou des personnes incriminées, qui sont en droit de connaître les faits qui leur sont reprochés ainsi que les sanctions encourues.

---

<sup>1</sup> Les articles 42 à 42-11 de cette loi concernent les procédures de mise en demeure et de sanction que le CSA peut prononcer à l'encontre des éditeurs de services de radio, de télévision ou de communication audiovisuelle, ainsi que des opérateurs de réseaux satellitaires.

Lorsqu'elle est saisie ou qu'elle se saisit de tout fait susceptible de constituer un manquement, l'association doit dès lors inviter les personnes intéressées (les entreprises adhérentes, leur directeur de la publication ou, à défaut, leur représentant légal) à présenter leurs observations. A l'issue de cette procédure contradictoire, l'association peut prononcer une sanction à l'encontre de la ou des personnes concernées.

Le texte proposé pour le septième alinéa de l'article L. 621-34 du code monétaire et financier complète ces dispositions sur le **respect des droits de la défense** en précisant qu' « aucune sanction ne peut être prononcée sans que la personne poursuivie ou son représentant ait été entendue ou, à défaut, dûment appelée »; selon une formulation inspirée de celle prévue par le IV de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier<sup>1</sup> pour la procédure de sanction de l'AMF. La personne poursuivie pourra ainsi présenter ses observations et préparer sa défense.

*c) L'échelle et le prononcé des sanctions*

Le texte proposé par le **III** du présent article pour l'article L. 621-34 du code monétaire et financier précise la nature des sanctions et les modalités de décision de l'association, qui doit en informer l'AMF. Le dernier alinéa de cet article dispose que les modalités de déclenchement et de déroulement de la procédure de sanction sont fixées par les statuts de l'association.

Le premier alinéa de l'article L. 621-34 dispose que l'association doit respecter un **principe de proportionnalité des sanctions** prises à l'encontre de ses adhérents, en fonction de la gravité du manquement. Les deuxième à sixième alinéas précisent la gradation des sanctions, qui peuvent être : l'avertissement, le blâme, l'insertion obligatoire d'un avis ou d'un communiqué dans le support concerné, la diffusion d'un communiqué à l'antenne, ou l'exclusion temporaire ou définitive.

Cette dernière sanction, particulièrement dissuasive dans la mesure où elle conduirait la personne concernée à s'inscrire dans le champ de compétence de droit commun de l'AMF (défini par le I du présent article), peut toutefois n'être prononcée que **dans deux cas de figure** : lorsque l'adhérent concerné n'exécute pas une sanction prononcée à son encontre, et lorsque l'adhérent a déjà été sanctionné de façon répétée pour des manquements.

---

<sup>1</sup> « La commission des sanctions statue par décision motivée, hors la présence du rapporteur. Aucune sanction ne peut être prononcée sans que la personne concernée ou son représentant ait été entendu ou, à défaut, dûment appelé ».

Le **déla**i dans lequel l'association doit se prononcer est de **trois mois** à compter de sa saisine. Un second délai d'un mois court à compter de cette décision, dans lequel l'association doit en **informer l'AMF**. En l'absence de décision prise dans le délai de trois mois, l'association est réputée ne pas avoir fixé de sanction.

Le neuvième alinéa de l'article L. 621-34 envisage les modalités de publicité de la décision (de sanction ou de relaxe), dans les « *publication, journaux ou supports* » que l'association désigne. **Cette publicité ne constitue pas une obligation**, et dans le cas où l'association décide de rendre publique sa décision, les frais y afférents sont supportés par l'adhérent sanctionné.

*d) Des voies de recours non précisées*

En l'absence de précision donnée par le texte proposé pour l'article L. 621-34 du code monétaire et financier sur les voies de recours des adhérents contre la décision de sanction prononcée par l'association à leur encontre, le droit commun a vocation à s'appliquer. L'association n'étant ni investie d'une mission de service public, ni dotée de prérogatives de puissance publique, **le juge compétent serait le juge judiciaire**, et plus particulièrement le tribunal de grande instance du lieu du siège social de l'association.

S'il constate qu'une **irrégularité** a été commise durant la procédure de sanction (violation des statuts, disproportion de la sanction, non-respect des droits de la défense, *etc.*), le juge est habilité à annuler la sanction, et le cas échéant, à allouer des dommages et intérêts à la personne sanctionnée.

## **5. La transmission d'un rapport annuel à l'AMF**

Le texte proposé par le **III** du présent article pour l'article L. 621-35 du code monétaire et financier prévoit que l'association établit chaque année un rapport annuel faisant le bilan de son activité, qu'elle transmet à l'AMF. **Il pourrait être utile de prévoir également que l'AMF formule ses observations sur cette activité dans son propre rapport annuel.**

## **III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

Sur proposition de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, et avec l'avis favorable du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté les **sept amendements** suivants :



- un amendement de **précision** au texte proposé par le **II** du présent article pour le nouvel article L. 621-17-1 du code monétaire et financier, tendant à substituer une référence globale à l'article L. 621-15 du même code, relatif aux différentes sanctions administratives susceptibles d'être prises par l'AMF, à la référence aux seuls I, a et b du III, IV et V de cet article. En ne renvoyant qu'à une partie de l'article L. 621-15 pour déterminer les sanctions applicables en cas de manquement aux règles relatives aux recommandations d'investissement, **la rédaction de cet article est source d'ambiguïtés**, dans la mesure où l'absence de renvoi au c du II de cet article expose l'AMF au risque de ne pouvoir prononcer des sanctions à l'encontre des personnes ne relevant pas du champ des professions réglementées. De même, l'absence de renvoi au c du II de l'article L. 621-15 ne permettrait pas à l'AMF de prononcer des sanctions, dans le cadre du nouveau régime des recommandations d'investissement, à l'encontre des personnes auteurs de pratiques contraires aux règles relatives à l'« *information des investisseurs* » et aux abus de marché ;

- un amendement tendant à proposer une nouvelle rédaction pour le premier alinéa du nouvel article L. 621-31 du code monétaire et financier, relatif à l'exemption des règles et sanctions afférentes aux recommandations d'investissement pour les personnes adhérant à l'association créée dans le cadre de l'autorégulation des journalistes. Cet amendement contribue à **corriger une erreur matérielle** en remplaçant la référence à l'article L. 621-7-1 du code monétaire et financier par une référence à l'article L. 621-17-1 (créé par le II du présent article) du même code. Il tend, en outre, à préciser que la définition par le futur décret en Conseil d'Etat des recommandations d'investissement destinée au public sera **opposable à cette association**. La référence à ce décret, mentionné dans le second alinéa de l'article L. 621-7 du code monétaire et financier qui est créé par le I du présent article, ne figure ainsi plus dans les exemptions prévues dans le texte proposé pour le premier alinéa de l'article L. 621-31 ;

- la correction de **deux erreurs matérielles de référence** dans le texte proposé pour les premier et deuxième alinéas de l'article L. 621-33 du code monétaire et financier, relatif aux voies de saisine de la nouvelle association et au respect des droits de la défense des personnes incriminées ;

- un amendement de **précision** au texte proposé pour le premier alinéa de l'article L. 621-34 du code monétaire et financier, relatif au pouvoir et à la procédure de sanction de la nouvelle association. Il précise que l'association prononce des **sanctions non à l'égard de ses « adhérents », qui sont uniquement des entreprises, mais à l'égard « des entreprises adhérentes, de leur directeur de la publication ou, à défaut, de leur représentant légal »**, conformément aux dispositions du dernier alinéa du nouvel article L. 621-33, qui précise que l'association invite ces mêmes personnes à présenter leurs observations lorsqu'elles sont soupçonnées de manquement ;

- **deux amendements rédactionnels** au texte proposé pour les sixième et huitième alinéa de l'article L. 621-34 précité.

**Votre rapporteur général approuve l'ensemble de ces dispositions**, en particulier celles tendant à rendre la définition réglementaire des recommandations d'investissement opposable à la future association des médias financiers, qui sont de nature à renforcer la crédibilité et la déontologie des journalistes participant à la production ou à la diffusion de telles recommandations.

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

##### ***A. GARANTIR LE PROFESSIONNALISME DES MÉDIAS FINANCIERS***

Votre rapporteur général conçoit bien les motifs qui ont conduit le gouvernement, en conformité avec les marges de manœuvre laissées aux Etats membres par la directive 2003/125/CE, à proposer un dispositif d'auto-régulation des médias produisant ou diffusant des recommandations d'investissement. **Cette autorégulation n'est pas totale et le cadre proposé par le présent article présente un certain nombre de garanties** pour le public destinataire des recommandations, tenant en particulier à l'association de l'AMF à différentes étapes de l'activité de l'association (saisine, information sur les sanctions prises, transmission du rapport annuel). **Ces garanties pourraient toutefois être encore renforcées**, et votre rapporteur général vous propose à cet égard **trois amendements**.

Bien que les journalistes financiers aient été beaucoup moins impliqués dans les scandales récents que les analystes financiers, ces derniers étant il est vrai plus exposés du fait de l'impact de leurs travaux sur les décisions des investisseurs les plus actifs et les plus influents, votre rapporteur général souhaite insister sur la nécessaire **vigilance** du régulateur et du ministère à l'égard de l'impact des recommandations fournies par les journalistes. **Il serait en effet paradoxal que leur nouveau régime se montre trop souple**, alors que leurs recommandations sont généralement – et de façon logique – le fruit de travaux moins approfondis que ceux des analystes exerçant à titre indépendant ou pour le compte de PSI, et s'adressent prioritairement à un public d'investisseurs individuels plus influençables ou moins aguerris aux techniques financières.

En d'autres termes, **le principe de la liberté d'expression des médias si souvent mis en exergue ne doit pas se convertir en un alibi à un manque de professionnalisme ou à une vulgarisation hâtive.** A cet égard, il importe que le futur code de bonne conduite établisse des règles claires sur la méthodologie (objectifs de cours, modalités de calcul de la performance des portefeuilles « virtuels », distinction entre opinion et « compilation » d'informations, mention équitable des conseils « gagnants » et « perdants », etc.) et les sources d'informations des journalistes. Il serait également opportun que l'association puisse à terme mettre en place un **médiateur**, à l'image de ce qu'ont déjà réalisé de nombreuses autres associations professionnelles du secteur financier.

Votre rapporteur général souhaite enfin que les compléments apportés par le présent article à un régime déjà étoffé de l'activité des analystes financiers contribuent à consolider la crédibilité de cette profession et **l'émergence de pôles de recherche français compétitifs à l'égard des établissements anglo-saxons**, conformément à la bonne réputation dont jouissent les professionnels français dans le domaine de la modélisation et des mathématiques financières. Il s'agit là d'un **enjeu déterminant pour la pérennité de notre industrie financière et son maintien sur notre territoire**, indépendamment du mouvement de concentration des places boursières à l'échelle européenne.

## ***B. LES AMENDEMENTS PROPOSÉS***

### **1. Accroître l'implication de l'AMF dans le nouveau dispositif de régulation de l'activité journalistique**

Afin de renforcer la crédibilité et l'efficacité du régime spécifique afférent aux recommandations d'investissement produites dans le cadre d'une activité journalistique, votre rapporteur général vous propose **deux amendements** tendant à associer davantage l'AMF à la constitution et au suivi du dispositif, et donc à mieux encadrer l'autorégulation proposée, sans pour autant remettre fondamentalement en cause l'équilibre atteint :

- le premier amendement complète le texte proposé pour le deuxième alinéa de l'article L. 621-32 du code monétaire et financier, relatif à l'établissement d'un code de bonne conduite par l'association *ad hoc* créée par le présent article, afin de prévoir que **les règles déontologiques de ce code soient soumises à l'approbation préalable de l'AMF**. Votre rapporteur général entend ainsi s'inspirer du dispositif d'autorégulation encadré mis en place pour les conseillers en investissements financiers (CIF), qui aux termes

de l'article L. 541-5 du code monétaire et financier<sup>1</sup>, doivent adhérer à des associations représentatives dont le code de bonne conduite est approuvé par l'Autorité. **Le régime des CIF demeure en toute hypothèse plus strict que celui des journalistes financiers**, notamment dans la mesure où ces conseillers ont une obligation d'adhésion à une association agréée, sont enregistrés par leur association sur une liste transmise à l'AMF, et où les prescriptions minimales du code de bonne conduite des associations sont fixées tant par le règlement général de l'AMF que par la loi<sup>2</sup> ;

- le second amendement complète le texte proposé pour l'article L. 621-35 du code monétaire et financier, afin de prévoir que l'AMF, dans son rapport annuel, émette ses observations et suggestions d'améliorations sur l'activité de l'association, en se fondant sur le bilan annuel que cette dernière lui remet. **Cette disposition, sans pour autant prévoir un rapport spécifique, s'inspire de celles prévues pour les agences de notation** (qui sont elles-mêmes des entités autorégulées) par l'article L. 544-3 du même code, qui dispose que « *l'Autorité des marchés financiers publie chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers* ».

---

<sup>1</sup> *Le premier alinéa de cet article dispose ainsi que « tout conseiller en investissements financiers doit adhérer à une association chargée de la représentation collective et de la défense des droits et intérêts de ses membres. Ces associations sont agréées par l'Autorité des marchés financiers en considération, notamment, de leur représentativité et de leur aptitude à remplir leurs missions. Elles doivent avoir fait approuver par l'Autorité des marchés financiers les conditions de compétence et le code de bonne conduite auxquels sont soumis leurs membres ».*

<sup>2</sup> *L'article L. 541-5 précité dispose ainsi également que « ce code doit respecter un minimum de prescriptions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers obligeant notamment les conseillers en investissements financiers à :*

« 1° Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients ;  
« 2° Exercer leur activité, dans les limites autorisées par leur statut, avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent au mieux des intérêts de leurs clients, afin de leur proposer une offre de services adaptée et proportionnée à leurs besoins et à leurs objectifs ;  
« 3° Etre dotés des ressources et procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités et mettre en oeuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité ;  
« 4° S'enquérir, avant de formuler un conseil, de la situation financière de leurs clients, de leur expérience et de leurs objectifs en matière d'investissement ;  
« 5° Communiquer aux clients, d'une manière appropriée, la nature juridique et l'étendue des éventuelles relations entretenues avec les établissements promoteurs de produits mentionnés au 1° de l'article L. 341-3, les informations utiles à la prise de décision par ces clients, ainsi que celles concernant les modalités de leur rémunération, notamment la tarification de leurs prestations ».

## **2. Rendre obligatoire la publicité des sanctions prises par l'association**

Le texte proposé pour le neuvième alinéa de l'article L. 621-34 du code monétaire et financier prévoit que l'association **peut** rendre publique sa décision de sanction ou de non-sanction, prise après sa saisine portant sur des faits susceptibles de constituer un manquement commis par un de ses membres. Votre rapporteur général considère que le magistère de la future association et le caractère dissuasif de ses sanctions gagneraient à ce que **cette publicité soit rendue obligatoire**. Il vous propose donc un amendement en ce sens, modifiant la rédaction proposée pour l'article L. 621-34.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 10

### **Extension des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers et adaptation du champ des manquements et délits boursiers**

**Commentaire : le présent article modifie le code monétaire et financier aux fins de poursuivre la transposition du dispositif communautaire relatif à l'abus de marché, par l'extension des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers et l'adaptation du champ des manquements et délits boursiers aux différentes configurations de marchés réglementés ou organisés.**

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

##### ***A. L'ABUS DE MARCHÉ : UN NOUVEAU CADRE COMMUNAUTAIRE PARTIELLEMENT TRANSPOSÉ***

###### **1. Un dispositif nécessaire et très complet**

L'Union européenne, par la directive 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, s'est dotée assez tardivement d'un cadre juridique tendant à harmoniser les modes de répression des abus de marché, à la fin d'une décennie marquée par des évolutions majeures de la structure des marchés financiers, particulièrement en France. **Cette directive se révélait toutefois assez succincte et incomplète, dans la mesure où elle ne traitait que le délit d'initié.**

La Commission européenne a donc jugé nécessaire de moderniser et d'unifier le cadre communautaire de la répression de l'ensemble des abus de marché, en partant notamment du constat de l'incertitude juridique née des disparités des règles des Etats membres traitant des manipulations de marché. **La législation communautaire n'a toutefois pas vocation à harmoniser le régime de la répression pénale, qui demeure propre à chaque Etat membre.**

Cette rénovation participait de la construction d'un cadre harmonisé de la réglementation des services financiers, vecteur d'intégration du marché financier unique, qui constituait l'objectif du grand chantier juridique que fut

le **Plan d'action pour les services financiers** (PASF), présenté par la Commission le 11 mai 1999. Le dispositif communautaire relatif à l'abus de marché s'est également inscrit dans le cadre procédural spécifique du « processus Lamfalussy », initié le 5 février 2002 et qui permet d'adopter des règlements ou directives mieux adaptés au terrain. Cinq textes ont ainsi été adoptés dans ce cadre :

- la **directive-cadre** 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, dite directive « abus de marché » ;

- **quatre textes d'application** : le règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers ; la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché ; la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts ; et la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes.

Pour de plus amples précisions sur le contenu de ces textes, on pourra se référer à l'exposé général du **rapport de première lecture au Sénat**<sup>1</sup> du projet de loi n° 267, portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers.

## 2. Une transposition en partie réalisée

Le délai de transposition du dispositif communautaire a été fixé au 12 octobre 2004. La plupart de ses exigences relèvent du domaine réglementaire et ont déjà été transposées dans le **règlement général de l'Autorité des marchés financiers** (AMF), particulièrement en ses Livres II et VI (cf. *infra*), qui concernent respectivement les émetteurs et l'information financière, et les opérations d'initiés et manipulations de marché.

---

<sup>1</sup> *Rapport n° 309 (2004-2005) de M. Philippe Marini.*

**La loi de sécurité financière** n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 a également participé de cette transposition en rénovant l'organisation de la régulation boursière en France, qui s'est notamment traduite par la création d'une autorité administrative unique, l'AMF, dotée de pouvoirs renforcés (en particulier le champ de l'injonction administrative, cf. *infra*), ainsi que par une clarification et une sécurisation du régime de sanction administrative, qui est naturellement très impliqué dans la répression de l'abus de marché. La loi de sécurité financière a également transposé l'obligation de déclaration à l'autorité compétente des transactions des dirigeants d'un émetteur et des personnes qui leur sont liées sur les titres dudit émetteur.

Le **projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers**, précité, qui a été examiné en première lecture par le Sénat le 2 mai 2005, transpose enfin certaines prescriptions communautaires, telles que l'obligation de déclaration de transactions suspectes à l'AMF, à la charge des intermédiaires financiers, la mise en conformité de la déclaration d'opérations sur titres précédemment évoquée, et l'introduction d'une obligation pour les émetteurs et certains tiers d'établir et de tenir à jour une liste des personnes ayant eu accès à des informations privilégiées dans le cadre de leurs relations professionnelles.

**Le présent article poursuit cette transposition** en étendant les pouvoirs dont dispose l'AMF pour réprimer les manquements constitutifs d'un abus de marché.

## **B. LE CHAMP ET LA DÉFINITION DE L'ABUS DE MARCHÉ**

### **1. Les définitions communautaires**

L'abus de marché ne constitue pas une infraction sanctionnée en tant que telle, mais recouvre plusieurs types de comportements délictueux. La nouvelle législation communautaire vise ainsi le **délit d'initié et la manipulation de marché**. Aux termes de la directive « abus de marché » 2003/6/CE du 28 janvier 2003, cette dernière infraction concerne deux types de comportements que la qualification administrative des manquements boursiers (cf. *infra*) tend à distinguer : la diffusion de fausses informations et la manipulation de cours.

#### *a) Le champ d'application du dispositif communautaire*

Aux termes de l'article 9 de la directive-cadre précitée, le champ d'application de l'abus de marché concerne **tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé** d'au moins un Etat membre, ou pour lequel une procédure d'admission est en cours, c'est-à-dire lorsque « *une*



*demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur ce marché ou non* ». Ce champ est étendu, s'agissant des opérations d'initié visées aux articles 2 à 4 de la directive, à tout instrument non admis à la négociation sur un marché réglementé mais dont la valeur dépend d'un instrument financier coté sur un tel marché. Cette dernière catégorie vise plus particulièrement **les titres convertibles et certains produits dérivés**.

Bien que le dispositif communautaire relatif à l'abus de marché s'applique aux titres admis à la négociation sur un marché réglementé ou en passe de l'être, il demeure pleinement compatible avec le nouveau cadre communautaire applicable aux négociations sur les marchés d'instruments financiers, prévu par la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004. Cette directive fixe en effet un cadre commun pour trois modes d'exécution des ordres (les marchés réglementés, les plates-formes multilatérales de négociation ou « *multilateral trading facilities* », et les systèmes bilatéraux internalisés au sein des prestataires de services d'investissement), qu'il importe de distinguer du critère juridique de l'admission à la négociation sur un marché réglementé. **La prévention et la répression de l'abus de marché se veulent donc neutres par rapport au lieu de négociation des titres.**

*b) Le délit d'initié*

Le paragraphe 2 de l'article premier de la directive « abus de marché » enrichit et précise la définition de **l'information privilégiée**, notion centrale dans le délit d'initié, par rapport à celle qui était posée dans la directive de 1989. Il s'agit d' « *une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés* ».

Les articles 2 et 3 prévoient plusieurs interdictions pour toute personne détentrice d'une information privilégiée, **dont la transgression apparaît constitutive du délit d'initié**, sans pour autant que ce dernier soit expressément défini : utiliser cette information pour la tentative ou la réalisation effective d'une **transaction** (achat ou cession, de manière directe ou indirecte, pour compte propre ou pour compte de tiers) sur les instruments financiers concernés, **communiquer** cette information à toute personne hors du cadre normal de l'activité professionnelle, et **recommander** à une autre personne d'acquérir ou de céder les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. Cette dernière interdiction a pour effet d'inclure les analystes et journalistes financiers dans le champ de l'information privilégiée.

*c) La manipulation de marché*

Les comportements que recouvre la notion de manipulation de marché sont définis extensivement par l'article premier de la directive « abus de marché ». Il s'agit en particulier du « *fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers* », et « *qui fixent (...) le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un **niveau anormal ou artificiel*** ».

La manipulation de marché concerne également « *le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice* » et la diffusion d'informations trompeuses, c'est-à-dire « *le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des medias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses (...)* ».

L'interprétation potentiellement large<sup>1</sup> de certains termes permet donc d'englober une grande variété d'intentions délictueuses, et le fait que la personne aurait dû connaître le caractère trompeur de l'information tend à créer une présomption d'intention de nuire.

Un **régime d'exemption** à cette définition est toutefois prévu lorsqu'il est établi que les opérations ou ordres réalisés répondent à des raisons légitimes et qu'ils sont « *conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné* ». Les « **pratiques de marché admises** » sont définies comme celles qui « *sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qui sont acceptées par l'autorité compétente* ».

**Cette disposition a, en particulier, une incidence sur l'encadrement des programmes de rachat d'actions.** Dans deux décisions du 22 mars 2005, l'AMF a ainsi reconnu comme pratiques de marché admises l'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure

---

<sup>1</sup> *Le point c du paragraphe 2 de l'article premier de la directive donne des illustrations de ces définitions de la manipulation de marché, qui peut consister dans :*

« - le fait pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la **création d'autres conditions de transaction inévitables** ;

« - le fait d'acheter ou de vendre des instruments financiers au moment de la clôture du marché, avec pour effet **d'induire en erreur les investisseurs** agissant sur la base des cours de clôture ;

« - le fait de tirer parti d'un accès occasionnel ou régulier aux médias traditionnels ou électroniques en émettant un avis sur un instrument financier (ou indirectement, sur l'émetteur de celui-ci) après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de profiter par la suite de l'impact dudit avis sur le cours de cet instrument **sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d'intérêts** ».

en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe, et les rachats réalisés dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec un prestataire des services d'investissement.

## 2. Le régime pénal des délits boursiers dans le droit français

### *a) L'originalité de la double répression administrative et pénale*

Sur **trois terrains**, de mêmes faits constitutifs d'un abus de marché peuvent être sanctionnés à la fois administrativement par l'AMF (cf. *infra*) et pénalement par le juge judiciaire, et sont qualifiés de manquement dans le premier cas, de délit dans le second : **le délit ou manquement d'initié, le délit ou manquement de manipulation de cours, et le délit ou manquement de diffusion de fausses informations**. Ces incriminations sont proches, mais pas identiques pour autant.

L'entorse ainsi créée à la règle *non bis in idem* peut susciter des critiques légitimes et l'incompréhension de certains de nos partenaires internationaux, mais est admise par la jurisprudence et le droit communautaire. Elle demeure en outre très rare dans la pratique, puisqu'on n'a guère recensé entre 1990 et 2002 que **quatre cas de cumul** de poursuites sur les mêmes fondements.

Le régime pénal des infractions constitutives d'une atteinte à la transparence des marchés est prévu par les **articles L. 465-1 à L. 465-3 du code monétaire et financier**, et a été modifié par la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, puis par l'article 33 de la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 relative à la sécurité quotidienne. **Trois délits**, dans lesquels la notion d'« *information privilégiée* » est centrale, sont ainsi pénalement réprimés : le délit d'initié (étendu à la communication d'informations privilégiées), la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et la manipulation de cours.

### *b) La définition des délits et les sanctions applicables aux personnes physiques*

Le **délit d'initié**, qui a été introduit en 1967, ne figure pas sous cette dénomination dans la législation, mais est défini par le premier alinéa de l'article L. 465-1 du code monétaire et financier comme « *le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de*

*réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations* ». Ce n'est donc pas le fait d'être initié, c'est-à-dire détenteur d'informations privilégiées, qui est en soi poursuivi, mais l'utilisation précoce et illicite d'informations qui permettent d'acquérir cette qualité. **Cet alinéa vise également deux catégories d'initiés couramment qualifiés de « primaires » et « secondaires »**, que sont respectivement les dirigeants de sociétés et les personnes détenant des informations privilégiées « *à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leur fonction* ».

Les **sanctions** encourues sont une peine de deux ans d'emprisonnement et une amende semblable à celle prévue par le régime de répression administrative, soit 1.500.000 euros, et dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit.

Le troisième alinéa du même article **étend la qualification du délit d'initié aux initiés « tertiaires »**, c'est-à-dire à toute autre personne que celles mentionnées dans le premier alinéa, qui possède « *en connaissance de cause des informations privilégiées* », et réalise ou permet de réaliser directement ou indirectement une opération, ou communique à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance. Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1.500.000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre.

**La communication à un tiers d'informations privilégiées constitue un prolongement du délit d'initié**, lequel se traduit au sens strict par la réalisation d'une opération frauduleuse sur le marché. Ce type d'agissement est défini par le deuxième alinéa de l'article L. 465-1 précité, comme « *le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions* ». Ce délit est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150.000 euros.

Le dernier alinéa de l'article L. 465-1 punit des mêmes peines que celles prévues pour le délit d'initié le **délit de communication d'informations fausses ou trompeuses**, c'est-à-dire « *le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours* ».

Depuis la loi de sécurité quotidienne précitée, l'article 421-1 du code pénal qualifie également d'« **actes de terrorisme** » l'ensemble des délits prévus à l'article L. 465-1 du code monétaire et financier, ce qui tend à conforter la perception de la gravité de ces infractions.

Enfin l'article L. 465-2 du même code définit le **délit de manipulation de cours**, comme « *le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manoeuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur* ». Les peines applicables sont identiques à celles du délit d'initié. **Cette infraction entretient des liens étroits avec la diffusion de fausses informations** et poursuit un objet identique de spéculation illicite, mais à la différence de celle-ci, elle suppose une intervention directe sur le marché.

### **3. Les dispositions du règlement général de l'AMF**

Ainsi qu'il a été précédemment indiqué, le règlement général de l'AMF, dès sa version publiée le 24 novembre 2004, a transposé une large partie des dispositions de nature réglementaire du dispositif communautaire relatif à l'abus de marché. **La chronologie de cette transposition ne correspondait pas à la logique normative**, dans la mesure où le cadre réglementaire a en partie précédé les dispositions législatives proposées dans le projet de loi précité, mais cette approche s'expliquait également par la nécessité de soumettre rapidement aux professionnels des marchés un cadre clair et stabilisé.

Le **Livre II** du règlement général de l'AMF, relatif aux émetteurs et à l'information financière, comprend en son titre II, intitulé « *Information permanente* », les articles 222-3 à 222-11, dont le contenu correspond en partie à la transposition de certaines dispositions de la directive-cadre 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et de la directive d'application 2003/124/CE du 22 décembre 2003, précitées. Il traite en particulier le **principe** et les **dérogations** relatifs à la publication d'une information privilégiée.

Le **Livre VI** du règlement général de l'AMF comprend **trois titres**, respectivement intitulés « *Dispositions générales* », « *Opérations d'initié* » et « *Manipulations de marché* », qui comportent les articles 611-1 à 632-1 et couvrent les principaux aspects traités par les textes communautaires relatifs à l'abus de marché, tels que la définition des manquements, les obligations d'abstention y afférentes (concernant en particulier l'utilisation et la communication d'une information privilégiée) et les critères de reconnaissance d'une « **pratique de marché admise** ». Plusieurs de leurs dispositions reprennent la rédaction adoptée dans le règlement et les quatre directives

précités, et sont présentées dans l'exposé général du rapport n° 309 (2004-2005) de première lecture au Sénat du projet de loi précité.

On relèvera néanmoins que l'article 621-1 apporte des précisions sur le caractère **précis**<sup>1</sup> de l'information privilégiée et sur la notion **d'influence sensible**<sup>2</sup> qu'elle est susceptible d'exercer sur les cours des instruments financiers.

**L'article 631-1 précise également les contours de la manipulation de cours**, qui réside dans le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers, ou qui fixent le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, ou qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice. Cette définition est complétée par **sept indices** permettant d'apprécier la présence éventuelle d'une manipulation de cours. Il importe, en outre, de relever que le champ du régime administratif de la manipulation de cours **ne concerne que les seules cotation et négociation sur un marché réglementé**.

Enfin l'article 632-1 du règlement général, relatif à la **diffusion d'une fausse information**, prévoit que *« toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne (...), y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses »*.

### **C. LES POUVOIRS DE SANCTION DE L'AUTORITÉ DE MARCHÉ**

#### **1. Les dispositions communautaires et le champ de compétence territoriale de l'autorité de marché**

Le dispositif communautaire édicte un certain nombre d'interdictions et d'obligations contribuant à la prévention des abus de marché, et qui ont

---

<sup>1</sup> « Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés ».

<sup>2</sup> « Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

notamment trait (cf. *supra*) à l'utilisation et à la publication de l'information privilégiée, à l'établissement de listes d'initiés, à la déclaration d'opérations suspectes et à la présomption irréfragable de légitimité dont bénéficient certains objectifs des programmes de rachats d'actions<sup>1</sup>. La directive-cadre du 28 janvier 2003 prévoit non seulement la sanction des manquements d'initiés mais également des **tentatives**, qui concernent donc notamment des ordres passés mais finalement non exécutés. L'article 5 de la directive-cadre pose également un principe général d'interdiction à toute personne de procéder à des manipulations de marché.

L'article 10 de la directive-cadre précitée envisage plus particulièrement le champ de compétence des autorités chargées de réprimer les abus de marché, qui fait l'objet de **deux critères manifestant deux conceptions distinctes de la territorialité**. Chaque Etat membre doit ainsi appliquer le régime d'interdictions et d'obligations :

« a) aux actes accomplis sur son territoire ou à l'étranger concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur son territoire ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur ce marché a été présentée ». Ce critère **principal** fait reposer la détermination de l'autorité compétente sur **le lieu de cotation des titres**. Il en résulte, par exemple, que les manquements relatifs à un titre coté à Paris relèvent de la compétence de l'AMF même si ils ont été réalisés dans un autre pays ;

« b) aux actes accomplis sur son territoire concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé dans un Etat membre ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée ». Ce critère **complémentaire**, qui a été prévu afin d'éviter que le critère principal ne puisse conduire à éluder certains cas de manquements, implique ainsi que les actes commis sur le territoire national et portant sur des titres cotés sur un marché réglementé de l'Union européenne relèvent également de la compétence de l'AMF.

Cette règle de double compétence renforce l'efficacité du dispositif européen et garantit que chaque autorité nationale dispose d'un vaste champ de compétence, quitte à ce qu'il recouvre en partie celui d'une autorité nationale d'un autre Etat membre. **Néanmoins dans la pratique, la première règle de compétence a vocation à prédominer sur la seconde en cas de conflit de compétence entre deux autorités.**

L'article 12 de la directive dispose enfin que « l'autorité compétente est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à

---

<sup>1</sup> Les modalités de cette présomption, prévue par le règlement n° 2273/2003 précité, sont exposées dans le rapport n° 309 (2004-2005) de première lecture au Sénat du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers.

*l'exercice de ses fonctions* », et **énumère les droits et pouvoirs minimaux dont elle doit être investie** : avoir accès à tout document sous quelque forme que ce soit, demander des informations à tout intermédiaire financier et l'entendre, le cas échéant, procéder à des inspections sur place, disposer d'un pouvoir d'injonction de cesser toute pratique contraire aux dispositions de la directive et la possibilité de suspendre la négociation des instruments financiers concernés, requérir le gel et/ou la mise sous séquestre d'actifs, et requérir l'interdiction temporaire d'activité d'un professionnel impliqué dans les infractions visées par la directive.

## 2. Les pouvoirs de sanction de l'AMF

Le principal objectif de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, précitée, fut d'instaurer une unique autorité de marché, disposant des compétences, de la crédibilité et des pouvoirs suffisants pour contribuer à restaurer la confiance des investisseurs dans les marchés. **Son pouvoir de sanction a à cet égard été étendu**, notamment *via* l'introduction d'un pouvoir d'injonction qui n'est plus adossé aux sanctions administratives. Ces dernières portent non seulement sur les infractions à la réglementation sur les abus de marché, mais encore sur l'ensemble des manquements susceptibles de porter atteinte aux droits et à l'égalité des investisseurs comme à l'intégrité du marché, qui constituent les missions de l'AMF.

L'AMF dispose, en premier lieu, d'un **pouvoir d'injonction** reposant sur des fondements étendus. Le I de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier prévoit ainsi que le collège de l'AMF peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires à la loi ou à la réglementation, lorsque ces pratiques *« sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles »*. Ces décisions peuvent être rendues publiques.

Le II de cet article prévoit également que le président de l'Autorité peut saisir le tribunal de grande instance de Paris d'une demande de **référé**, afin qu'il soit ordonné à la personne responsable de la pratique relevée de se conformer aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets.

L'article L. 621-15 du code monétaire et financier prévoit, en second lieu, des sanctions **disciplinaires et pécuniaires applicables aux personnes physiques ou morales**.



Les **sanctions disciplinaires** appliquées aux personnes morales soumises au contrôle de l'AMF<sup>1</sup>, donc aux professions réglementées des marchés financiers, peuvent être le blâme ou l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis. Pour les personnes physiques, ces sanctions sont l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, ou l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités.

La commission des sanctions de l'AMF peut prononcer, à la place ou en sus de ces sanctions disciplinaires, une **sanction pécuniaire**. Pour les personnes morales, le montant de cette sanction est plafonné à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Pour les personnes physiques, ce plafond est de 300.000 euros ou du quintuple du montant des profits éventuellement réalisés, mais est relevé au niveau prévu pour les personnes morales lorsque le manquement relève d'une des pratiques mentionnées au I de l'article L. 621-14, précité. Ces sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de laquelle agit la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public.

L'échelle des sanctions en fonction des infractions n'est pas précisée, mais l'article L. 621-15, précité, tend à faire respecter un **principe de proportionnalité** en précisant que « *le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* ».

Le c du II de l'article L. 621-15 prévoit en outre que l'AMF peut sanctionner des personnes morales ou physiques **qui ne relèvent pas des professions réglementées précitées** – ce qui vise en premier lieu les émetteurs d'instruments financiers – et sont auteurs de pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires visées au I de l'article L. 621-14 précité. La sanction administrative encourue consiste alors en une **sanction pécuniaire**, plafonnée à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés.

---

<sup>1</sup> *C'est-à-dire, aux termes de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier, « les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ; les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers mentionnées à l'article L. 542-1, y compris les dépositaires d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ; les dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers ; les membres des marchés réglementés mentionnés à l'article L. 421-8 ; les entreprises de marché ; les chambres de compensation d'instruments financiers ; les organismes de placements collectifs et leurs sociétés de gestion ; les intermédiaires en biens divers ; (...) les personnes (...) produisant et diffusant des analyses financières ».*

*Les personnes habilitées à procéder au démarchage et les conseillers en investissements financiers relèvent en revanche de régimes distincts.*

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

**Le présent article comporte trois importantes dispositions, qui achèvent la transposition de la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003 et sont de nature à renforcer la crédibilité du régulateur français et la confiance des acteurs dans le fonctionnement des marchés :** l'extension du pouvoir d'injonction de l'AMF, l'adaptation de son pouvoir de sanction afin de mieux cibler les infractions constitutives d'un abus de marché et d'en faciliter la répression, et la redéfinition du champ des manquements et délits boursiers, en fonction de la gravité des actes commis et de la diversité des infrastructures de marché.

### *A. L'EXTENSION DU POUVOIR D'INJONCTION DE L'AMF*

En conformité avec le **double critère de compétence territoriale** prévus par l'article 10 de la directive-cadre « abus de marché », le texte proposé par le **I** du présent article tend à élargir le pouvoir d'injonction *rationae loci* de l'AMF, par une modification du I de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, dont les dispositions ont été présentées *supra*, et renforce l'incitation de l'AMF à coopérer avec ses homologues étrangères.

#### **1. La compétence à raison du lieu de transaction des titres**

Le 1<sup>o</sup> du **I** du présent article tend à préciser que le pouvoir d'injonction peut viser des agissements commis « **en France et à l'étranger** », conformément aux dispositions de l'article 10 de la directive-cadre « abus de marché » précitée. Bien qu'admis par la jurisprudence pour les sanctions administratives<sup>1</sup>, cet élargissement du pouvoir d'injonction de l'AMF à des manquements, où qu'ils soient commis, relatifs aux titres d'émetteurs français ou étrangers faisant appel public à l'épargne en France, constitue une innovation importante. **Il permet de tenir compte de la dématérialisation des marchés financiers et des transactions**, et partant, de la possibilité

---

<sup>1</sup> Dans son arrêt du 18 juin 1996, relatif à des cessions d'actions réalisées par M. Pierre Bergé (qui exerçait des fonctions de gérant ou de président du conseil d'administration au sein du groupe Yves Saint Laurent, et avait fait l'objet d'une sanction administrative de la Commission des opérations de bourse au motif qu'il avait utilisé des informations privilégiées dans le cadre de cette transaction), la chambre commerciale de la Cour de cassation a ainsi considéré que « s'il n'est pas contestable que le domaine d'application des règlements de la Commission est limité au territoire national, les cessions litigieuses ont porté sur des actions admises aux négociations du second marché de la Bourse de Paris, et que **les éléments d'extranéité tenant au lieu d'implantation du siège social des banques cessionnaires et au déroulement de certaines négociations à l'étranger, ne sont pas de nature à exclure l'opération du champ d'application de la loi française** ».

d'intervenir « à distance » sur un marché, dans un Etat autre que celui du lieu de cotation des titres (en l'espèce la France).

On pourrait certes considérer que de telles injonctions seraient de portée limitée si elles ne visaient qu'à exercer des effets à l'étranger, en particulier dans des Etats non membres de l'Union européenne. Cette objection peut néanmoins être tempérée par le fait que l'AMF est liée par des **accords bilatéraux** avec de nombreuses homologues étrangères, notamment dans le cadre de la consolidation du marché européen des services financiers et du renforcement de la coopération entre régulateurs européens (*via* le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières) ou internationaux (*via* l'Organisation internationale des commissions de valeurs).

Cette modification permet, en outre, à l'AMF de **prendre des mesures d'urgence sur le territoire national pour faire cesser des agissements ayant lieu à l'étranger**, consistant par exemple à geler les actifs qu'une personne, agissant « à distance », détiendrait chez un prestataire de services d'investissement français. Enfin, cette mesure est de nature à faciliter l'intervention de l'AMF lorsqu'elle est sollicitée par une autorité homologue d'un pays étranger, qui souhaite qu'elle prenne des injonctions ou mesures d'urgence, puisque par nature, ces interventions portent sur des agissements qui se sont déroulés à l'étranger.

## 2. La compétence à raison du lieu de commission du manquement

Le 2° du I du présent article complète le I de l'article L. 621-14 précité, pour prévoir que le même pouvoir d'injonction s'applique aux manquements **commis sur le territoire français, mais relatifs à des titres cotés sur un marché réglementé d'un autre Etat membre** de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE), ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée.

Cette disposition est conforme au second critère de compétence territoriale, prévu par l'article 10 de la directive « abus de marché » et exposé précédemment, et permet donc de couvrir extensivement le champ potentiel des manquements. **Le champ *rationae materiae* se révèle toutefois un peu plus restrictif** que celui prévu par le premier alinéa du I de l'article L. 621-14 pour les titres cotés en France<sup>1</sup>, puisqu'il concerne les « *agissements méconnaissant les dispositions législatives ou réglementaires visant à*

---

<sup>1</sup> Rappelons que le droit existant vise les pratiques contraires à la loi ou à la réglementation, lorsque ces pratiques « sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ».

*protéger les épargnants et le marché contre les opérations d'initié, les manipulations de cours ou la diffusion de fausses informations* », c'est-à-dire les **seuls manquements objectifs constitutifs d'un abus de marché**.

Ce nouveau pouvoir d'injonction est donc strictement conforme au dispositif communautaire relatif à l'abus de marché, comme aux manquements définis par le livre VI du règlement général de l'AMF (cf. *supra*). Compte tenu du critère de territorialité considéré, qui concerne des titres cotés dans l'Union européenne ou l'EEE et hors du territoire national, il paraît légitime de s'en tenir à une transposition fidèle des textes communautaires, vecteurs d'harmonisation des pratiques des régulateurs nationaux.

## **B. L'ADAPTATION DU POUVOIR DE SANCTION DE L'AMF**

Le II du présent article modifie l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, relatif au pouvoir de sanction de l'AMF, afin d'en **étendre le champ territorial d'application**, à l'instar des modifications proposées pour le pouvoir d'injonction (cf. *supra*), et d'en **faciliter l'exercice** pour la répression des abus de marché.

### **1. L'extension du champ d'application territorial**

Conformément au double critère de compétence territoriale défini par l'article 10 de la directive précitée « abus de marché » (cf. *supra* sur le droit existant), le **II** du présent article modifie le II de l'article L. 621-15 afin d'étendre l'applicabilité territoriale des sanctions de l'AMF pour les manquements constitutifs d'un abus de marché, comme il est par ailleurs proposé s'agissant du pouvoir d'injonction.

Il convient néanmoins de rappeler qu'à la différence du pouvoir d'injonction, le pouvoir de sanction de l'AMF, en application de la jurisprudence précitée de la Cour de cassation, **couvre actuellement les manquements commis en France comme à l'étranger** relativement à des titres cotés sur un marché réglementé français, quel que soit leur mode de négociation (donc y compris de gré à gré).

Le 1° du **II** du présent article modifie le c du II de l'article L. 621-15, relatif aux sanctions applicables aux non professionnels<sup>1</sup>, afin d'introduire une base légale à l'application du pouvoir de sanction de l'AMF aux manquements constitutifs d'un abus de marché commis par toute personne « *sur le territoire*

---

<sup>1</sup> *Dans la mesure où les professionnels des marchés peuvent être sanctionnés* « au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers en vigueur », *champ qui couvre les abus de marché définis par le règlement général de l'AMF*.

*français ou à l'étranger* » et relatifs aux instruments financiers émis par une personne ou une entité française ou étrangère faisant appel public à l'épargne ou cotée en France.

Le 2° du **II** du présent article crée un d au **II** de l'article L. 621-15 dont la portée est plus innovante, puisqu'il permet de transposer le second critère prévu par l'article 10 de la directive « abus de marché ». Il prévoit donc d'inclure dans le champ d'application des sanctions de l'AMF les manquements constitutifs d'un abus de marché **commis en France par « toute personne »**, et relatifs à des instruments financiers cotés sur un marché réglementé de l'Union européenne ou d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, quelle que soit la plate-forme sur laquelle ils sont négociés.

## **2. Une répression plus aisée de l'abus de marché**

*a) L'inclusion explicite des trois infractions constitutives d'un abus de marché et de certaines pratiques liées*

Par renvoi au I de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, l'actuel c du **II** de l'article L. 621-15 du même code prévoit, **en des termes à la fois extensifs et flous** identiques à ceux du pouvoir d'injonction, que les personnes autres que les professionnels des marchés peuvent être sanctionnées pour « *des pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles* ».

Or l'article premier de la directive « abus de marché » **définit de manière objective les infractions constitutives d'une manipulation de marché** (qui, rappelons-le, inclut les notions françaises de manipulation de cours et de diffusion de fausse information), sans qu'ils soit nécessaire de fournir la preuve d'un quelconque impact sur les cours ou sur le fonctionnement du marché, dès lors que les comportements fautifs sont avérés. Toutefois, la sanction de ce type de manquement **requiert aujourd'hui que l'AMF fasse la preuve**, avant de sanctionner de tels comportements, qu'ils ont eu un impact effectif sur le cours d'un titre ou sur le bon fonctionnement du marché.

**L'effet sur le cours d'un titre demeure toutefois un élément caractéristique des opérations d'initiés**, tant au regard des définitions communautaires prévues par l'article premier de la directive « abus de marché »<sup>1</sup> et de la directive d'application 2003/124/CE du 22 décembre 2003, que de la définition de l'information privilégiée prévue par l'article 621-1 du Livre VI du règlement général de l'AMF.

Le **II** du présent article contribue donc à fournir une base légale à la précision du pouvoir de sanction de l'AMF, sans pour autant impliquer une modification des définitions des trois manquements précités prévues par le règlement général de l'AMF. Le texte proposé par les 1° et 2° du **II** du présent article pour les c et d du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier fait ainsi explicitement référence aux trois manquements constitutifs de l'abus de marché, et prévoit que les sanctions de l'AMF sont applicables à « toute personne », donc aux professionnels comme aux non professionnels, qui :

- « s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou s'est livrée à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information » ;

- ou qui s'est livrée ou a tenté de se livrer, soit « à toute autre pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires **destinées à assurer l'information des investisseurs ou leur protection contre ce type de pratique** », s'agissant des opérations d'appel public à l'épargne **réalisées en France** et des titres cotés sur un marché français (**c du II de l'article L. 621-15**), soit « à toute autre pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires **destinées à assurer la protection des investisseurs contre ce type de pratiques** », s'agissant des titres cotés sur un marché réglementé européen (**d du II de l'article L. 621-15**).

La référence à ces pratiques autres que les trois manquements précités tend à rejoindre le champ de l'injonction (cf. *supra*) et **permet de viser les infractions à certaines règles spécifiques**, telles que celles afférentes aux déclarations de franchissements de seuil ou aux rachats d'actions par les émetteurs, **et aux obligations qui sont visées par la réglementation relative à l'abus de marché mais ne sont pas incluses dans la définition des trois manquements**, telles que les transactions des dirigeants ou les listes d'initiés établies par les émetteurs et certains tiers<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Qui définit l'information privilégiée comme « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait **susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés** ».

<sup>2</sup> Cf. le projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, précité.

En revanche, les dispositions relatives aux titres cotés sur un marché réglementé européen ne font pas référence à « *l'information des investisseurs* », mais seulement à leur « *protection* », à l'instar de ce que prévoit le 2° du I du présent article pour le pouvoir d'injonction de l'AMF, afin de s'en tenir à la transposition de la directive « abus de marché ».

En visant les trois manquements de l'abus de marché et d'autres pratiques liées, et en permettant à l'AMF de ne pas avoir à apporter la preuve qu'ils ont exercé un effet préjudiciable sur les investisseurs et le fonctionnement du marché, ces adaptations sont de nature à accroître grandement l'efficacité du pouvoir de sanction de l'Autorité, **en particulier pour les manipulations de cours qu'elle a aujourd'hui beaucoup de mal à sanctionner**. Ces sanctions devront naturellement respecter le principe de proportionnalité aujourd'hui prévu par le III de l'article L. 621-15 précité, et partant, **être plus sévères lorsque les manquements constatés auront exercé un effet concret**, direct ou indirect, sur l'intégrité du marché.

Par coordination, le 3° du II du présent article modifie le premier alinéa du c du III de l'article L. 621-15 précité afin d'inclure une référence au nouveau d du II de cet article, et soumet donc à une sanction pécuniaire (plafonnée à 1,5 million d'euros ou au décuple des profits éventuellement réalisés) les personnes ayant commis les manquements précités. **Cette rédaction pose toutefois une difficulté**, dans la mesure où elle ne permet pas à l'AMF de prononcer des sanctions professionnelles à l'encontre des professions réglementées ayant commis ces manquements.

*b) La répression des tentatives de manquement d'initié*

L'article 2 de la directive « abus de marché » interdit à toute personne qui détient une information privilégiée « *d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information* ». **Les tentatives d'opération d'initié sont dès lors prohibées.**

Le texte proposé par les 1° et 2° du II du présent article tire donc les conséquences de cette prescription pour les c et d du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier en rendant passible de sanction par l'AMF toute personne qui « *s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié* ».

### **C. LA REDÉFINITION DES DÉLITS BOURSIERS**

Ainsi qu'il a été précisé *supra*, la directive « abus de marché » ne porte que sur la définition des manquements administratifs, mais préserve la dualité de la répression administrative et pénale des infractions boursières. La transposition de cette directive fournit néanmoins une occasion **d'instaurer une plus grande cohérence**, tant sur la forme que sur le fond, entre les délits pénaux constitutifs d'une atteinte à la transparence du marché, dont le régime a été exposé dans la partie relative au droit existant, et les manquements administratifs correspondants. Les **II**, **III** et **IV** du présent article proposent donc certaines modifications aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du code monétaire et financier, s'agissant des délits pénaux, et à l'article L. 621-15 du même code, relatif aux manquements administratifs.

#### **1. Les modifications formelles**

L'article L. 465-1 fixe le régime du délit d'initié et du délit de fausse information, et l'article L. 465-2 celui de manipulation de cours. Les **III** et **IV** du présent article proposent en premier lieu de « redécouper » ces articles et d'ajuster leur présentation afin de les mettre en conformité avec le champ de la directive « abus de marché », qui distingue les opérations d'initiés et les manipulations de marché, ces dernières recouvrant les concepts français de fausse information et de manipulation de cours.

La modification consiste donc uniquement à supprimer le dernier alinéa de l'article L. 465-1 définissant le délit de fausse information (**III** du présent article) pour le réécrire dans l'article L. 465-2, qui regroupera donc l'ensemble des délits correspondant au manquement de manipulation de marché (2° du **IV** du présent article). Les deux premiers alinéas de l'actuel article L. 465-1, qui définissent le régime du délit d'initié, sont en revanche maintenus.

#### **2. L'adaptation de la définition des délits et manquements aux différentes configurations de marché**

En l'état actuel de la législation, les champs d'application des délits pénaux et des manquements administratifs n'apparaissent pas très cohérents. Aux termes des articles L. 465-1 et L. 465-2 précités, le délit d'initié et le délit de fausse information **ne s'appliquent ainsi que pour les titres admis aux négociations sur un marché réglementé** (concrètement l'Eurolist d'Euronext), tandis que le délit de manipulation de cours, sans doute du fait d'une erreur de plume, **s'applique à tous les marchés d'instruments**



**financiers**, qu'ils soient ou non réglementés, et couvre donc également le Marché libre.

En revanche, le manquement administratif de fausse information s'applique à l'ensemble des titres des émetteurs faisant appel public à l'épargne, tandis que les manquements d'initié et de manipulation de cours, qui pourraient théoriquement s'appliquer au même champ dans la mesure où ils reposent sur la même base légale, **ne s'appliquent qu'aux seuls marchés réglementés**. La manipulation de cours est de surcroît limitée aux seules opérations sur un marché réglementé.

Il en résulte une certaine **incohérence** des champs d'application des délits et manquements boursiers. En effet, le champ d'application du manquement administratif est dans certains cas plus restreint que celui du délit pénal alors que ce dernier devrait, en bonne logique, **être plutôt réservé aux faits les plus graves**, c'est-à-dire aux infractions commises sur les marchés réglementés. **Le manquement administratif a en revanche vocation à couvrir l'ensemble des configurations de marché**, y compris des faits que l'on peut juger moins graves, dès lors qu'ils sont commis sur des marchés non réglementés.

**Ce régime législatif est, en outre, inadapté à l'évolution prévisible de l'architecture des marchés financiers**. La transposition de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers<sup>1</sup> se traduira en effet par la suppression de la règle de concentration des ordres sur les marchés réglementés, prévue par les articles L. 421-12 et L. 421-13 du code monétaire et financier, et par le développement de lieux de négociation alternatifs. **La directive promeut en effet le développement de la concurrence entre trois modes d'exécution des ordres boursiers** : les marchés réglementés, les marchés non réglementés que sont les plates-formes multilatérales de négociation (« *multilateral trading facilities* »), et les systèmes bilatéraux internalisés au sein des prestataires de services d'investissement.

**La mise en place d'Alternext**, marché organisé dédié aux PME créé par l'entreprise de marché Euronext (cf. commentaire de l'article 8 du présent projet de loi), participe de ce développement attendu des marchés d'instruments financiers autres que les marchés réglementés. Ces marchés, plus ou moins spécialisés en fonction des catégories d'instruments financiers ou d'émetteurs, pourraient à terme être plutôt dédiés aux investisseurs « avertis », c'est-à-dire aux investisseurs qualifiés ou aux particuliers expérimentés, et aux transactions par blocs des investisseurs institutionnels.

---

<sup>1</sup> Cette transposition fait l'objet, à l'article 5 du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, examiné en première lecture par le Sénat le 2 mai 2005, d'une habilitation du gouvernement à procéder par ordonnance.

Les modifications proposées, résumées dans le tableau ci-après, ont donc pour objet de **réserver les délits pénaux aux seuls titres cotés sur un marché réglementé** (ce qui, dans la pratique, conduirait à retirer du champ les titres actuellement cotés sur le Marché libre et Alternext) et **d'étendre le champ d'application des manquements administratifs constitutifs d'un abus de marché à l'ensemble des titres émis par une personne faisant appel public à l'épargne ou dont les titres sont cotés sur un marché d'instruments financiers, réglementé ou non**. Le présent article prévoit ainsi deux aménagements :

- le texte proposé par le 1° du **II** du présent article pour le c du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dispose que les sanctions relatives aux trois manquements administratifs constitutifs d'un abus de marché et à d'autres pratiques liées, commis en France ou à l'étranger, s'appliquent aux actes qui concernent « *un instrument financier émis par une personne ou une entité faisant appel public à l'épargne ou admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers ou pour le quel une demande d'admission sur un tel marché a été présentée* ».

En revanche, le texte proposé pour le d du II du même article, relatif aux manquements commis en France et concernant un instrument financier coté dans un autre Etat membre de la Communauté européenne ou d'un Etat partie à l'accord sur l'EEE, **ne fait référence qu'aux marchés réglementés** et constitue donc une transposition fidèle du second critère de compétence territoriale prévu par l'article 10 de la directive « abus de marché » ;

- le 1° du **IV** du présent article propose d'adapter le champ du délit de manipulation de cours, prévu par l'article L. 465-2 précité, pour le restreindre aux seuls marchés réglementés, à l'instar des deux autres délits.

En outre, le texte proposé pour le c du II de l'article L. 621-15 prévoit que les sanctions de l'AMF seraient prononcées à l'encontre des personnes auteurs de manquements commis en France ou à l'étranger « *dans les conditions déterminées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et en fonction du marché sur lequel les instruments financiers sont admis aux négociations* ». Cette disposition permet non seulement de couvrir l'ensemble des configurations de marché concernées par une opération d'appel public à l'épargne, **mais encore à l'AMF d'adapter son règlement général et son pouvoir de sanction en fonction du marché considéré**.

De fait, la dernière version du règlement général, homologuée par un arrêté du 15 avril 2005 du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, et plus particulièrement son article 611-1, élargit le champ d'application du Livre VI, relatif aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché, aux instruments financiers « *admis aux négociations sur un*

*« système multilatéral de négociation organisé prévu par l'article 525-1<sup>1</sup> » et « aux opérations portant sur ces instruments, que celles-ci aient été effectivement exécutées ou non sur un marché réglementé ou lorsqu'elles ont lieu sur un système multilatéral de négociation organisé ».*

Le même article prévoit également que les obligations d'abstention relatives à la détention d'une information privilégiée, définies par les articles 622-1 et 622-2, « s'appliquent également aux instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé, mais dont la valeur dépend d'un instrument financier admis aux négociations sur un tel marché ou système », ce qui concerne **certains produits dérivés**, conformément au champ d'application de la directive « abus de marché ».

Ces nouvelles dispositions réglementaires sont importantes, dans la mesure où elles confortent le pouvoir de prévention et de répression exercé par l'AMF sur les abus de marché dans le cadre de l'appel public à l'épargne, **non seulement en fonction des modes d'exécution des opérations** (sur un marché réglementé ou non), conformément au nouveau régime communautaire des marchés d'instruments financiers, **mais encore selon deux modes distincts d'admission à la cote** : sur un marché réglementé et, ce qui constitue une nouveauté, sur une plate-forme multilatérale.

---

<sup>1</sup> Cet article, issu de la dernière modification du règlement général, prévoit que « **les systèmes multilatéraux de négociation, dont les règles d'organisation sont approuvées par l'AMF à leur demande, qui se soumettent aux dispositions du livre VI relatives aux abus de marché et qui prévoient un mécanisme de garantie de cours, sont des systèmes multilatéraux de négociation organisés** ».

**Champ d'application des règles relatives aux manquements et délits boursiers avant et après la réforme proposée**

| Délit ou manquement constitutif d'un abus de marché | Champ d'application avant la réforme |  |     |  |                            |  |     |  |
|---|--------------------------------------|--|-----|--|----------------------------|--|-----|--|
|   | Délits pénaux                        |  |     |  | Manquements administratifs |  |     |  |
| Fausse information                                  |                                      |  |     |  |                            |  |     |  |
| Manipulation de cours                               |                                      |  | (1) |  |                            |  |     |  |
| Manquement et délit d'initié                        |                                      |  |     |  |                            |  | (2) |  |

**Champ d'application après la réforme**

|                              |   |   |   |   |   |   |   |   |
|------------------------------|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Fausse information           |   |   |   |   |   |   |   |   |
| Manipulation de cours        |   |   |   |   |   |   |   |   |
| Manquement et délit d'initié |   |   |   |   |   |   |   |   |
|                              | Titres cotés et négociés sur un marché réglementé | Titres cotés sur un marché réglementé et négociés sur un autre marché | Titres cotés sur un autre marché d'instruments financiers | Appel public à l'épargne simple (APE sans cotation) | Titres cotés et négociés sur un marché réglementé | Titres cotés sur un marché réglementé et négociés sur un autre marché | Titres cotés sur un autre marché d'instruments financiers | Appel public à l'épargne simple (APE sans cotation) |

Source : ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

(1) : L'article L. 465-2 du code monétaire et financier mentionne le « marché d'instruments financiers », notion plus large que les seuls marchés réglementés.

(2) : Le règlement 90-08 de la COB relatif à l'utilisation d'une information privilégiée prévoit que ce manquement s'applique aux négociations sur le marché « hors cote », devenu Marché libre sans que le texte n'ait été modifié, mais ne fait l'objet d'aucune application dans la pratique.

### III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, et avec l'avis favorable du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté un **amendement** proposant une modification substantielle du texte proposé par le 3° du II du présent article pour le III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, afin de **rétablir la possibilité pour l'AMF de prononcer des sanctions professionnelles** (blâme, avertissement et restrictions d'activité) à l'encontre des professions réglementées, visées à l'article L. 621-9 du même code, qui commettent un manquement constitutif d'un abus de marché. La rédaction proposée par le présent article tend en effet à ne les rendre passibles que de sanctions pécuniaires.

A l'initiative de nos collègues députés Gilles Carrez et Philippe Houillon, respectivement rapporteurs au fond pour la commission des finances et pour avis pour la commission des lois, et avec l'avis favorable du gouvernement, l'Assemblée nationale a également adopté les **quatre amendements** suivants :

- une nouvelle rédaction proposée pour le 1° du I du présent article, relatif au **pouvoir d'injonction de l'AMF** à l'encontre des opérateurs sur les marchés français, prévu par l'article L. 621-14 du code monétaire et financier. Cet amendement clarifie et **harmonise le champ matériel de ce pouvoir d'injonction avec celui du pouvoir de sanction** de l'Autorité, tel qu'il est modifié par le présent article. Aux termes de cette nouvelle rédaction, l'AMF pourrait ainsi faire usage de ce pouvoir pour faire cesser, en France ou à l'étranger, tout manquement aux obligations législatives, réglementaires et professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les trois types d'abus de marché (les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausse information), ou tout manquement de nature à porter atteinte à la « *protection des investisseurs* » et au « *bon fonctionnement du marché* », notion plus larges que celles actuellement prévues par le code monétaire et financier. **Le pouvoir d'injonction de l'AMF s'en verrait donc renforcé ;**

- par **cohérence** avec le précédent amendement et dans un souci de **clarification**, deux amendements remplaçant certains termes de la rédaction proposée pour les c et d du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, relatif au **pouvoir de sanction de l'AMF**. Il a en effet été jugé que le champ de ce pouvoir pour les manquements autres que les opérations d'initiés et les manipulations de marché était ambigu, et que la différence entre la « *protection* » et l'« *information* » des investisseurs était source de complications, dans la mesure où la première notion paraissait inclure la seconde. Plutôt que de se référer à des « *pratiques* » indéterminées, ou d'en dresser un inventaire vraisemblablement non exhaustif, il est apparu préférable de renvoyer au premier alinéa du I de l'article L. 621-14, tel que modifié par

l'amendement précité, qui vise « *tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché* ». Ainsi qu'il a été précisé dans l'exposé du dispositif du présent article, l'Autorité pourrait dès lors sanctionner non seulement l'ensemble des manquements relatifs aux abus de marché, **mais encore d'autres infractions à des règles spécifiques**, telles que celles relatives aux rachats d'actions par les émetteurs et aux déclarations de franchissement de seuil ;

- un amendement de **précision** au texte proposé par le 2° du I du présent article pour le nouvel alinéa de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, relatif au pouvoir d'injonction de l'AMF pour certains manquements commis sur le territoire français et relatifs à des instruments financiers cotés sur un marché de l'EEE. Les termes de « *manquements aux obligations* » et d' « *investisseurs* » sont ainsi préférés à ceux d' « *agissements méconnaissant les dispositions* » et d' « *épargnants* », afin **d'harmoniser la rédaction avec les dispositions relatives au pouvoir de sanction** de l'AMF. Cette disposition devrait permettre, en pratique, à l'AMF **d'utiliser son pouvoir d'injonction pour faire cesser l'ensemble des manquements relatifs aux abus de marché**, incluant donc ceux relatifs aux déclarations d'opérations suspectes, à l'établissement de listes d'initiés et aux déclarations par les émetteurs des transactions réalisées par leurs dirigeants ;

Enfin à l'initiative de notre collègue député Philippe Houillon, et avec l'avis favorable du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté un **amendement de simplification** du texte proposé pour le c de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, visant à supprimer une précision jugée inutile relative au pouvoir de sanction de l'AMF « *en fonction du marché sur lequel les instruments financiers sont admis aux négociations* ». Il a été considéré que le rapport de la commission des lois de l'Assemblée nationale précisait suffisamment que **le législateur n'entendait pas remettre en cause la jurisprudence actuelle, permettant à l'AMF d'édicter, si elle le souhaite, des règles spécifiques pour une catégorie de marchés.**

**Votre rapporteur général est favorable à ces modifications**, qui contribuent à renforcer la lisibilité et le caractère opérationnel des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'AMF.

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre rapporteur général approuve les dispositions du présent article, qui tendent à poursuivre la transposition du dispositif communautaire sur l'abus de marché, conformément à ce qu'avait annoncé le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie lors de l'examen en première lecture au Sénat du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit

communautaire dans le domaine des marchés financiers, le 2 mai 2005<sup>1</sup>. La mention explicite des trois manquements constitutifs d'un abus de marché dans le champ des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'AMF, ainsi que la faculté de réprimer les tentatives de manquement d'initié, s'inscrivent dans la continuité de l'esprit de la loi de sécurité financière, qui entendait doter la nouvelle autorité boursière d'une capacité renforcée de sanction. De manière générale, **le nouveau champ matériel du pouvoir de sanction de l'AMF est désormais pleinement cohérent avec ses missions de surveillance de l'intégrité du marché et de protection des intérêts des investisseurs.**

**Votre rapporteur général est également favorable à la nouvelle ligne de partage entre la répression des délits pénaux et celle des manquements administratifs** constitutifs d'un abus de marché, tendant à réserver les premiers aux titres cotés sur les marchés les plus accessibles aux investisseurs individuels et dont les obligations pesant sur les émetteurs sont les plus élevées, et à étendre le champ de ces manquements administratifs à toutes les opérations d'APE. La clarification de ces champs contribuera, en outre, à **atténuer la portée de l'entorse faite à la règle « non bis in idem » par le système français de double répression pénale et administrative**, qui fait l'objet de certaines critiques.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> M. Thierry Breton, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, avait ainsi indiqué que « ce projet de loi prévoit d'étendre le champ des titres qui seront soumis au contrôle de l'AMF, qui sera désormais compétente non seulement pour les marchés réglementés, mais également pour les marchés non réglementés ou pour des titres d'émetteurs faisant, par exemple, appel public à l'épargne.

« Néanmoins, afin que le dispositif conserve une certaine souplesse, ce sera au règlement général de l'AMF de préciser lesquels des marchés non réglementés seront soumis à ces règles. Ainsi, conformément aux souhaits de ses promoteurs, le futur marché Alternext, par exemple, sera soumis à la réglementation relative à l'abus de marché ».

*ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 10*

**Ratification de l'ordonnance de transposition de la directive 2002/47/CE relative aux contrats de garantie financière**

**Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de ratifier expressément l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, qui contribue notamment à transposer la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière. Deux modifications du texte de l'ordonnance sont toutefois proposées, l'une rectifiant une erreur de coordination, et l'autre plus substantielle, portant sur l'inclusion des personnes physiques dans le champ du « *close out netting* ».**

**I. LA NECESSAIRE HARMONISATION DU RÉGIME DES GARANTIES TRANSFRONTALIÈRES**

L'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière a été prise en application de l'article 35 de la loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit et publiée au Journal officiel du 25 février 2005. **Cette habilitation fut introduite par le Sénat, sur une initiative de votre rapporteur général, et a en particulier pour objet de transposer la directive 2002/47/CE** du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, dont le délai limite de transposition a été fixé au 27 décembre 2003.

La ratification de cette ordonnance, proposée par le présent article additionnel, a fait l'objet d'un projet de loi n° 2339 déposé à l'Assemblée nationale le 18 mai 2005.

***A. CROISSANCE, HÉTÉROGÉNÉITÉ ET INSÉCURITÉ DES GARANTIES TRANSFRONTALIÈRES***

Parallèlement à la forte croissance des transactions financières, et plus particulièrement de celles portant sur les produits dérivés, **les contrats de garantie financière, qui ont pour objet de réduire le risque de crédit par lequel l'une ou l'autre des parties à une transaction n'honore pas son obligation de paiement, ont connu un fort développement au cours de la période récente, à côté d'autres techniques de gestion du risque de crédit que**



sont l'assurance ou les dérivés de crédit. On estime ainsi que le montant total des garanties constituées sur les marchés de produits dérivés s'élevait à environ 1.000 milliards de dollars début 2004.

Dans une optique de réduction de ce risque et de gestion des contraintes d'allocation des fonds propres, les opérateurs de marché ont souhaité conclure des **garanties transfrontalières**, qui ont pleinement participé de la croissance du montant global des garanties. L'établissement de ces garanties, également nommée « collatéralisation », s'effectue soit par la constitution d'une **sûreté** composée de titres et/ou d'espèces, soit par un **transfert en pleine propriété** de titres ou d'espèces.

La collatéralisation de transactions portant sur des instruments financiers à terme ou des opérations de mise en pension livrée a longtemps été une pratique complexe et **n'offrant pas une totale sécurité juridique**, compte tenu de l'hétérogénéité des formalités de constitution des garanties et des modalités de réalisation du collatéral<sup>1</sup>. Cette situation d'insécurité juridique a contribué à limiter l'efficacité des garanties transfrontalières et, partant, à limiter le volume des transactions, à accroître le coût d'accès aux services financiers et à nuire à la stabilité du système financier européen.

La seule législation européenne qui régissait jusqu'en 2002 l'usage de la compensation de soldes (le « *netting* ») et des garanties transfrontalières était la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres. Son champ d'application ne concerne toutefois que les opérations entre les banques centrales des Etats membres et la Banque centrale européenne.

Il importait donc d'instaurer un régime homogène de la collatéralisation au niveau européen, ce qui a constitué l'objet de la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, également appelée « **directive collatéral** », qui constituait une des avancées majeures du Plan d'action pour les services financiers de la Commission européenne.

---

<sup>1</sup> *Les formalités de constitution de ces garanties (enregistrement ou dépôt, notification au teneur de compte, création d'un compte spécial, mise à disposition ou livraison du collatéral...) sont souvent spécifiques à chaque juridiction. Ces formalités peuvent également varier en fonction de la nature même du collatéral : espèces, titres de dette ou de capital, titres physiques ou dématérialisés, titres nominatifs ou au porteur. En outre, il arrive que le droit national de l'une des contreparties ne reconnaisse pas la validité juridique du transfert en pleine propriété, qui est alors requalifié en simple gage. Il subsiste donc un risque que les formalités appliquées ne soient pas parfaites et ne confèrent plus à la garantie son caractère valable et opposable aux tiers. L'hétérogénéité des règles juridiques est également présente dans les modalités de réalisation du collatéral, ce qui peut créer d'importantes difficultés en cas de faillite d'une des contreparties.*

## **B. LES PRINCIPALES DISPOSITIONS DE LA DIRECTIVE 2002/47/CE**

La directive 2002/47/CE précitée vise à créer un régime communautaire minimal de nature à favoriser l'acceptation mutuelle des garanties transfrontalières, et *in fine* la poursuite de l'intégration des marchés financiers européens. Ses principales dispositions sont les suivantes :

- le **champ d'application** de la directive (article premier) ne repose pas sur une définition *rationae materiae* des créances couvertes, mais **sur un critère *rationae personae* de détermination des parties au contrat** (le preneur et le constituant de la garantie) en distinguant, d'une part, les personnes publiques et les personnes dites « réglementées » du secteur financier<sup>1</sup> et, d'autre part, les entreprises commerciales qui ne sont pas soumises à un agrément ou à une réglementation prudentielle. **Les parties au contrat doivent nécessairement appartenir à l'une de ces catégories**, et une entreprise commerciale non réglementée ne peut contracter une garantie financière qu'avec une entité réglementée(e) visée au paragraphe 2 de l'article premier.

En outre, la directive ouvre aux Etats membres la possibilité d'exclure du champ d'application les contrats dans lesquels l'une des parties est une entité commerciale non réglementée. **Le choix de cette faculté par certains Etats membres risquerait toutefois de restreindre l'efficacité des garanties transfrontalières.**

Le champ d'application des garanties financières (paragraphe 4 de l'article premier) est large puisqu'il concerne tout contrat comportant un règlement en espèces ou la livraison d'instruments financiers, ce qui, dans la pratique, **couvre tout type de contrat commercial** ;

- **les Etats membres reconnaissent deux régimes distincts de garantie**, l'un avec transfert de propriété, et l'autre avec constitution de sûreté sans transfert de propriété (nantissement), dont le premier paragraphe de l'article 2 de la directive donne des définitions ;

- **le formalisme attaché à la constitution et à la mise en oeuvre de ces garanties doit être réduit**. La directive retient ainsi comme seul critère de constitution l'existence d'un accord écrit permettant l'identification des actifs composant le collatéral et une dépossession effective. Aux termes de l'article 3, aucun acte formel supplémentaire (tel que la publication dans un journal, l'inscription dans un registre ou la notification) ne doit être requis pour la constitution, la validité, la conclusion ou l'opposabilité d'un tel contrat ;

---

<sup>1</sup> Soit les établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurance, organismes de placement collectif en valeurs mobilières et sociétés de gestion.

- les Etats membres prévoient la faculté de **réutilisation** des titres nantis par le créancier-bénéficiaire du nantissement en contrepartie d'une obligation de restitution<sup>1</sup> (article 5). Il s'agit d'une innovation juridique majeure qui n'est pas prévue en droit français<sup>2</sup> ;

- les Etats membres se dotent de mécanismes simplifiés de mise en oeuvre des garanties, qui étendent la possibilité de compenser les obligations réciproques des parties. Les clauses de compensation avec déchéance du terme (« **close-out netting** »), déjà reconnues en droit français, doivent ainsi pouvoir produire leurs effets dans tous les Etats membres (article 7) ;

- **les garanties financières constituées sous ce régime sont opposables aux procédures collectives ainsi qu'aux procédures civiles d'exécution.** Les procédures de rétroactivité ou de période suspecte ne peuvent en particulier pas faire obstacle aux droits et obligations découlant du contrat (articles 7 et 8) ;

- les Etats membres doivent appliquer une **règle de conflit de lois** (en l'espèce la *lex rei sitae*), qui précise le droit applicable aux garanties constituées sur des instruments financiers **en fonction du lieu de localisation du « compte pertinent »** auquel ils sont crédités (article 9).

La Commission européenne présentera au Parlement européen et au Conseil un **rapport** sur l'application de cette directive, au plus tard le 27 décembre 2006.

## **II. LES PRINCIPALES DISPOSITIONS DE L'ORDONNANCE DU 24 FÉVRIER 2005**

### ***A. LES ADAPTATIONS RÉCENTES MAIS ENCORE INSUFFISANTES DU DROIT FRANÇAIS***

Le droit français permet traditionnellement le recours à des garanties sous la forme de sûretés réelles sans transfert de propriété (**nantissement**), principalement sous la forme d'un gage. Le mécanisme du gage présente

---

<sup>1</sup> *Le preneur de la garantie dispose donc du droit de réutiliser les actifs remis et peut procéder à leur nantissement, leur mise en vente, leur prêt ou leur mise en pension, y compris lorsque cette garantie est constituée par une sûreté, dès lors que le contrat liant les parties le prévoit. Le « droit d'utilisation » (en pratique de ré-utilisation) ou « re-use », c'est-à-dire la possibilité donnée à un créancier gagiste de disposer en pleine propriété des actifs nantis à son bénéfice, constitue une innovation majeure dans notre droit romano-germanique, puisque les créanciers gagistes n'y sont normalement investis que d'un droit de possession, sauf exception telle que le gage-espèces.*

<sup>2</sup> *Car il peut être assimilé au droit de disposer d'une chose de manière absolue, au sens de l'article 544 du code civil, ce qui est susceptible de conduire à la **requalification** de la sûreté en garantie avec remise en pleine propriété.*

toutefois un **formalisme assez lourd** pour sa constitution, nécessitant un acte écrit et une dépossession réelle du débiteur, comme pour sa mise en oeuvre (enchères et intervention du juge). **Ces exigences pouvaient apparaître dirimantes lorsqu'il s'agissait de garantir des transactions réalisées sur les marchés financiers.**

Notre droit a donc évolué pour s'adapter aux besoins du secteur financier. D'une part, des mécanismes reposant sur un transfert de propriété, et offrant ainsi une sécurité plus élevée que le gage, ont été admis ponctuellement, pour les systèmes interbancaires de paiement, les opérations intervenues dans le cadre de systèmes de règlement-livraison ou lors de l'intervention d'une chambre de compensation. D'autre part, **le gage de compte d'instruments financiers**, prévu par l'article L. 431-4 du code monétaire et financier<sup>1</sup>, permet une constitution plus souple du nantissement et offre une plus grande protection au créancier. Cet instrument permet en effet à un créancier de constituer un gage sur un compte que le débiteur peut utiliser tant que le montant des instruments financiers inscrits en compte couvre la garantie initiale.

A l'initiative de votre commission des finances, les mécanismes conventionnels de résiliation-compensation des créances et des dettes (***close-out netting***, et, dans le cas d'une compensation de soldes issus de conventions distinctes, ***global netting***) ont également été améliorés et unifiés, successivement par la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques puis par la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière. Anticipant en partie la transposition de la directive sur les contrats de garantie financière, l'article 38 de la loi de sécurité financière, modifiant l'article L. 431-7 du code monétaire et financier, a en particulier permis de lever certaines ambiguïtés et de **supprimer la restriction du *global netting* aux seuls établissements financiers.**

**La transposition de la directive nécessite néanmoins certains aménagements**, portant en particulier sur un élargissement très important du champ matériel d'application du régime des garanties financières, un allègement des formalités attachées à la constitution comme à la réalisation de ces garanties, notamment par l'abandon de l'obligation de se référer aux conventions-cadres de place, et sur l'introduction d'un droit de « ré-utilisation » des titres nantis.

## ***B. LE CONTENU DE L'ORDONNANCE***

L'ordonnance précitée aménage le régime du gage de compte d'instruments financiers de l'article L. 431-4 du code monétaire et financier, organise le régime des fruits et produits des instruments financiers gagés et

---

<sup>1</sup> Introduit par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

refond les mécanismes de *close-out netting* et de garanties en remplaçant l'article L. 431-7 du même code par de nouveaux articles L. 431-7 à L. 431-7-5.

### **1. Les précisions apportées au régime juridique du gage de compte d'instruments financiers et aux fruits et produits de certains comptes gagés**

**L'article premier de l'ordonnance précise le régime juridique du gage de compte d'instruments financiers.** D'une part, l'ordonnance rappelle que bénéficient du régime du gage non seulement les titres initialement inscrits dans le compte gagé, mais également ceux qui y ont été inscrits postérieurement, en garantie de la créance initiale. Ce mécanisme est au cœur du gage de compte d'instruments financiers dont il assure la souplesse, mais il avait été contesté sur la base d'une interprétation erronée de la lettre de la loi. **L'ordonnance précise ainsi l'interprétation qu'il faut donner à la loi**, sans en changer le sens.

D'autre part, l'article premier prévoit l'ajout d'un alinéa à l'article L. 431-4 du code monétaire et financier pour **organiser le régime des fruits et produits des instruments financiers gagés lorsqu'ils sont en forme nominative et conservés par l'émetteur.** Ces fruits et produits en espèces (dividendes et intérêts) doivent être inscrits au crédit d'un **compte spécial** ouvert au nom du titulaire du compte gagé dans les livres d'un intermédiaire habilité ou d'un établissement de crédit. Ce compte spécial est réputé faire partie intégrante du compte gagé à la date de signature de la déclaration de gage. Le créancier gagiste peut obtenir, sur simple demande au teneur du compte spécial, une **attestation** comportant l'inventaire des sommes en toute monnaie inscrites au crédit de ce compte à la date de la délivrance de cette attestation.

### **2. Les mesures de transposition de la directive 2002/47/CE**

**L'article 2 assure la transposition de la directive 2002/47/CE sur les contrats de garantie financière.** Il opère une profonde modification de l'article L. 431-7 du code monétaire et financier, qui est abrogé et remplacé par **six nouveaux articles L. 431-7 à L. 431-7-5** couvrant un champ plus large.

Le nouvel article L. 431-7 redéfinit le domaine d'application des garanties financières **en offrant ainsi de plus larges possibilités aux entités publiques ou réglementées cocontractantes.** Pour celles-ci en effet, les obligations financières issues de tout contrat peuvent bénéficier des mécanismes prévus aux nouveaux articles L. 431-7 à L. 431-7-5. En revanche,

**les entreprises commerciales non réglementées ne bénéficient pas de cette extension** mais conservent les prérogatives dont elles disposent actuellement dans l'article L. 431-7, pour les seules obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers réalisées avec une entité publique ou une personne réglementée.

La condition tenant à la conformité des conventions passées entre les parties, quelle que soit leur qualité, aux principes généraux de conventions-cadres de place, nationales ou internationales est **supprimée**, conformément aux dispositions de la directive. Les dispositions relatives aux mécanismes de résiliation-compensation (*close-out netting*) ou de compensation globale d'obligations réciproques (*global netting*) prévues par l'actuel article L. 431-7 sont reprises, adaptées au nouveau champ d'application et regroupées aux II et III du nouvel article L. 431-7.

Le texte proposé pour l'article L. 431-7 précise enfin que les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation des opérations susmentionnées **sont opposables aux tiers, notamment aux créanciers**, et sont opposables **aux procédures d'exécution**.

Le texte proposé pour le nouvel article L. 431-7-1 reprend les dispositions de l'actuel cinquième alinéa de l'article L. 431-7, qui prévoit déjà la cession de créances relatives aux obligations financières susmentionnées, mais en l'élargissant aux contrats issus de ces obligations. **Il simplifie également le mécanisme** en n'exigeant plus, pour les cessions de créances, que le débiteur cédé ait donné par écrit son accord à cette cession, mais qu'elle lui soit **seulement notifiée**.

Le nouvel article L. 431-7-2 étend la neutralisation du droit interne des procédures collectives, opérée par le sixième alinéa de l'actuel article L. 431-7, aux « *procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers* », conformément aux dispositions de l'article 7 de la directive.

Le nouvel article L. 431-7-3 reprend, en son **I**, le cinquième alinéa de l'actuel article L. 431-7, qui prévoit déjà que des garanties puissent être constituées sous forme de remises en pleine propriété ou de nantissement, sur des espèces, instruments financiers, valeurs, effets ou créances. Afin de se conformer à la directive, **il est proposé de préciser que ces garanties peuvent être constituées sur toute obligation présente ou future** découlant des obligations mentionnées au I de la nouvelle rédaction de l'article L. 431-7, et qu'elles sont réalisables même si l'une des parties fait l'objet d'une procédure collective, d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition tel que l'avis à tiers détenteur.

Les autres alinéas de l'article L. 431-7-3 introduisent en revanche des dispositions novatrices pour le droit français. Le texte proposé pour le **II** de cet article prévoit, **pour les garanties constituées entre des parties publiques ou régulées, un dispositif totalement dérogatoire au droit commun**. Il réduit au maximum les formalités de constitution, en ne prévoyant pas d'autre formalité que la possibilité d'une attestation par écrit qui pourra être faite dans un format électronique et exonérant leur réalisation de tout formalisme.

**Le III du même article introduit le droit de réutilisation par le bénéficiaire des biens et droits nantis, ce qui constitue l'une des principales innovations de l'ordonnance**. Ce droit doit avoir été prévu conventionnellement par les parties, et est subordonné à la restitution par le bénéficiaire de biens et droits équivalents. Il donnera une plus grande souplesse aux contrats de garanties sans transfert de propriété, permettant d'en abaisser le coût pour le constituant et d'en accroître l'intérêt économique pour le créancier. Le droit de réutilisation devra être mis en œuvre dans le respect des réglementations **garantissant le principe de ségrégation des actifs** et la réglementation prudentielle.

Le texte proposé par **l'article 2** pour le **IV** de l'article L. 431-7-3 assure la validité des opérations de réalisation des garanties face aux procédures d'exécution concernant les biens et droits donnés en garantie.

Le texte proposé pour le nouvel article L. 431-7-4 prévoit une **règle de conflit de loi conforme à celle de la directive**. La règle prévoit ainsi que la localisation du compte sur lequel sont inscrits les titres remis en garantie détermine le droit applicable au contrat de garantie.

Le nouvel article L. 431-7-5, symétrique à l'article L. 431-7-2, prévoit l'opposabilité des garanties non seulement aux procédures collectives du droit français, mais aux procédures équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers.

### **3. Les autres mesures de cohérence**

Au-delà des modifications précitées apportées à l'article L. 431-7, l'ordonnance prévoit des modifications apportées à d'autres articles du code monétaire et financier, afin de compléter et d'assurer la cohérence du nouveau dispositif mis en place.

Ainsi, le texte proposé par **l'article 3** de l'ordonnance pour le deuxième alinéa de l'article L. 141-4, relatif aux garanties constituées au profit des banques centrales nationales membres du système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne dans le cadre des systèmes de paiement, est modifié afin de rendre ces garanties opposables non

seulement, comme c'est actuellement le cas, en cas d'ouverture d'une procédure collective d'une de leurs contreparties, **mais aussi en cas d'ouverture de procédures d'exécution à l'encontre de ces dernières.**

**L'article 4** de l'ordonnance modifie l'article L. 330-2 du code monétaire et financier afin de clarifier et de préciser sa rédaction en tenant compte notamment des modifications de l'article L. 431-7 et de l'introduction des nouveaux articles L. 431-7-1 à L. 431-7-5. Les modifications apportées à l'article L. 330-2 **renforcent les garanties conclues dans le cadre des systèmes de règlements interbancaires et de règlement-livraison de titres.**

**L'article 5** abroge l'article L. 311-4 du code monétaire et financier pour tenir compte de ce que le nouveau champ d'application prévu par les articles L. 431-7 à L. 431-7-5 permet de couvrir également le cas des dettes et créances afférentes aux crédits et dépôts de fonds.

**L'article 6** permet l'application des dispositions de cette ordonnance dans les quatre collectivités d'outre-mer que sont Mayotte, la Nouvelle-Calédonie, la Polynésie française et Wallis-et-Futuna.

## II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

### *A. UNE RATIFICATION INDISPENSABLE*

Votre rapporteur général approuve les dispositions de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, dont le contenu est conforme au champ de l'habilitation accordée par l'article 35 de la loi de simplification du droit précitée. Cette réforme de notre droit des garanties financières apparaît à la fois **urgente**, compte tenu du retard pris par la France dans la transposition de la directive 2002/47/CE, et **indispensable** pour améliorer la gestion transfrontalière du risque de crédit et la fluidité des opérations financières en Europe. **Le I du présent article additionnel propose donc de ratifier cette ordonnance.**

L'introduction du **droit de réutilisation** par le bénéficiaire des titres à des fins de remise en garantie, par exemple lors d'opérations liées, contribuera à renforcer la sécurité juridique des preneurs de garanties et à réduire les coûts pour le constituant<sup>1</sup>. Cette disposition, attendue par les acteurs financiers, devrait contribuer à **réduire l'écart conceptuel en ce domaine entre le droit français et le droit anglo-saxon.** Ce dernier ne repose

---

<sup>1</sup> Dans la mesure où la perception d'un revenu par le bénéficiaire de la garantie lui permettra d'octroyer de meilleures conditions de financement au constituant.



en effet pas sur la notion de propriété mais sur celle de **titularité**<sup>1</sup> d'un droit de créance, qui selon la communauté financière offre davantage de souplesse pour la constitution et la réutilisation des titres mis en garantie.

En marge de cette ratification, il apparaît toutefois nécessaire, ainsi que le propose l'article 2 du projet de loi de ratification précité, de prévoir une **mesure de coordination rédactionnelle dans le code général des impôts**, afin de tenir compte de la nouvelle numérotation des articles L. 431-7 et suivants. Cette disposition fait l'objet du **III** du présent article.

### ***B. LA NÉCESSAIRE INCLUSION DES PERSONNES PHYSIQUES DANS LE CHAMP DU CLOSE-OUT NETTING***

Le texte proposé par l'article 2 de l'ordonnance pour le 1<sup>o</sup> du I du nouvel article L. 431-7 du code monétaire et financier prévoit que « *les dispositions de la présente section<sup>2</sup> sont applicables aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsqu'aucune des parties n'est une personne physique et que l'une au moins des parties à l'opération est un établissement de crédit, un prestataire de services d'investissement (...)* ». Ces dispositions impliquent ainsi que toute opération sur instruments financiers conclue avec une personne physique ne serait pas éligible au *close-out netting*, c'est-à-dire aux mécanismes de compensation bilatérale et de résiliation anticipée de créances avec déchéance du terme, le cas échéant en cas de faillite d'une des contreparties, et ce faisant, par dérogation au droit des procédures collectives.

**Il y a lieu de supprimer cette exclusion, et donc de rendre les personnes physiques éligibles à ce type d'opérations, pour trois raisons** : elle ne correspond pas à une transposition fidèle de la directive, elle constitue un revirement par rapport au droit positif antérieur, et elle va à l'encontre du développement de certaines opérations sur produits dérivés réalisées avec des personnes physiques.

#### **1. L'exclusion des personnes physiques du champ du *close-out netting* n'est pas explicitement prévue par la directive**

Le point e du paragraphe 2 de l'article premier de la directive « collatéral » **exclut les personnes physiques commerçantes ou non commerçantes de son champ d'application pour les seules garanties**

---

<sup>1</sup> Les investisseurs ne sont pas propriétaires des titres, mais titulaires d'un droit de créance à l'égard de l'intermédiaire qui tient le compte.

<sup>2</sup> Il s'agit d'une nouvelle section 2 intitulée « Compensation et cession de créances ».

remises à l'occasion d'opérations sous-jacentes<sup>1</sup>, et non pour ces opérations sous-jacentes elles-mêmes. La transposition en France de cette disposition aurait donc, le cas échéant, consisté à exclure les personnes physiques du champ des garanties, et dès lors, à faire figurer l'exclusion des personnes physiques à l'article L. 431-7-3 du code monétaire et financier, qui traite des garanties.

Or l'exclusion des personnes physiques est prévue par l'ordonnance dans l'article L. 431-7, qui traite du *close-out netting*. **Une telle disposition ne correspond donc pas à une transposition de la directive**, et une entité régulée ne pourrait pratiquer le *close-out netting* avec une personne physique, commerçante ou non, alors même que **la directive collatérale ne l'interdit pas puisqu'elle n'a pas vocation à traiter du *close-out netting*** entre opérations sous-jacentes mais des garanties liées à ces opérations sous-jacentes.

## **2. L'exclusion des personnes physiques du champ du *close-out netting* constitue un revirement par rapport au droit positif antérieur**

L'ancien article L. 431-7 du code monétaire et financier n'excluait pas expressément les personnes physiques. **Par une interprétation *a contrario* de cet article, les personnes physiques pouvaient même être considérées comme étant couvertes par le bénéfice du mécanisme de *close-out netting* de l'article L. 431-7.**

En effet, la seule exigence quant aux parties tenait à la présence d'au moins une des personnes visées à cet article<sup>2</sup>. L'article prévoyait alors que *« les dettes et les créances afférentes à toutes opérations sur instruments financiers (...) entre deux parties au moins, dont l'une est un prestataire de service d'investissements (...) sont compensables (...) et peuvent donner lieu à l'établissement d'un solde unique compensé »*.

---

<sup>1</sup> « Le preneur de la garantie et le constituant de la garantie doivent chacun appartenir à l'une des catégories suivantes : (...) **une personne autre qu'une personne physique**, y compris une entreprise non constituée en société et un groupement (*partnership*), pour autant que l'autre partie soit un établissement défini aux points a) à d) ».

<sup>2</sup> « Un établissement de crédit, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre ».

En outre, l'ancienne, comme la nouvelle rédaction de l'article L. 431-7, déroge expressément aux procédures de saisie<sup>1</sup> et aux procédures collectives prévues au Livre VI du code de commerce. Dans la mesure où le Livre VI du code de commerce<sup>2</sup> et les dispositions relatives aux saisies **peuvent s'appliquer à certaines personnes physiques** (ayant le statut de commerçant, d'artisan ou d'agriculteur), **on pouvait considérer que le mécanisme du *close-out netting* pouvait s'appliquer aux opérations conclues avec ces personnes.**

Au surplus, le projet de loi de sauvegarde des entreprises prévoit, en ses articles 13, 99 et 108<sup>3</sup>, d'étendre le champ des procédures collectives « à tout commerçant, à toute personne immatriculée au répertoire des métiers, à tout agriculteur, à toute autre personne physique exerçant une activité professionnelle indépendante, y compris une profession libérale soumise à un statut législatif ou réglementaire, ou dont le titre est protégé, ainsi qu'à toute personne morale de droit privé ».

On peut dès lors exciper que si le législateur avait estimé nécessaire, dans l'ancien article L. 431-7, de déroger au droit des faillites, c'est parce que cet article s'appliquait aux commerçants, artisans et agriculteurs, sans qu'aucune distinction soit faite dans cet article entre les sociétés commerciales et les commerçants, artisans ou agriculteurs personnes physiques. **L'article L. 431-7 avait donc vocation à s'appliquer à l'ensemble des commerçants, notamment aux personnes physiques qui exercent une activité commerciale en entreprise individuelle.**

### **3. Une telle exclusion va à l'encontre des pratiques existantes et du développement des opérations sur produits dérivés réalisées avec des personnes physiques**

Les opérations financières réalisées avec des particuliers représentent un volume qui, sans être considérable, augmente régulièrement depuis quelques années. Ces opérations répondent aujourd'hui à un besoin exprimé par certaines personnes physiques, en tant qu'investisseur, qui cherchent soit à se **couvrir contre divers risques** (de cours, de taux ou de change) par l'utilisation d'instruments dérivés (options ou *swaps* par exemple), soit à **dynamiser la gestion de leur patrimoine.**

---

<sup>1</sup> L'ancienne rédaction de cet article prévoyait ainsi que « les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation prévues par le règlement, la ou les conventions-cadres visées aux alinéas précédents **sont opposables aux créanciers saisissants** ». **Le mécanisme de *close-out netting* peut s'appliquer nonobstant l'ouverture d'une procédure de saisie.**

<sup>2</sup> Dont l'article L. 620-2 dispose que « le redressement et la liquidation judiciaires sont applicables à tout commerçant, à toute personne immatriculée au répertoire des métiers, à tout agriculteur et à toute personne morale de droit privé ».

<sup>3</sup> Respectivement relatifs au champ des procédures de sauvegarde, de redressement et de liquidation judiciaire.

Les personnes concernées sont **essentiellement des investisseurs avertis**, disposant d'un patrimoine élevé ou d'une connaissance étendue des mécanismes financiers, et qui confient tout ou partie de la gestion de leur patrimoine à un prestataire de services d'investissement, dans le cadre d'une prestation contractuelle que l'on désigne couramment par « **gestion privée** ».

Or, la réalisation de telles opérations, quelles que soient les contreparties, par les prestataires de services d'investissement suppose que des garanties puissent être données à ces derniers. **C'est en cela que l'article L. 431-7 du code monétaire et financier, dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance, notamment via les règles relatives à la compensation, permettait d'offrir une sécurité suffisante.**

De ce fait, il est alors probable que l'interdiction qui serait désormais faite au prestataire de bénéficier du *close-out netting* pour une catégorie de contreparties potentielles aurait pour conséquence directe de modifier l'appréciation que les prestataires porteraient sur la sécurité des opérations envisagées avec ces contreparties personnes physiques : **le risque sera grand de voir ces prestataires estimer insuffisantes les garanties par ailleurs offertes par ces personnes physiques.**

**Pour toutes ces raisons, votre rapporteur général recommande l'intégration des personnes physiques dans le champ d'application du *close-out netting*.** Le II du présent article propose donc de supprimer les termes du texte proposé par l'article 2 de l'ordonnance pour le 1° du I du nouvel article L. 431-7 du code monétaire et financier, relatifs à l'exclusion des personnes physiques.

**Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article additionnel**

## ARTICLE 11

### Amélioration des règles relatives à l'information périodique

**Commentaire :** le présent article vise à renforcer les obligations d'information périodique des entreprises auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF), et dans ce cadre, à préciser le rôle de l'AMF compte tenu de la mise en œuvre du principe de superviseur unique pour chaque émetteur au niveau européen.

#### I. LE DROIT EXISTANT

##### *A. LES OBLIGATIONS D'INFORMATION PÉRIODIQUE DANS LE DROIT ACTUEL*

Les émetteurs opérant sur un **marché réglementé**<sup>1</sup> sont soumis à de nombreuses obligations d'information et de publication : information préalable à l'admission d'instruments financiers sur le marché, information périodique et permanente une fois ces instruments admis.

Actuellement, les obligations de publication d'information **périodique** à la charge des sociétés sont réparties entre plusieurs textes de nature distincte et différent selon la nationalité de l'émetteur ou l'instrument financier (titre de capital, titres de créance, titres donnant accès au capital), comme l'indique le tableau synthétique suivant.

---

<sup>1</sup> Selon l'article 4 de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, un marché réglementé est « un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre - en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires - de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions du titre III [relatif au marché réglementé]».

## Obligations de publications des émetteurs cotés sur un marché réglementé français

### Titres de capital

#### EMETTEURS FRANCAIS

#### EMETTEURS ETRANGERS

##### - Publication annuelle

*Articles 295 et 296 du décret du 23.03.1967*

Publication 15 jours au moins avant l'assemblée générale approuvant les comptes : des comptes annuels ; du projet d'affectation du résultat ; des comptes consolidés, s'ils sont disponibles.

Publication dans les 45 jours qui suivent l'approbation des comptes par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires : des comptes annuels approuvés, revêtus de l'attestation des commissaires aux comptes ; de la décision d'affectation des résultats ; des comptes consolidés revêtus de l'attestation des commissaires aux comptes

Le décret du 23 mars 1967 n'est pas applicable aux émetteurs ayant leur siège social à l'étranger.

**Toutefois, l'article 211-40 du règlement général de l'AMF** impose à ces émetteurs de transmettre un ensemble d'informations « *équivalentes à celles données sur les autres marchés où les titres sont négociés* »

##### - Publication semestrielle

*Article 297-1 du décret du 23.03.67*

*Article 221-2 du règlement général de l'AMF*

Publication dans les quatre mois qui suivent la fin du 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice : d'un tableau d'activités et de résultats indiquant notamment le montant net du chiffre d'affaires et le résultat courant avant établissement de l'impôt ; d'un rapport d'activité semestriel, une attestation des commissaires aux comptes.

**- Publication trimestrielle**

**Article 297 du décret du 23.03.1967**

Publication dans les 45 jours qui suivent chacun des trimestres de l'exercice « *par branches d'activités, le montant net du chiffre d'affaires du trimestre écoulé et le cas échéant, de chacun des trimestres précédents de l'exercice en cours et de l'ensemble de cet exercice, ainsi que l'indication des chiffres d'affaires correspondants de l'exercice précédent.* »

**Titres de créance**

**Article 211-40 du règlement général de l'AMF** : les émetteurs, français ou non, sont tenus de « *publier des extraits substantiels de comptes annuels et consolidés, le cas échéant, dans les six mois qui suivent la fin de l'exercice ; les collectivités locales et les émetteurs bénéficiant de la garantie de l'Etat sont dispensés de cette publication* ».

**Titres donnant accès au capital**

**Pas de disposition particulière prévue.**

Cependant, compte tenu de ce que le titre en capital est lui-même en pratique émis, les émetteurs se trouvent soumis aux obligations de publication liées aux titres de capital cotés sur un marché réglementé français.

**Publication des informations privilégiées à la charge des émetteurs cotés sur le marché réglementé français** : Article 222-3 du règlement général de l'AMF : « *Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement* ». Selon l'article 621-1 du règlement général de l'AMF « *Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.* »

## **B. LE RESPECT DE CES OBLIGATIONS**

L'article 299-1 du décret du 23 mars 1967 prévoit que les manquements aux obligations de publication et d'information sont punis de **l'amende prévue pour les contraventions de cinquième classe**, soit 1.500 euros (3.000 euros en cas de récidive). Cette amende vise les présidents, les administrateurs, les directeurs généraux ou les gérants des sociétés cotées sur le marché réglementé.

Cette sanction n'est toutefois pas efficace à plusieurs titres : premièrement les sommes ne sont pas importantes, deuxièmement le Parquet ne poursuit que très rarement les sociétés défailtantes, troisièmement, le caractère pécuniaire de la sanction ne permet pas de rétablir une information satisfaisante des investisseurs.

Toutefois les défauts de la sanction pénale peuvent être palliés par l'application de certaines dispositions du code monétaire et financier.

Ainsi **l'article L. 621-14 du code monétaire et financier** prévoit que *« le collège [de l'AMF] peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte (...) à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts »*.

Le président de l'AMF peut en outre *« demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui est responsable de la pratique relevée de se conformer aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets. »*

Par ailleurs, **l'article L. 621-18 du même code** prévoit plusieurs dispositions spécifiques par rapport aux obligations d'information et de publication :

- un pouvoir d'**injonction de l'AMF** puisqu'elle peut *« ordonner à ces émetteurs de procéder à des publications rectificatives dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans les documents publiés »* ;

- un pouvoir de **correction** puisque le texte précise qu'en cas de non respect de cette injonction, l'AMF pourra procéder **elle-même** à la publication des données en cause, aux frais des émetteurs défailtants ;

- une possibilité pour l'AMF de rendre publique ses observations, ce qui peut avoir un effet dissuasif.



## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **I** du présent article propose de modifier le code monétaire et financier en ajoutant à la suite de l'article L. 451-1 dudit code quatre nouveaux articles. Le **II** modifie l'article L. 621-18 du code monétaire et financier relatif au contrôle par l'AMF du respect des obligations d'information. Le **III** modifie l'article L. 621-21 relatif aux obligations des commissaires aux comptes et le **IV** précise l'entrée en vigueur des différentes dispositions.

### ***A. LE RENFORCEMENT DES OBLIGATIONS D'INFORMATION PÉRIODIQUE DES ÉMETTEURS AUPRÈS DE L'AMF***

#### **1. L'article L. 451-1-1 du code monétaire et financier : dépôt d'un document récapitulatif l'ensemble des informations publiées au cours des douze derniers mois**

Conformément à l'article 10 de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 relative au prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, le nouvel article L. 451 1-1 du code monétaire et financier met en place une nouvelle obligation d'information périodique de l'AMF.

Cette nouvelle obligation, à la charge des émetteurs, correspond à un dépôt auprès de l'AMF d'un document récapitulatif l'ensemble des informations publiées au cours de l'année écoulée dans le cadre de leurs obligations nationales ou communautaires. Le dépôt de cet « **index** » est effectué après la publication de leurs comptes annuels, selon des modalités qui sont fixées par le règlement général de l'AMF.

Les émetteurs concernés sont :

- les émetteurs cotés sur un marché réglementé de l'Espace économique et européen (EEE) ;

- qui possèdent des instruments financiers autres que les titres de créance d'une valeur nominale supérieure à 50.000 euros, et dont l'échéance est supérieure ou égale à douze mois ;

- et pour lesquels l'AMF « *est compétente pour viser le document mentionné à l'article L.412-1* » du code monétaire et financier, c'est-à-dire les personnes pour lesquelles en application de l'article L. 621-8 du même code, l'AMF est tenue de viser « un prospectus »<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> cf. commentaire de l'article 8 du présent projet de loi.

## 2. Le renforcement de l'information périodique

Conformément à la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 relative à l'harmonisation des obligations de transparence, dite directive « transparence », le présent article élargit les obligations d'information périodique des émetteurs en ajoutant au code monétaire financier les trois articles nouveaux suivants : L. 451-1-2, L. 451-3 et L. 451-1-4.

### *a) Les émetteurs concernés*

Les personnes concernées sont **les émetteurs, qui opèrent sur un marché réglementé de l'Espace économique européen, relèvent de la supervision de l'Autorité des marchés financiers (cf. *infra*)**.

Toutefois certains émetteurs, conformément à la directive, ne sont pas concernés par ces obligations comme le précise le **nouvel article L.451-1-4 du code monétaire et financier**. Il s'agit :

- des « *Etats parties à l'accord sur l'EEE et leurs collectivités territoriales* » ;

- de « *la Banque centrale européenne et les banques centrales des Etats* » appartenant à l'EEE ;

- des « *organismes internationaux à caractère public dont l'un des Etats* » appartenant à l'EEE fait partie ;

- des « *émetteurs de titres de créance inconditionnellement et irrévocablement garantis par l'Etat ou par une collectivité territoriale française* » ;

- des « *émetteurs dont les titres de créance ont une valeur nominale supérieure ou égale à 50.000 euros et dont aucun autre instrument financier mentionné aux I et II de l'article L. 451-1-2 n'est admis aux négociations sur un marché réglementé.* » Cette dernière exclusion se justifie par le fait que ces émetteurs s'adressent en priorité à des investisseurs professionnels, situations dans lesquelles les obligations d'informations de l'émetteur sont définies de manière contractuelle.

### *b) L'obligation d'information*

Les émetteurs soumis au nouvel article L. 451-1-2 du code monétaire et financier doivent procéder à la publication et au dépôt **auprès de l'AMF** d'un certain nombre de rapports et informations à caractère financier :

---

- **un rapport financier annuel** dans les quatre mois qui suivent la clôture des comptes de l'exercice (I du futur article). Le rapport annuel comprendrait cinq parties, à savoir les comptes annuels, les comptes consolidés, un rapport de gestion, une déclaration des personnes physiques responsables des documents, et une attestation des commissaires aux comptes ;

- **un rapport financier semestriel** dans les deux mois qui suivent la fin du premier exercice (II du futur article). Le rapport semestriel se composerait de la production des comptes condensés pour le semestre écoulé, d'un rapport semestriel d'activité, d'une déclaration des personnes physiques responsables des documents, et d'une attestation des commissaires aux comptes ;

- **une information financière trimestrielle** dans les 45 jours qui suivent la fin des premiers et troisièmes trimestres de l'exercice. **Si les informations demandées dans le cadre des rapports annuels et semestriels étaient d'ores et déjà pour la majorité d'entre elles exigées, l'information trimestrielle a été l'objet de modifications sensibles** afin de tenir compte des exigences européennes. **Elle est désormais beaucoup plus détaillée :**

- elle comporte dorénavant une indication du montant net du chiffre d'affaires par « **segment d'activité** » et non plus par « **branche** » d'activité. Cette substitution est justifiée par la volonté de respecter les normes IFRS (*International financial reporting standard*) et plus particulièrement la norme IAS/IFRS 14 qui prévoit que les entreprises devront fournir leurs informations déclinées par segment d'activité<sup>1</sup>. On peut rappeler que l'ensemble des entreprises européennes cotées sur un marché réglementé devra avoir adopté les normes IFRS avant la fin de cette année et que cette modification dans la présentation de l'information trimestrielle ne devrait pas par conséquent représenter une contrainte supplémentaire ;

---

<sup>1</sup> Un segment correspondant à la conjonction d'un secteur d'activité et d'une zone géographique. Le secteur d'activité est défini à l'aide de cinq critères de distinction (nature des produits et services, type de clientèle, méthodes de distribution, nature des procédés de production, environnement réglementaire) tandis que la zone géographique est définie comme une composante de l'entreprise évoluant dans un environnement économique donné comportant des risques et donnant lieu à des rentabilités différentes des autres zones géographiques.

- elle comprend également, conformément à l'article 6 de la directive du 15 décembre précitée « *une explication des opérations et événements importants qui ont eu lieu pendant la période considérée et une explication de leur incidence sur la situation financière de l'émetteur et des entités qu'il contrôle* » ;
- et « *une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur et des entités qu'il contrôle pendant la période considérée* ».

L'information trimestrielle est une des modalités possibles de transposition de l'article 6 de la directive relatif aux déclarations intermédiaires de la direction. La législation européenne prévoit en effet que la publication de déclarations intermédiaires de la direction n'est pas nécessaire si des rapports financiers trimestriels sont déjà publiés (ce qui est le cas en France depuis le décret du 23 mars 1967) et s'ils respectent les exigences européennes en matière de déclarations intermédiaires.

Dans cette perspective **la France se singularisera par la demande du montant net du chiffre d'affaires par « segment d'activité »**, héritage du décret du 23 mars 1967<sup>1</sup>, en plus des documents demandés conformément à la directive.

**- enfin doit être communiqué à l'AMF et aux gestionnaires des marchés tout projet de modification des statuts.** Le VI du nouvel article L. 451-1-2 du code monétaire et financier prévoit que les émetteurs soumis aux obligations de dépôt et de publication d'un rapport annuel financier doivent également communiquer **à l'AMF ainsi qu'aux autres gestionnaires des marchés réglementés de l'Espace économique européen tout projet de modification de leurs statuts** dans un délai fixé par le règlement de l'AMF. Actuellement, cette information n'est rendu publique que si les émetteurs cotés sur le marché réglementé estiment qu'il s'agit d'une information privilégiée, c'est-à-dire qui peut avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers. **Le présent projet de loi permet ainsi de mieux encadrer la diffusion de cette information qui n'est pas sans importance.**

Le paragraphe V du nouvel article L. 451-1-2 du code monétaire et financier indique en outre que le règlement général de l'AMF pourra préciser le contenu des documents ci-dessus mentionnés, tout comme il fixera les modalités de publication, de dépôt et de conservation de ces mêmes documents. A cet égard, **votre rapporteur général remarque que l'obligation prévue par la directive de maintenir les rapports à « la disposition du public pendant au moins 5 ans » n'est pas reprise par le présent projet de loi et qu'elle devra donc être reproduite dans le règlement général de l'AMF.**

---

<sup>1</sup> Le décret du 23 mars 1967 fait référence à la « *branche d'activité* » (cf. supra).

## **C. LES COMPÉTENCES DE L'AMF**

### **1. Définition des compétences de l'AMF dans le cadre de la mise en oeuvre du principe de superviseur unique**

Afin d'améliorer l'efficacité du fonctionnement du marché, la directive « transparence » **confie chaque émetteur à une autorité de supervision nationale unique chargée de contrôler le respect des obligations d'informations périodiques**. Cela représente une simplification sensible pour les émetteurs qui sont cotés sur plusieurs marchés de l'Espace Economique Européen.

**L'AMF est ainsi l'autorité de supervision pour les émetteurs dont la France est « l'Etat membre d'origine », soit de manière automatique, soit de manière optionnelle<sup>1</sup>**. On peut noter que le considérant 6 de la directive « transparence » précise que les règles de supervision dans le cadre de cette directive doivent être en cohérence avec celles de la directive « prospectus ».

S'agissant du nouvel article L. 451-1-1 du code monétaire et financier, l'AMF sera ainsi compétente pour la supervision de la publication de l'index<sup>2</sup> par les émetteurs dont elle vise « le prospectus »<sup>3</sup>, c'est-à-dire des émetteurs dont elle est l'autorité de supervision, en application des règles applicables pour définir l'Etat membre d'origine.

S'agissant du nouvel article L. 451-1-2 du code monétaire et financier, l'AMF sera compétente pour la supervision de la publication et du contenu de l'information périodique :

---

<sup>1</sup> L'article 2.1 de la directive définit « l'Etat membre d'origine » en distinguant 2 cas :

« i) **dans le cas d'un émetteur de titres de créance dont la valeur nominale unitaire est inférieure à 1.000 euros ou d'un émetteur d'actions :**

- lorsque l'émetteur a son siège statutaire dans la Communauté, l'Etat membre où il a ce siège;
- lorsque l'émetteur a son siège statutaire dans un pays tiers, l'Etat membre de l'autorité compétente auprès de laquelle il est tenu de déposer une information annuelle en vertu de l'article 10 de la directive 2003/71/CE.

La définition de l'Etat membre d'origine est applicable aux titres de créance libellés dans une autre devise que l'euro, à condition que leur valeur nominale unitaire soit, à la date d'émission, inférieure à 1 000 euros, sauf si elle est presque équivalente à 1 000 euros;

ii) **pour tout émetteur non visé au point i)**, l'Etat membre **choisi** par l'émetteur entre l'Etat membre où il a son siège statutaire et les Etats membres qui ont admis ses valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé sur leur territoire. L'émetteur ne peut choisir qu'un seul Etat membre comme Etat membre d'origine. Son choix demeure valable pendant au moins trois ans sauf si ses valeurs mobilières ne sont plus admises à la négociation sur aucun marché réglementé dans la Communauté. »

<sup>2</sup> récapitulant l'ensemble des informations publiées durant l'année écoulée.

<sup>3</sup> Cf. commentaire de l'article 8 du présent projet de loi.

- des émetteurs **français** possédant des titres de capital, ou des titres de créance dont la valeur nominale est **inférieure** à 1.000 euros, qui sont cotés sur un marché réglementé de l'Espace économique européen et dont l'AMF est obligatoirement l'autorité de régulation ;

- des émetteurs **français** ou **européens** possédant **des titres donnant accès au capital ou des titres de créance** dont la valeur nominale est supérieure ou égale à 1000 euros, **lorsqu'ils ont choisi l'AMF** comme autorité de supervision parmi les autorités compétentes des pays où ils sont cotés sur un marché réglementé ou du pays où ils ont leur siège statutaire.

- **des émetteurs établis hors de l'EEE** possédant des titres de capital, ou des titres de créance dont la valeur nominale est **inférieure** à 1.000 euros et qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'EEE, **quand ils choisissent l'AMF comme entité de régulation**. Ces dispositions visent à proposer un guichet unique aux sociétés non-européennes qui viendraient à être cotées sur plusieurs marchés réglementés européens.

Toutefois, **s'agissant des émetteurs ayant leur siège social hors de l'Espace économique européen**, le VIII du nouvel article L. 451-1-2 prévoit qu'ils peuvent être dispensés de leurs obligations d'information périodique auprès de l'AMF si celle-ci estime « *équivalentes les obligations auxquelles ceux-ci sont soumis* ». Dans cette perspective, l'AMF devra publier la liste des Etats dont elle considère les dispositions législatives et réglementaires équivalentes à celles auxquelles seraient soumis les émetteurs au titre de la réglementation française.

Enfin, on peut relever que le principe du superviseur unique ne s'applique pas aux projets de modification des **statuts qui doivent être communiqués à l'AMF ainsi** qu'aux autres régulateurs.

## **2. Le contrôle du respect des obligations d'information par l'AMF**

### *a) Le contrôle de l'AMF vis-à-vis des émetteurs dont elle est l'autorité de supervision*

Le **II** du présent article modifie l'article L. 621-18 du code monétaire et financier afin notamment d'élargir les pouvoirs de vérification de l'AMF en cas de non respect des obligations de publication. Cet article vise dorénavant expressément les émetteurs mentionnés au nouvel article L. 451-1-2 dudit code, c'est à dire ceux dont elle est l'autorité de supervision.

Il propose :

- **une nouvelle rédaction plus générale** puisque l'article renvoie désormais « *aux émetteurs* » et non plus aux sociétés ;

- **la mise en place d'un droit de communication au profit de l'AMF** puisqu'aux fins de vérification des informations publiées par les émetteurs, l'AMF pourra « *exiger des émetteurs, des personnes qui les contrôlent ou sont contrôlées par eux, et de leurs commissaires aux comptes ou contrôleurs légaux ou statutaires, qu'ils fournissent tous documents et informations utiles.* » ;

- un **pouvoir d'injonction plus étendu, puisque l'AMF** pourra non seulement ordonner des publications rectificatives mais également des publications « **complémentaires** » dans le cas d'inexactitudes ou d'omissions ;

- **la possibilité pour les émetteurs de justifier et de défendre leur situation** puisque l'AMF ne pourra procéder elle-même aux publications rectificatives qu' « *après avoir entendu l'émetteur* ».

*b) le cas des émetteurs relevant d'une autre autorité de régulation*

De manière générale, se pose la question des pouvoirs de l'AMF vis-à-vis des émetteurs dont elle ne supervise pas les obligations d'information périodique, notamment dans le cas où ces émetteurs ne respectent pas leurs obligations d'information.

Le présent article prévoit une solution particulière pour les émetteurs qui en application des principes du libre choix du superviseur et du superviseur unique **peuvent relever de la supervision d'une autorité de marché autre que l'AMF, alors même que leurs titres sont admis uniquement aux négociations sur le marché réglementé français.**

Pour ces émetteurs, le présent projet de loi propose d'introduire, conformément à l'article 21.3 de la directive « transparence », un **nouvel article L. 451-1-3 du code monétaire et financier, précisant que l'AMF** veille au respect des obligations en matière d'information réglementée au sens de la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004.

On peut rappeler que l'information réglementée correspond selon la directive (article 2, 1.k) à « *toute information que l'émetteur, ou toute autre personne ayant sollicité sans le consentement de celui-ci l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, est tenu de communiquer en vertu de la présente directive, de l'article 6 de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) ou des dispositions législatives ou réglementaires ou administratives d'un Etat*

*membr e adoptées en vertu de l'article 3, paragraphe 1 de la présente directive ».*

### **3. Le renforcement de la coopération entre les autorités de régulation européennes**

Le **III** du présent article propose de compléter le deuxième alinéa de l'article L. 621-21 du code monétaire et financier afin **d'étendre les possibilités de coopération entre l'Autorité des marchés financiers et les autres autorités de régulation européennes**. Cette coopération est la **contrepartie** de l'harmonisation européenne en matière de transparence.

Il est proposé que l'AMF puisse « *échanger des informations confidentielles relatives aux obligations mentionnées aux articles L. 412-1, L. 451-1-2 et L. 451-1-3 avec les entités auxquelles ces autorités ont délégué le contrôle de ces obligations de secret professionnel. A cette fin, l'Autorité des marchés financiers peut signer des conventions organisant ses relations avec ses entités déléguées* ».

Ce nouvel alinéa concerne les informations susceptibles d'être échangées dans le cadre des obligations mentionnées à l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, c'est-à-dire les obligations générales de publicité en cas d'appel public à l'épargne<sup>1</sup>, à l'article L. 451-1-2 du même code qui concerne les obligations d'information périodique ou préalable à un changement de statut, et à l'article L. 451-1-3 relatif à l'information réglementée donnée par certains émetteurs.

**La mention « d'entités déléguées » est novatrice.** Elle permet de prendre en compte la possibilité donnée par la directive « transparence » que certaines tâches des autorités administratives compétentes, telles que l'AMF en France, puissent être déléguées à d'autres autorités, qui ne sont pas nécessairement de nature administrative comme le précise l'article 24 de la directive.

Ainsi au Royaume-Uni, la *Financial Services Authority* a délégué le contrôle des rapports d'information publiés par les entreprises au *Financial Reporting Review Panel*, qui était initialement une structure privée. En couvrant la diversité des organismes délégataires, le terme « d'entités déléguées » permet à l'AMF d'avoir des échanges avec les Etats qui useraient de la faculté offerte par la directive, à condition toutefois que ces entités soient « *astreintes aux mêmes obligations de secret professionnel* ».

---

<sup>1</sup> Article réécrit par l'article 8 du présent projet de loi.



Le dernier alinéa précise que l'AMF pourra signer des conventions organisant des relations avec les « *entités déléguées* », ce qu'elle peut déjà faire avec les autorités ayant des compétences analogues aux siennes.

#### **D. ENTRÉE EN VIGUEUR DES DISPOSITIONS**

Le IV du présent article indique que **les dispositions de l'article 11 entreront en vigueur le 20 janvier 2007**, date à laquelle la « directive transparence » devra être transposée.

Toutefois, **les dispositions qui transposent la directive « prospectus » ont vocation à entrer en vigueur dès la publication de la loi** compte tenu de ce que la transposition de cette directive doit en principe être achevée avant le 31 juillet 2005. Il s'agit

- des dispositions du I créant un nouvel article L 451-1-1 au code monétaire et financier, relatif au dépôt auprès de l'AMF d'un document récapitulant l'ensemble des informations publiées au cours des douze derniers mois ;

- et des dispositions du III relatives à l'échange d'informations entre les différentes autorités de régulation européenne ou leurs délégataires.

### **III. LES MODIFICATIONS ADOPTÉES PAR L'ASSEMBLEE NATIONALE**

L'Assemblée nationale a adopté, à l'initiative de sa commission des lois et avec un avis favorable du gouvernement un amendement rédactionnel ainsi qu'un amendement tendant à préciser dans le texte de la loi que le rapport financier annuel est tenu à la disposition du public pendant cinq ans.

Sur proposition de notre collègue député, Gilles Carrez, rapporteur général de la commission des finances, et avec un avis favorable du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté 5 amendements rédactionnels, et un amendement tendant à ce que les émetteurs dans le cadre de leurs obligations d'informations trimestrielles, publient des chiffres d'affaires par « *branche d'activité* » et non par « *segment* ».

#### IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Le présent article vise à transposer plusieurs dispositions de la directive « prospectus » ainsi que de la directive « transparence ».

Rappelons que ces deux directives ont été adoptées dans le cadre du « *Plan d'action pour les services financiers* » lancé par la Commission européenne en 1999 et dont l'objectif est de parvenir à une intégration des marchés financiers européens grâce à un haut degré d'harmonisation.

Cet article propose de renforcer les obligations d'information périodique des émetteurs dans le cadre des nouveaux principes qui définissent les compétences des différentes autorités de régulation au niveau européen.

Votre rapporteur général est particulièrement attentif à ce que soit **produite une information financière qui permette aux investisseurs d'avoir la confiance qui va de pair avec la réussite d'une place financière.** A la base des anticipations des agents économiques, l'information joue en effet un rôle fondamental dans l'allocation des ressources du marché.

Dans cette perspective, cet article présente plusieurs aspects positifs. Toutefois quelques modifications peuvent être apportées.

Tout d'abord, cet article représente **une double simplification pour les émetteurs :**

- simplification car pour la première fois l'ensemble de leurs obligations d'information périodique sont matériellement regroupées dans un même texte ;

- simplification car le texte soumis à notre examen participe à la mise en œuvre du principe du superviseur unique là où la compétence territoriale des autorités nationales de marché se traduisait par une lourdeur et une complexité pour les émetteurs d'instruments financiers.

**Votre rapporteur général se félicite également qu'à l'avenir, chaque émetteur opérant sur un marché réglementé de l'Espace économique européen soit soumis aux mêmes obligations d'information.**

Toutefois, s'agissant précisément des valeurs mobilières retenues pour déterminer le champ des émetteurs soumis aux obligations d'information périodique et supervisés par l'AMF, votre rapporteur général souhaite apporter des clarifications conformément aux amendements qu'il propose à l'article 8 du présent projet de loi.

Ainsi au nouvel article L. 451-1-2 du code monétaire et financier :

- il est proposé de préciser que **les instruments du marché monétaire d'une échéance inférieure à 12 mois sont exclus du champ de compétence de l'AMF** dans le cadre de ses fonctions de supervision des obligations posées par la présente directive. Ces dernières valeurs mobilières sont en effet hors champ de la directive<sup>1</sup> conformément à l'article 2 de la directive « transparence » ;

- en revanche, il est également proposé que **l'AMF soit compétente pour superviser « les titres de créance donnant le droit d'acquérir ou de vendre tout autre titre ou donnant lieu à un règlement en espèces, notamment les warrants »**, compte tenu de leur importance sur les marchés français<sup>2</sup>. Les émetteurs possédant de tels titres seraient donc soumis aux obligations d'information périodique et soumis au contrôle de l'AMF.

Par ailleurs, **votre rapporteur général approuve les modifications afférentes au contenu de l'information périodique** et notamment s'agissant de l'information trimestrielle dorénavant plus détaillée. Ceci permettra une **meilleure information des investisseurs à l'heure où le fonctionnement des marchés s'accélère et nécessite une réactivité accrue de la part des investisseurs.**

Enfin, on peut noter avec satisfaction que cet article améliore les moyens de vérification de l'AMF ; cependant s'agissant du respect des obligations d'information, votre rapporteur général souhaite compléter la transposition de la directive par deux propositions :

- d'une part, il est proposé de transposer l'article 26 de la directive « transparence » en créant un nouvel article L. 451-1-5 au code monétaire et financier. Cet article permettra à l'AMF, dans les cas où elle ne supervise pas l'émetteur, de **prendre des mesures conservatoires** à l'encontre de celui-ci, si elle constate des manquements aux obligations d'information énoncées aux articles L. 451-1-1 et L. 451-2 du code monétaire et financier. Conformément à la directive, cet article distinguerait une première phase où l'AMF informerait l'autorité concernée et une seconde phase où elle prendrait, si les manquements persistaient, « *toutes les mesures appropriées pour protéger les investisseurs* ». La Commission européenne serait tenue informée des mesures prises par l'AMF.

**Votre rapporteur général estime nécessaire que toutes les dispositions qui contribuent à garantir le respect des obligations d'information par les émetteurs puissent être prises.** La simplification apportée par le principe de superviseur unique ne doit pas s'accompagner d'une moindre efficacité de la régulation des marchés.

---

<sup>1</sup> Cf tableau p. 209.

<sup>2</sup> Cf. commentaire de l'article 8 du présent projet de loi.

- d'autre part, **il est proposé de préciser les hypothèses dans lesquelles les commissaires aux comptes sont déliés du secret professionnel** en prévoyant à l'article L.621-22 du code monétaire et financier que leur responsabilité ne peut être mise en cause lorsqu'ils respectent les obligations énoncées à cet article mais également à l'article L. 621-18 qui est modifié par le présent projet de loi<sup>1</sup>. Cette modification vise à transposer précisément le paragraphe 6 de l'article 24 de la directive « transparence », qui prévoit la levée du secret professionnel des commissaires aux comptes vis à vis des autorités de marché pour toute demande formulée par le régulateur au titre de sa mission de vérification de l'information périodique publiée par les émetteurs cotés.

En conclusion, votre rapporteur général se félicite de ce que pour une fois, la transposition d'une directive, en l'espèce la directive « transparence », ne se fasse pas dans l'urgence puisque la date limite de transposition de celle-ci est prévue en janvier 2007, date également à laquelle est prévue l'entrée en vigueur des dispositions transposées dans le présent article. Cela laisse aux différents émetteurs un temps d'adaptation et de préparation qui peut être appréciable. En effet, la mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers représente un objectif ambitieux et implique une importante production législative et réglementaire que les acteurs du marché financiers peuvent avoir quelques difficultés à intégrer.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**

---

<sup>1</sup> Cf. supra. *L'AMF pourra notamment* « exiger des émetteurs des personnes qui les contrôlent ou sont contrôlées par eux, et de leurs commissaires aux comptes ou contrôleurs légaux ou statutaires, qu'ils fournissent tout documents et informations utiles. »

## *ARTICLE 12*

### **Amélioration des règles de franchissement de seuil**

**Commentaire : le présent article vise à moderniser les règles relatives aux déclarations de franchissement de seuil de participation, en proposant d'une part de nouveaux seuils de déclaration et d'autre part une modification du champ de l'obligation de déclaration.**

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

##### *A. LES PERSONNES SOUMISES AUX DÉCLARATIONS DE SEUIL*

La loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales a défini un régime de déclaration obligatoire des franchissements de certains seuils de participation en droits de vote ou en action, afin que les investisseurs puissent avoir connaissance de l'acquisition et la cession de participations d'une certaine importance.

Initialement cantonnée aux sociétés par actions cotées, cette obligation d'information a été étendue à toute prise de participation détenue dans des sociétés, cotées ou non, par la loi n° 85-705 du 12 juillet 1985 relative aux participations détenues dans les sociétés par actions.

L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales a étendu à nouveau l'obligation d'information mais en distinguant deux publics :

- d'une part, **l'obligation d'information à l'attention de la société** a été étendue aux actions des sociétés dont les titres sont admis aux opérations d'un dépositaire central, ce qui inclut depuis cette ordonnance les titres de société non admises aux négociations sur un marché réglementé ;

- d'autre part, **l'information obligatoire auprès l'Autorité des marchés financiers (AMF) et du public ne concerne que les actions des sociétés admises aux négociations sur un marché réglementé.**

## **B. LES FRANCHISSEMENTS DE SEUIL DONNANT LIEU À DÉCLARATION**

Selon l'actuel article L. 233-7, **six seuils** donnent lieu à une déclaration de franchissement de seuil :

- le seuil de **5 %**, seuil qui, lorsqu'il est franchi en droits de vote, donne droit à l'actionnaire de demander l'inscription d'un projet de résolution à l'ordre du jour des assemblées générales ;

- les seuils **10 %** et **20 %**, qui imposent à l'actionnaire qui les franchit de déposer dans les 10 jours qui suivent auprès de l'AMF une déclaration d'intention sur les objectifs qu'il entend poursuivre au cours des 12 mois à venir précisant s'il « *agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance* » ;

- le seuil de **33,33 %**, seuil de déclenchement obligatoire d'une offre publique lorsque les titres de la société sont admis aux négociations sur un marché réglementé ;

- le seuil de **50 %**, seuil de déclenchement d'une procédure de garantie de cours ;

- enfin le seuil de **66,66 %** qui correspond à la majorité aux assemblées générales extraordinaires.

Ces déclarations sont obligatoires, que ces seuils soient franchis à la hausse ou à la baisse par l'actionnaire .

Il est nécessaire de remarquer que **le droit français se singularise** par l'obligation de déclarer des franchissements de seuils non seulement lorsque ceux-ci sont franchis en droits de vote **mais également en capital**.

Ce même article prévoit également que « *les statuts de la société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions de capital ou des droits de vote inférieures à celle du vingtième* ». Toutefois cette obligation ne peut porter sur une fraction inférieure à 0,5 % du capital ou des droits de vote.

En cas de non-respect de ces déclarations, l'article L. 233-14 du code de commerce prévoit que « *les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, lorsqu'elles sont inscrites en compte chez un intermédiaire habilité dans les conditions prévues à l'article L. 211-4 du code monétaire et financier, sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification. Dans les mêmes conditions, les droits de*

*vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant. »*

### **C. LE CALCUL DES SEUILS**

Afin de calculer sa participation, la personne soumise aux déclarations de seuil doit établir le nombre de droits de vote qu'elle possède et être en mesure de savoir quel est le nombre total des droits de vote existant dans la société.

#### **1. Détermination du nombre d'actions ou de droits de vote détenu par une personne**

**L'objectif des déclarations de seuil est d'informer les autres actionnaires et investisseurs de l'influence réelle dont une personne disposerait dans la gestion de la société.** Cette influence n'est pas toujours en rapport avec le nombre de droits de vote ou d'actions détenus personnellement par un actionnaire.

Dans cette perspective, l'article **L. 233-9 du code du commerce** précise les hypothèses où certaines actions ou certains droits de vote **sont assimilés** à ceux personnellement possédés par la personne tenue de déclarer les franchissements de seuil.

Ainsi doivent être pris en compte :

*« 1° Les actions ou les droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte de cette personne ;*

*« 2° Les actions ou les droits de vote possédés par les sociétés que contrôle cette personne au sens de l'article L. 233-3 ;*

*« 3° Les actions ou les droits de vote possédés par un tiers avec qui cette personne agit de concert ;*

*« 4° Les actions ou les droits de vote que cette personne ou l'une des personnes mentionnées aux 1° à 3° ci-dessus est en droit d'acquérir à sa seule initiative en vertu d'un accord. »*

## **2. Information des actionnaires du nombre total de droits de vote existant dans la société**

L'article L. 233-8 du code de commerce impose aux sociétés par actions d'informer les actionnaires de tout changement concernant le montant total des droits de vote existant, « *dans la mesure où, entre deux assemblées générales ordinaires, le nombre de droits de vote varie d'un pourcentage fixé par arrêté du ministre chargé de l'économie, par rapport au nombre déclaré antérieurement* ».

Cette information est portée à la connaissance de l'AMF lorsque les sociétés sont cotées sur un marché réglementé.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

Le présent article, qui vise à transposer plusieurs dispositions de la directive « transparence » se compose de quatre parties :

- Le **I** du présent article élargit la définition de la société contrôlée ;
- le **II** propose une nouvelle rédaction de l'article L. 233-7 du code de commerce relatif aux déclarations de franchissements de seuil ;
- le **III** réécrit l'article L. 233-8 du code de commerce relatif à l'obligation d'information des sociétés concernant les évolutions des droits de vote existant dans la société ;
- enfin le **IV** précise les cas où certains titres sont assimilés à ceux personnellement détenus par la personne assujettie aux seuils de déclaration et ceux qui ne le sont pas.

### ***A. EXTENSION DE LA DÉFINITION DE LA SOCIÉTÉ CONTRÔLÉE***

Le **I** du présent article complète l'article L. 233-3 du code de commerce relatif à la définition des sociétés contrôlées. Il élargit cette définition en précisant dans une quatrième hypothèse qu'une **société A est dite contrôlée lorsqu'une société B, actionnaire ou associée de la société A, dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société.**

Cet ajout transpose fidèlement la directive « transparence ».



## **B. LES DÉCLARATIONS DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS**

Le **II** et le **IV** du présent article proposent de moderniser les règles de déclarations de franchissements de seuils en augmentant la fréquence de déclarations, et en précisant les émetteurs soumis à ces obligations de déclarations ainsi que les titres pris en compte.

A cette fin, le **II** du présent article propose une nouvelle rédaction de l'article L. 233-7 du code de commerce relatif aux déclarations de seuil et le **IV** présente une nouvelle rédaction de l'article L. 233-9 du code de commerce relatif à l'assimilation des titres à ceux personnellement détenus.

### **1. Extension possible du dispositif aux marchés non réglementés**

En premier lieu, le **II** de la nouvelle rédaction proposée pour l'article L. 233-7 du code monétaire et financier étend le champ des déclarations de seuil en obligeant les sociétés à **informer l'AMF des franchissements de seuils lorsque leurs actions sont admises aux négociations sur un marché non réglementé et que cette information a été demandée par la personne gestionnaire de ce marché.**

### **2. Augmentation du nombre de déclarations obligatoires**

**Le caractère particulièrement novateur de cet article réside dans l'augmentation du nombre de seuils proposé par le I de la nouvelle rédaction de l'article L. 233-7 du code monétaire et financier. Le nombre de seuils passerait de 6 à 9 :**

- conformément à la directive 2004/109/CE dite « *directive transparence* », le nouvel article propose d'introduire des déclarations de franchissement de seuil lorsque la participation en capital ou en droits de vote de l'émetteur **devient supérieure ou inférieure à 15 % ou à 25 %** du nombre total d'actions ou de droits de vote ;

- en outre, il est proposé de **créer un seuil de déclenchement de déclaration à 95 %**. Ce nouveau seuil de 95 % n'est pas prévu par la directive mais est possible, dans la mesure où l'article 3 de la directive précise dans son premier alinéa que « *l'Etat membre d'origine peut soumettre un émetteur à des exigences plus strictes que celles énoncées dans le présente directive* », ce que ne peut pas faire l'Etat membre d'accueil.

Les obligations de déclarations de seuils s'appliquant aux sociétés dont la France est « l'Etat membre d'origine », il est possible d'instituer ce nouveau seuil, créateur de droits importants puisqu'il correspond au seuil de déclenchement d'une offre ou d'une demande publique de retrait.

### **3. Définition précisée des titres soumis aux obligations de déclaration de seuil**

*a) Situations dans lesquelles les titres sont assimilés aux actions et droits de vote personnellement détenus par la personne soumise à déclaration*

Le présent article précise et **étend la catégorie des titres assimilés aux actions et aux droits de vote possédés par une personne et qui doivent par conséquent être pris en compte dans les déclarations de franchissements de seuils.**

A cette fin, le **III** du présent article propose une **nouvelle rédaction de l'article L. 233-9 du code de commerce** conformément à la directive « transparence ».

Désormais seraient également considérés comme assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue de déclarer les franchissements de seuil :

- « *les actions dont cette personne a l'usufruit* » : en règle générale et sous réserve des dispositions des statuts de la société, l'usufruitier dispose du droit de vote en assemblée générale et le nu-proprétaire en assemblée extraordinaire. Compte tenu de sa capacité à influencer la gestion de la société, il semble normal que les titres possédés par l'usufruitier soient pris en compte ;

- « *les actions ou les droits de vote possédés par un tiers avec lequel cette personne a conclu un accord de cession temporaire portant sur ces actions ou droits de vote* » : cette hypothèse permet de prendre en compte les cas de cession temporaire de titres ;

- « *les actions ou les droits de vote déposées auprès de cette personne, à conditions que celle-ci puisse exercer les droits de vote qui leur sont attachés comme elle l'entend en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires* » ;

- « *Les droits de vote que cette personne peut exercer librement en vertu d'une procuration en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires concernés* » : cette hypothèse couvre les situations où certains actionnaires

choisissent, à l'occasion d'assemblée générales, de donner une procuration à un autre actionnaire sans instructions spécifiques. L'actionnaire bénéficiaire de type de procurations pourrait, en cas de procurations nombreuses, exercer une influence sans rapport avec le nombre d'actions qu'il détient personnellement.

Ces principes relèvent d'une **approche pragmatique**, consistant à identifier les cas où l'actionnaire, compte tenu de sa situation ou de ses rapports contractuels, serait en mesure d'accroître son influence réelle dans la gestion de la société.

*A contrario*, il est également proposé **d'exclure des obligations de déclarations de seuil certains types de détention directe ou indirecte d'actions au motif qu'ils ne conduisent pas à influencer la stratégie de l'entreprise** :

- d'une part, ne seraient pas pris en compte dans le calcul de la participation d'une personne les actions détenues par les OPCVM gérées par une société de gestion contrôlée par cette personne. En effet, la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la sécurité financière a précisé à l'article L. 533-4 du code monétaire et financier que les sociétés de gestion de portefeuille doivent « *exercer les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières et rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote* » ;

- d'autre part, seraient exclues du calcul de la participation d'une personne, les actions détenues par un prestataire de services d'investissement contrôlé par cette personne, « *dans le cadre du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers* ». En effet, le prestataire de services n'exerçant les droits de vote qu'au profit de ses clients, il ne peut pas servir les intérêts de la personne qui le contrôle par ce moyen.

*b) Exclusion totale ou partielle de certains titres du champ des obligations de déclaration de seuil*

Certains titres sont totalement écartés de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil. Le **nouveau IV de l'article L. 233-7 du code monétaire et financier** prévoit quatre hypothèses dans lesquelles les obligations de déclarations de seuil ne s'appliquent pas. Il s'agit des actions :

- « *acquises aux seules fins de la compensation, du règlement ou de la livraison d'instruments financiers, dans le cadre habituel du cycle de règlement à court terme défini par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers* » ;

- « détenues par les teneurs de comptes conservateurs dans le cadre de leur activité de tenue de compte et de conservation ;

- « détenues par un prestataire de services d'investissement dans son portefeuille de négociation au sens de la directive 93/6/CE à condition que ces actions ne représentent pas une quotité du capital ou des droits de vote de l'émetteur de ces titres supérieure à un seuil fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et que les droits de vote attachés à ces titres ne soient pas exercés ni autrement utilisés pour intervenir dans la gestion de l'émetteur ;

- « remises aux membres du Système européen de banques centrales ou par ceux-ci dans l'exercice de leurs fonctions d'autorités monétaires, dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».

En effet, compte tenu de la nature et de l'objet de la détention des titres ci-dessus mentionnés ou de l'identité des détenteurs, le présent article propose, conformément à la directive de ne pas les comptabiliser dans le calcul des seuils étant donné qu'ils ne seraient pas révélateurs d'une réelle influence dans la société concernée.

Enfin le nouveau V de l'article L. 233-7 du code de commerce prévoit, conformément à la directive, d'écarter **partiellement** certains titres de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil.

En premier lieu **seraient exonérés de l'obligation de déclaration du franchissement du seuil des 5 % les teneurs de marché** dans le cadre de leurs activités de tenue de marché et sous réserve qu'ils n'interviennent pas dans la gestion de l'émetteur des titres.

En second lieu, il est proposé **en cas de contrôles en chaîne, de limiter la déclaration de franchissement de seuils à la personne en bout de chaîne du contrôle.**

### **3. Information des actionnaires sur le capital et les droits de vote existant dans la société**

Conformément à la directive « transparence », le **III** du présent article propose de clarifier les règles relatives à l'information des actionnaires sur le capital et les droits de vote des sociétés en réécrivant l'article L. 233-8 du code de commerce.

Deux modifications sont apportées au système actuel :

- d'une part, le I de la nouvelle rédaction proposée pour l'article L. 233-8 du code de commerce précise que les sociétés par actions devront publier à la fin de chaque mois au cours duquel s'est produit le changement l'information relative à l'évolution des droits de vote ;

- d'autre part, dans le cas des sociétés cotées sur le marché réglementé, cette information mensuelle porterait également sur le nombre d'actions composant le capital des sociétés et non plus simplement sur le nombre de droits de vote existant.

### **III. LE TEXTE ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative de sa commission des lois, l'Assemblée nationale a adopté deux amendements de coordination tendant à ce que les articles L. 233-13 et L. 233-14 du code de commerce prennent en compte la nouvelle rédaction de l'article L. 233-7 du code de commerce et plus précisément l'augmentation du nombre de seuils

### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

La répartition du capital et des droits de vote est une information de premier plan pour les investisseurs qui doivent pouvoir y avoir accès afin d'être en mesure d'apprécier l'évolution du marché.

**Votre rapporteur général approuve les principales modifications proposées par le présent article dans la mesure où elles contribuent à parfaire l'information fournie aux investisseurs.**

D'une part, le régime de déclaration de seuil pourra être étendu aux marchés dit « organisés » (tels qu'Alternext) ce qui est de nature à renforcer leur attractivité dans la mesure où non seulement ces marchés présentent des conditions d'accès au marché simplifiées, mais pourront également offrir aux investisseurs des garanties de transparence et de protection<sup>1</sup>.

D'autre part, l'augmentation du nombre de seuils, tout comme la redéfinition des titres soumis aux obligations de déclaration de seuil, sont de nature à améliorer l'information des investisseurs, dans le sens où celle-ci sera **plus régulière mais également plus juste**. En effet, le principe directeur, qui conduit à assimiler certains titres à des titres personnellement détenus ou au

---

<sup>1</sup> Cf. article 13 du présent projet de loi proposant d'étendre la garantie de cours aux marchés non réglementés.

contraire à soustraire certains titres personnellement détenus des obligations de déclarations, est la **volonté de définir les hypothèses où une personne, compte tenu de sa situation, serait en mesure ou non d'influencer la stratégie de l'entreprise**. Il s'agit d'une approche pragmatique dont se félicite votre rapporteur général.

Toutefois, votre rapporteur général souhaiterait compléter le dispositif présenté par le présent projet de loi.

Attaché à ce que la confiance des investisseurs soit garantie à tout moment par une information de qualité et complète, votre rapporteur général attire l'attention sur des manquements qui ont pu survenir à la suite de la publication de l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières.

En effet, l'article 51 de cette ordonnance a modifié l'article L. 233-7 du code de commerce relatif aux déclarations de franchissements de seuil, en précisant que les personnes tenues de déclarer les franchissements de seuil étaient « *toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert détenant des titres de capital au porteur* ». Cette mention « titre au porteur » excluait les détenteurs de titres nominatifs et certains seuils ont pu être franchis sans être pour autant déclarés du fait de la rédaction restrictive de l'ordonnance. La loi de simplification du droit du 9 décembre 2004, qui a ratifié l'ordonnance du 24 juin 2004, a modifié la rédaction de l'article L. 233-7 du code de commerce en supprimant la distinction titres au porteur ou nominatif.

Toujours est-il que pendant cinq mois et demi, les déclarations de franchissements de seuils ont été affectées par la publication de cette ordonnance et que cela a pu avoir des conséquences sur la qualité de l'information fournie aux actionnaires et aux investisseurs. C'est pourquoi votre rapporteur général souhaite que puisse être adoptée une disposition permettant une régularisation.

Dans le même souci de garantir la confiance des investisseurs, votre rapporteur souhaite **introduire un nouveau seuil de déclaration à 90 %**, soit 5 points avant la procédure d'offre publique de rachat obligatoire (« squeeze out ») qui permet à un actionnaire disposant de plus de 95 % du capital d'une société de devenir l'unique propriétaire. Il semble en effet légitime que les actionnaires minoritaires d'une société soient informés qu'ils sont susceptibles d'être destinataires d'une offre publique de retrait dans un horizon proche et ce d'autant plus que le droit français positif, même modifié par le projet de loi initiale ne prévoit aucune information sur la progression du contrôle entre 66,66 % et 95 %.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 13

### **Extension de la procédure de garantie de cours et de l'obligation de dépôt d'une offre publique**

**Commentaire :** le présent article propose d'une part d'étendre, sous certaines conditions, la procédure de garantie de cours aux marchés non réglementés, et prévoit d'autre part, un nouveau cas de dépôt obligatoire d'une offre publique sur une société fille lorsqu'une offre publique est lancée sur la société mère.

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

Une offre publique résulte en principe du libre choix de l'initiateur mais dans certains cas son dépôt peut être obligatoire. **L'article L. 433-3 du code monétaire et financier** prévoit ainsi deux hypothèses dans lesquelles un projet d'offre publique doit être déposé selon des conditions précisées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) :

- d'une part lorsqu'une « *personne physique ou morale agissant seule ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce et venant à détenir, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé* », elle est tenue de déposer une offre publique obligatoire ;

- d'autre part, lorsqu'un « *projet d'acquisition d'un bloc de titres [confère] la majorité du capital ou des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé (...) le ou les acquéreurs [sont tenus d'] acheter les titres qui leur sont alors présentés au cours ou au prix auquel la cession du bloc est réalisée.* » Il s'agit de la procédure de garantie de cours.

#### **A. LA PROCEDURE DE GARANTIE DE COURS**

La garantie de cours est une procédure employée automatiquement **sur les marchés réglementés après une cession d'un bloc de contrôle.**

Elle permet aux **actionnaires minoritaires de vendre leurs titres au même prix que l'actionnaire majoritaire.** Techniquement, l'acquéreur du bloc de contrôle s'engage à acheter en bourse pendant 10 jours de bourse au

minimum, toutes quantités de titres qui lui seront présentées, au même prix que celui de la cession du bloc.

La procédure de garantie de cours ayant pour conséquence d'inciter les actionnaires minoritaires à céder leurs titres, l'acquéreur d'un bloc de contrôle risque d'avoir à supporter un investissement particulièrement élevé, lié au rachat à prix fixe de tous les titres qui lui sont présentés au cours de la période.

Selon l'**article 235-1 du règlement général de l'AMF**, la procédure de garantie de cours est mise en oeuvre dès lorsqu'une personne acquiert un bloc de titres lui conférant « *compte tenu des titres ou des droits de vote qu'elle détient déjà, la majorité du capital ou des droits de vote d'une société* », soit 50 % du capital ou des droits de vote.

**Jusqu'en 1989**, la cession de blocs de contrôle a donné lieu à la mise en oeuvre d'une **procédure de maintien de cours**. Cette procédure existant dans le règlement de la chambre syndicale des agents de change en cas d'acquisition en bourse d'un « bloc de contrôle », a été **étendue en 1973 à toute forme de prise de contrôle par une décision générale de la COB**. Elle a également été appliquée par la suite lorsqu'une société anonyme se transforme en société par commandite ou lors de l'absorption d'une société cotée par une holding non cotée.

La loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier a formalisé la procédure de garantie de cours. Depuis 1992, date à laquelle le règlement du Conseil des bourses de valeur (CBV) a précisé qu'une OPA simplifiée ne pouvait être lancée que par un actionnaire détenant au moins 50 % du capital, la procédure de garantie de cours peut être une modalité particulière d'OPA simplifiées (« *OPA simplifiée réalisable par voie de garantie de cours* »).

#### ***B. LE DEPÔT D'UNE OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE SUR LA SOCIÉTÉ FILLE***

La loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier a introduit l'offre publique obligatoire provoquée par le franchissement d'un seuil, celui d'un tiers du capital ou des droits de vote. Initialement l'offre publique obligatoire ne pouvait porter que sur 66 % des droits de vote de la société, la rénovation du règlement du CBV en 1992 a imposé aux actionnaires de viser 100 % des droits de vote de la société.

L'offre publique obligatoire est actuellement prévue à l'**article 243-3 du règlement général de l'AMF**.



*« Lorsque plus du tiers du capital ou des droits de vote d'une société dont les titres de capital sont admis sur un marché réglementé est détenu par une autre société et constitue une part essentielle de ses actifs » une offre publique doit être déposée lorsque :*

*« 1° Une personne vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à cette dernière ;*

*« 2° Un groupe de personnes agissant de concert vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à cette dernière, sauf si l'une ou plusieurs d'entre elles disposaient déjà de ce contrôle et demeurent prédominantes et, dans ce cas, tant que l'équilibre des participations respectives n'est pas significativement modifié.*

*« Les personnes physiques ou morales agissant seules ou de concert sont tenues [de déposer une offre publique], lorsqu'elles viennent à détenir par suite de fusion ou d'apports plus du tiers des titres de capital ou des droits de vote d'une société dès lors que ces titres représentent une part essentielle des actifs de l'entité absorbée ou apportée. »*

Ce dispositif **permet aux actionnaires minoritaires d'une société cotée sur un marché réglementé, dont le contrôle est pris indirectement, d'être désintéressés dans les mêmes conditions que dans les cas où le contrôle est pris directement.** Ils peuvent ainsi bénéficier, du « goodwill », la prime de contrôle, que le nouvel actionnaire accepte de payer.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

### ***A. APPLICATION DE LA GARANTIE DE COURS AUX MARCHÉS NON RÉGLEMENTÉS***

Le premier alinéa du présent article propose de compléter l'article L. 433-3 du code monétaire et financier par un III, **afin que la procédure de garantie des cours puisse être étendue aux marchés non réglementés.**

Deux conditions doivent être remplies pour que cette extension se réalise :

- d'une part, il est nécessaire que l'AMF prévoie dans son règlement une telle extension, ce qui n'est qu'une faculté pour elle comme le souligne la rédaction du texte: *« l'autorité des marchés financiers peut prévoir »*

- d'autre part, le gestionnaire de ces marchés doit en faire la demande.

**B. EXTENSION DE L'OBLIGATION DE DÉPÔT D'UNE OFFRE PUBLIQUE SUR UNE SOCIÉTÉ FILLE**

Le deuxième alinéa du présent article propose d'ajouter un IV à l'article L. 433-3 du code monétaire et financier, qui précise dans quelles conditions la personne qui prend le contrôle d'une société mère française a l'obligation de déposer une offre publique visant la société fille, que celle-ci soit française ou étrangère.

Le présent article prévoit ainsi que la **recevabilité d'une offre publique sur une société française cotée sur un marché réglementé français est subordonnée à la preuve du dépôt d'une offre publique irrévocable et loyale sur ses sociétés filles, française ou étrangère**, lorsque les trois conditions suivantes sont remplies :

- **la société mère détient plus du tiers du capital ou des droits de vote de la société fille** ;

- les actions de la société fille sont cotées sur un marché réglementé en France, **d'un Etat parti à l'Espace économique européen ou sur un autre marché équivalent à un marché réglementé** ;

- **la société fille constitue un « actif essentiel »** de la société mère.

Cette dernière notion ne correspond pas actuellement à une définition précise. L'article actuel du règlement général de l'AMF, qui prévoit dans quelles conditions une offre publique doit être déposée sur une société fille mentionne le fait que la société fille doit représenter « **une part essentielle des actifs** » de la société mère.

Selon les informations obtenues par votre rapporteur général, **la rédaction ici proposée est différente et se rapproche davantage de la notion de « principal des actifs »** mentionnée à l'article 236-6 du règlement général de l'AMF relatif aux offres publiques de retrait<sup>1</sup>.

Le Conseil des marchés financiers (CMF) a eu l'occasion de préciser cette dernière notion dans son arrêt *La Rochette* du 3 avril 2001. Il a ainsi jugé qu'un actif essentiel devait être un **actif dont la contribution était**

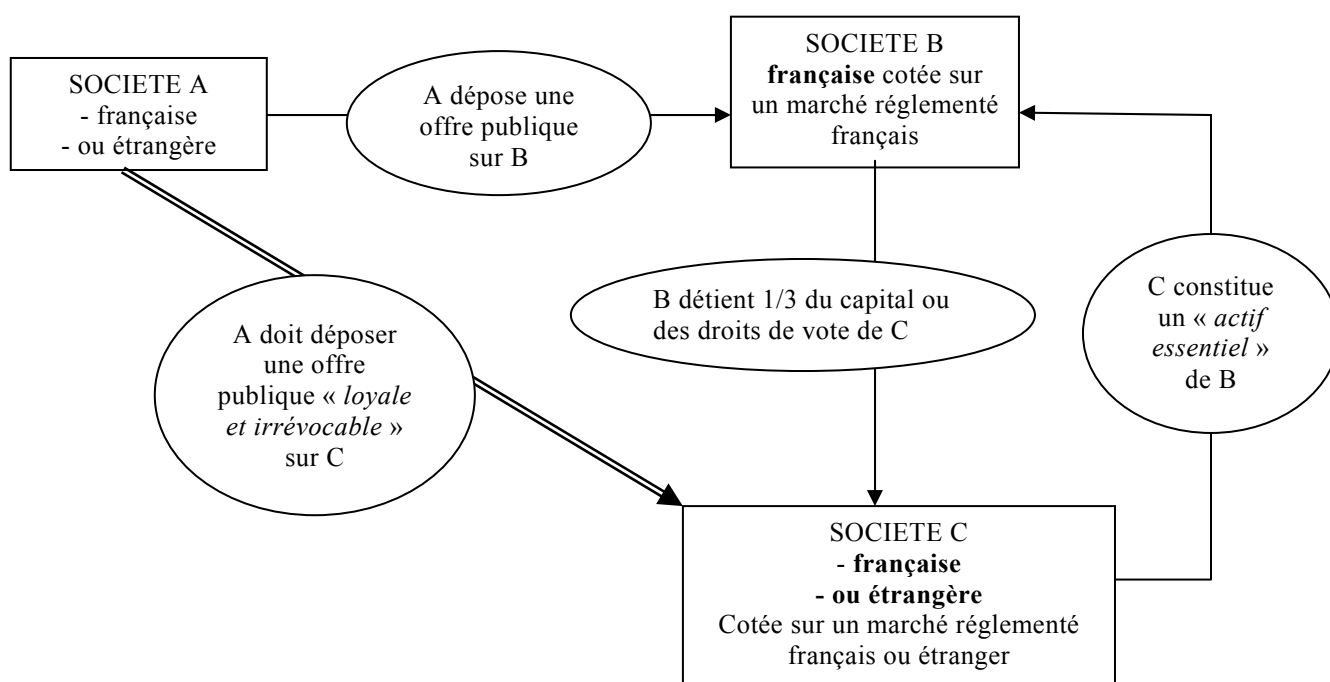
---

<sup>1</sup> Article 236-6 du règlement général de l'AMF (ancien article 5.6.6 du règlement général du CMF): « La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société informent l'AMF : (...) 2° Lorsqu'elles décident le principe de la fusion-absorption de cette société par la société qui en détient le contrôle, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou **du principal des actifs**, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital.

L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en oeuvre d'une offre publique de retrait. »

**déterminante et durable, au regard notamment des critères du chiffre d'affaires, de la rentabilité de l'exploitation, du résultat net et de la marge d'autofinancement.** C'est donc à partir d'un faisceau d'indices semblables que la situation de la société fille par rapport à la société mère serait vraisemblablement appréciée, chaque cas recevant une appréciation *ad hoc*.

Dispositif proposé par le nouveau IV de l'article L.433-3 du code monétaire et financier



Plusieurs conditions touchant les modalités de l'offre publique sont également précisées par le nouveau IV de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier :

- le projet d'offre publique sur la société fille doit être déposé au plus tard à la date d'ouverture de la première offre publique ;

- l'offre déposée doit être « **loyale et irrévocable** ». La qualification de l'offre publique est une nouveauté dans la mesure où elle donne un statut législatif aux critères de recevabilité utilisés par l'AMF.

S'agissant précisément de ces critères, la Cour d'appel de Paris a eu l'occasion de définir en 1993 la loyauté qui doit s'entendre comme l'absence « *d'entraves au libre jeu des offres et surenchères par le recours à des manœuvres ou moyens détournés mis en œuvre dans des conditions illicites, occultes ou frauduleuses* » ;

Le caractère irrévocable de l'offre est quant à lui affirmé à l'article 213-14 du règlement général de l'AMF qui dispose que « *le dépôt d'une offre publique est effectué par lettre adressée à l'AMF garantissant la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur* ».

Cependant on peut noter que l'AMF a défini un nombre restreint de cas dans lesquels une offre peut ne pas être irrévocable :

- l'offre est refusée par les autorités de concurrence ;
- dès le dépôt de l'offre, l'initiateur annonce une condition d'obtention, en pourcentage du capital ou des droits de vote. Si ce seuil n'est pas atteint, l'offre n'aura pas de suite positive (article L. 231-10 du règlement général de l'AMF) ;
- enfin, l'offre peut devenir sans objet si par exemple la société est liquidée.

### **III. LE TEXTE ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

L'Assemblée nationale a adopté un amendement rédactionnel proposé par la commission des lois, ainsi qu'à l'initiative de sa commission des finances, un amendement sous-amendé par le gouvernement tendant à préciser que l'offre publique doit être déposée sur la société « *contrôlée ou qui constitue un actif essentiel* ».

### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Le présent article présente deux mesures qui étendent les hypothèses d'une offre publique obligatoire :

- d'une part, il étend la procédure de garantie de cours aux marchés non réglementés lorsque la personne gestionnaire de ce marché en fait la demande,
- d'autre part, il propose d'étendre aux cas où la société fille est étrangère, le dépôt obligatoire d'une offre publique sur une société fille, lorsqu'une société mère française fait l'objet d'une offre publique.

S'agissant de la possibilité d'étendre le mécanisme des garanties de cours aux marchés non réglementés, **votre rapporteur général relève que cette option permettra aux marchés dit « organisés » qui se développent, tels qu'Alternext, d'offrir un minimum de protection aux actionnaires.**

Non seulement ces marchés présenteront des conditions d'accès au marché simplifiées, mais ils pourront également offrir **des garanties de nature à renforcer, selon votre rapporteur général, leurs succès et notamment celui d'Alternext auprès des petites et moyennes entreprises.**

Concernant la nouvelle obligation de déposer une offre publique sur la société fille, qu'elle soit française ou non, lorsque la société mère fait l'objet d'une offre publique, plusieurs remarques peuvent être faites :

- il est tout d'abord nécessaire de préciser que l'offre publique faite sur une société mère ne peut l'être que sur une **société mère française**. La rédaction du présent article peut prêter à confusion en l'absence de qualification de la société. Cependant **il est d'usage dans le code monétaire et financier de considérer que dans les cas où l'origine géographique de la société n'est pas mentionnée, il s'agit d'une société française ;**

- en outre, on peut remarquer que le dépôt d'une offre publique sur la société fille n'est obligatoire que si cette dernière constitue « *un actif essentiel* » de la société mère. Cette notion « *d'actif essentiel* », déterminée de manière jurisprudentielle à partir d'un faisceau d'indices, implique une définition à géométrie variable non satisfaisante pour les investisseurs. **Dans un souci de sécurité juridique, votre rapporteur général estime opportun que le règlement général de l'AMF précise les critères qui définissent l'« actif essentiel » afin que les sociétés sachent précisément si elles doivent déposer une offre publique sur la ou les sociétés filles de la société mère sur laquelle elles souhaitent déposer initialement une offre publique ;**

- de même on peut remarquer que, **pour la première fois, le texte de la loi qualifierait l'offre publique d'« irrévocable » et de « loyale », caractères que l'AMF vérifie lorsqu'elle apprécie le dépôt de l'offre publique.**

Cette qualification peut être critiquable dans la mesure où elle vise précisément l'offre publique déposée sur la société fille ; or celle-ci peut être étrangère et donc **soumise au contrôle d'un autre régulateur que l'AMF.**

Dans cette hypothèse, la recevabilité de l'offre publique serait à la fois appréciée par l'autorité de régulation nationale concernée et par l'AMF qui, selon la rédaction du présent article serait tenue d'examiner les caractères « loyal » et « irrévocable » : cette situation peut théoriquement déboucher sur un **conflit d'interprétation** quant à la recevabilité de l'offre avec l'autorité de régulation nationale de la société fille lorsque celle-ci est étrangère.

Selon les renseignements obtenus par votre rapporteur général, ce cas de conflit ne serait qu'une hypothèse d'école dans la mesure où le contrôle de l'AMF viserait prioritairement à s'assurer que l'offre proposée ne fait pas l'objet de mesures dilatoires destinées à en baisser artificiellement le prix. Il semblerait peu probable que les deux superviseurs divergent face à une manipulation des cours manifeste.

En conclusion, votre rapporteur général souligne que les deux mesures présentées par le présent article contribuent à la protection des actionnaires, problématique à laquelle il est particulièrement attaché.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

## TITRE IV

### FINANCER LA CROISSANCE PAR LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE

#### ARTICLE 14

##### **Extension de la mesure exceptionnelle d'exonération des dons d'argent**

**Commentaire :** le présent article prévoit de prolonger, jusqu'au 31 décembre 2005, le dispositif d'exonération de droits de mutation à titre gratuit entre vifs pour les dons en numéraire consentis à un enfant, petit-enfant, arrière-petit-enfant, ou à défaut d'une telle descendance, un neveu ou nièce, et d'en porter la limite de 20.000 à 30.000 euros par donation.

#### **I. LE CONTEXTE ACTUEL EN MATIÈRE DE TRANSMISSION ANTICIPÉE DE PATRIMOINE**

Les droits de mutation à titre gratuit, qui concernent tant les successions que les donations, apparaissent en France, en comparaison avec les autres pays européens, singulièrement élevés<sup>1</sup>, malgré l'existence d'abattements qui portent sur la part de succession ou de donation reçue par chaque héritier ou donataire.

Les droits de mutation à titre gratuit entre vifs (droits de donations) représentaient ainsi en 2004 1,35 milliard d'euros, prélevés sur la transmission anticipée des patrimoines, et en particulier sur celle des entreprises. L'accroissement, depuis 20 ans, de ces recettes, s'il tient, pour une part, à un effet de richesse réel, s'explique, pour la plus grande part, par deux phénomènes :

- la **brusque augmentation des taux** applicables aux transmissions à titre gratuit **en 1983** : le taux marginal applicable en ligne directe est ainsi passé de 20 % à 40 % ;

---

<sup>1</sup> Cf le rapport d'information de votre rapporteur général sur le sujet : rapport n° 65 (2002-2003) fait au nom de la commission des finances « Successions et donations : des mutations nécessaires ».

- l'absence d'actualisation du tarif applicable en fonction de l'inflation : ainsi, **le seuil, déjà en vigueur en 1959, de 7.600 euros, en-deçà duquel le taux de prélèvement est de 5 % pour les droits applicables en ligne directe et entre époux, aurait dû s'élever en 2003, si l'on avait tenu compte de l'inflation, à 63.563 euros.**

La prise de conscience du frein que ces droits représentent, dans un contexte démographique où la transmission anticipée des patrimoines constitue une donnée essentielle pour éviter la concentration des richesses entre les mains d'une population vieillie et la stérilisation d'une partie du patrimoine, n'a pas donné lieu, principalement pour des raisons budgétaires, à un profond réaménagement du barème des droits de mutation à titre gratuit.

En revanche ont successivement été introduits des dispositifs dérogatoires, en fonction de l'âge du donataire, et de la nature des biens transmis.

## II. LE DROIT APPLICABLE À LA FISCALITÉ DES DONATIONS

### A. LE BARÈME DES DROITS DE MUTATION

L'article 777 du code général des impôts prévoit, sous réserve des abattements<sup>1</sup>, l'application du tarif de droit commun suivant en matière de donations.

| Barème applicable en ligne directe |                  |
|------------------------------------|------------------|
| Fraction de part nette taxable     | Tarif applicable |
| N'excédant pas 7.600 €             | 5 %              |
| Comprise :                         |                  |
| entre 7.600 et 11.400 €            | 10 %             |
| entre 11.400 et 15.000 €           | 15 %             |
| entre 15.000 et 520.000 €          | 20 %             |
| entre 520.000 et 850.000 €         | 30 %             |
| entre 850.000 et 1.700.000 €       | 35 %             |
| au-delà de 1.700.000 €             | 40 %             |

---

<sup>1</sup> Les abattements s'élèvent à 50.000 euros pour les donations en faveur des enfants et à 30.000 euros pour les donations en faveur des petits-enfants.



## ***B. DES RÉDUCTIONS DE DROITS EN FONCTION DE L'ÂGE***

L'article 790 du code général des impôts vise à accélérer les transmissions de patrimoine, et à permettre ainsi une distribution du patrimoine au sein des familles plus conforme aux besoins de chaque classe d'âge, en proposant des réductions de droits d'autant plus significatives que le donataire est moins âgé.

En ce qui concerne les donations en pleine propriété, la réduction de droit s'établit à :

- 50 % lorsque le donateur est âgé de moins de 65 ans ;
- 30 % lorsque le donateur a 65 ans révolus et moins de 75 ans.

En ce qui concerne les donations en nue-propriété, la réduction de droits s'établit à :

- 35 % lorsque le donateur est âgé de moins de 65 ans ;
- 10 % lorsque le donateur a 65 ans révolus et moins de 75 ans.

**Toutefois**, l'article 17 de la loi de finances pour 2004<sup>1</sup> modifié par l'article 16 de la loi de finances pour 2005<sup>2</sup> prévoit que **la réduction de 50 % s'applique sans condition d'âge aux donations consenties en pleine propriété jusqu'au 31 décembre 2005.**

## ***C. DES RÉDUCTIONS DE DROITS EN FONCTION DE LA NATURE DES BIENS TRANSMIS***

La spécificité de la transmission anticipée d'entreprises a été progressivement reconnue par le législateur qui lui a consacré des dispositifs ciblés.

Les articles 787 B et 787 C du code général des impôts, qui font l'objet d'une proposition de modification à l'article 22 du projet de loi relatif aux petites et moyennes entreprises, prévoient une réduction de droits à hauteur de 50 %<sup>3</sup> de la valeur des biens transmis en pleine propriété faisant l'objet d'un engagement collectif de conservation d'au moins six ans portant sur au moins 20 % des droits financiers et des droits de vote attachés aux titres

---

<sup>1</sup> Loi n° 2003-1311 du 30 décembre 2003.

<sup>2</sup> Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004.

<sup>3</sup> Portée à 75 % et étendue aux donations avec réserve d'usufruit à l'article 22 du projet de loi précité.

émis par la société s'ils sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou, à défaut, sur au moins 34 %. Ce dispositif, dit à l'origine « Gattaz-Migaud », a été introduit par l'article 11 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999, et profondément revu par l'article 46 de la loi n° 2003-721 du 1<sup>er</sup> août 2001, loi pour l'initiative économique dite loi Dutreil.

Par ailleurs, l'article 790 A du code général des impôts, introduit par l'article 45 de la loi précitée, exonère de droits de mutation à titre gratuit les donations d'un fonds de commerce ou de clientèle à l'un ou plusieurs salariés de l'entreprise dans la limite d'une valeur de 300.000 euros.

#### ***D. DES FRANCHISES DE DROITS TEMPORAIRES POUR LES DONS FAMILIAUX EN NUMÉRAIRE***

L'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 2004-804 du 9 août 2004 relative au soutien à la consommation et à l'investissement a prévu une franchise temporaire de droits, dans la limite de 20.000 euros<sup>1</sup>, pour les dons familiaux en sommes d'argent jusqu'au 31 mai 2005.

Les formalités liées à ces dons exceptionnels se sont voulues très simples, un imprimé d'une page ayant été mis à la disposition des donateurs intéressés<sup>2</sup>.

L'exonération temporaire de droits de mutation à titre gratuit s'applique aux seuls dons de sommes d'argent réalisés en pleine propriété. Sont admis au bénéfice de l'exonération les dons effectués par chèque, par virement, par mandat ou par remise d'espèces.

Le dispositif est réservé aux dons de sommes d'argent effectués au profit d'un enfant, d'un petit-enfant, d'un arrière-petit-enfant, ou à défaut d'une telle descendance, d'un neveu ou d'une nièce, pourvu que le donataire soit majeur, c'est-à-dire âgé de 18 ans révolus.

L'exonération temporaire se cumule avec les dispositions des articles 779 et 790 B du code général des impôts prévoyant un abattement de 50.000 euros sur la part de chacun des enfants et de 30.000 euros sur la part de chacun des petits-enfants. Ainsi, lorsqu'un **don de somme d'argent** est effectué en franchise de droits en application du présent dispositif, le

---

<sup>1</sup> Ce montant s'apprécie pour chaque bénéficiaire à raison de la libéralité qui lui est consentie par chacun de ses parents, grands-parents ou arrière-grands-parents.

<sup>2</sup> Dans l'hypothèse de la rédaction d'un acte de donation, notarié ou sous seing privé, c'est cet acte portant transmission qui fait l'objet d'un enregistrement. En l'absence d'acte, le don de sommes d'argent fait l'objet d'une déclaration auprès de l'administration fiscale (souscription en double exemplaire de l'imprimé n°2730 de « déclaration de don exceptionnel »).

bénéficiaire conserve le bénéfice des abattements de droit commun précités pour des donations ultérieures consenties entre les mêmes parties.

Enfin, s'agissant d'un dispositif exceptionnel et temporaire, les règles fiscales relatives au rappel des donations passées depuis moins de 10 ans ne sont pas applicables. Les dons prévus dans le cadre du dispositif ne sont pas pris en compte pour la liquidation des droits dus à raison des mutations à titre gratuit consenties postérieurement entre les mêmes personnes.

**Cette mesure temporaire a en effet connu un important succès.** Entre le 1<sup>er</sup> juin 2004 et le 1<sup>er</sup> février 2005 ont été consentis 418.540 dons pour un montant total de 6,8 milliards d'euros

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

Le 8 février 2005, M. Hervé Gaymard, alors ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, a annoncé la prolongation du dispositif jusqu'au 31 décembre 2005, et relevé le plafond de don de 20.000 à 30.000 euros. Cette annonce fait l'objet du présent article.

Une instruction en date du 28 février 2005 de la direction générale des impôts (B.O.I. 7 G-4-05) a d'ores et déjà procédé à cette extension, étendant l'application des instructions précédentes aux dons consentis sous le bénéfice de ce nouveau régime.

Le 1<sup>o</sup> du I du présent article relève le montant de 30.000 euros à celui de 20.000 euros figurant initialement dans le dispositif.

Le 2<sup>o</sup> du I du présent article prolonge la mesure prenant initialement fin au 31 mai 2005 jusqu'au 31 décembre 2005.

Le 3<sup>o</sup> du I du présent article précise que le plafond d'exonération s'apprécie sur l'ensemble de la période au cours de laquelle s'applique la mesure, à savoir jusqu'au 31 décembre 2005. Ainsi, les donations déjà effectuées dans un plafond de 20.000 euros peuvent être complétées jusqu'à hauteur de 30.000 euros. Ce plafond de 30.000 euros s'applique par donation.

Le présent dispositif n'a pas fait l'objet de modification à l'Assemblée nationale.

### **III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre commission des finances, au vu du succès de cette mesure temporaire de franchise de droits pour les dons familiaux, est convaincue de l'opportunité d'une prolongation du dispositif.

La mesure a été opportunément prolongée par une disposition à l'article 5 du projet de loi relatif aux petites et moyennes entreprises, prévoyant que le même dispositif sera applicable aux dons de sommes d'argent, consentis du 1<sup>er</sup> janvier 2006 au 31 décembre 2010, affectés par le donataire à des fins de création ou reprise d'entreprise. Le dispositif devrait ainsi servir de **déclencheur**, dans de nombreux cas, à des projets de création ou de reprise des PME qui constituent la clé d'une politique de développement de l'emploi dans notre pays.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

*ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 14*

**Augmentation, de 50 % à 75 %, de l'abattement applicable en matière d'impôt de solidarité sur la fortune aux parts ou actions de société faisant l'objet d'un engagement collectif de conservation**

**Commentaire : le présent article additionnel vise à relever, de 50 % à 75 %, l'abattement applicable en matière d'impôt de solidarité sur la fortune aux parts ou actions de société faisant l'objet d'un engagement collectif de conservation, par coordination avec l'article 22 du projet de loi relatif aux petites et moyennes entreprises prévoyant une telle disposition pour les droits de mutation à titre gratuit.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

L'article 885 *I bis* du code général des impôts prévoit que les parts ou actions d'une société faisant l'objet d'un engagement collectif de conservation, d'une durée minimale de six ans, portant sur au moins 20 % des droits financiers et des droits de vote pour une société cotée, ou sur au moins 34 % des parts ou actions d'une société non cotée, sont exonérées d'impôt de solidarité sur la fortune à concurrence de la moitié de leur valeur. L'un des associés à l'engagement collectif de conservation, au moins, doit exercer une fonction dirigeante au sein de la société concernée.

Cette mesure a été introduite par l'article 47 de la loi pour l'initiative économique<sup>1</sup> sur le modèle des articles 787 B et 787 C du code général des impôts prévoyant un tel dispositif en matière de droits de mutation à titre gratuit.

Les deux dispositifs, en matière de droits de mutation à titre gratuit ou d'impôt de solidarité sur la fortune, constituent des dispositifs jumeaux. Ils présentent des rédactions quasi identiques. Ils visent tous deux, selon des modalités très complexes, à inciter au maintien à long terme d'un actionariat stratégique dans l'entreprise.

---

<sup>1</sup> Loi n° 2003-721 du 1<sup>er</sup> août 2003.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ PAR VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Conscient de l'impact limité du dispositif au regard de l'enjeu majeur que représente la transmission du capital économique dans un contexte démographique marqué par un vieillissement de la population des dirigeants d'entreprises, le gouvernement a proposé à l'article 22 du projet de loi relatif aux petites et moyennes entreprises de relever l'abattement sur les parts ou actions faisant l'objet d'un engagement collectif de conservation, de 50 % à 75 % pour le seul dispositif, prévu aux articles 787 B et 787 C du code général des impôts, applicable aux droits de mutation à titre gratuit.

Dans son rapport pour avis sur le projet de loi relatif aux petites et moyennes entreprises, notre collègue Auguste Cazalet s'était interrogé sur les raisons ayant conduit, à ne pas reporter l'augmentation de l'abattement, de 50 % à 75 %, sur le dispositif jumeau existant en matière d'impôt de solidarité sur la fortune à l'article 885 I *bis* du code général des impôts, notant qu'il y avait là une distorsion entre deux dispositifs fiscaux identiques.

Il convient en effet de noter que les contribuables souscrivent fréquemment un même engagement collectif de conservation, valant exonération partielle à la fois au regard des droits de mutation à titre gratuit et de l'impôt de solidarité sur la fortune.

Pour un motif de coordination, il paraît ainsi nécessaire d'augmenter dans les mêmes proportions que celui applicable aux droits de mutation à titre gratuit, de 50 % à 75 %, l'abattement applicable à l'impôt de solidarité sur la fortune. C'est d'ailleurs cette logique qui avait prévalu à l'occasion de l'examen du projet de loi pour l'initiative économique : les amendements relatifs à la prise en compte des « degrés d'interposition » et des seuils de détention des parts de sociétés (20 % pour les sociétés cotées et 34 % pour les sociétés non cotées), visant à modifier le dispositif applicable à l'impôt de solidarité sur la fortune, avaient fait l'objet de mesures d'harmonisation dans le dispositif applicable aux droits de mutation à titre gratuit.

Une augmentation de l'abattement est de nature à permettre à un dispositif accumulant les rigidités, au point d'empêcher le maintien d'un actionariat stable dans les entreprises patrimoniales, de trouver enfin un public. Le nombre d'engagements collectifs de conservation signés en matière d'ISF est en effet resté limité depuis la promulgation de la loi pour l'initiative économique. Sur les 170.000 déclarations d'ISF 2004 traitées au moment de l'examen du projet de loi de finances pour 2005, 2.400 étaient concernées par le dispositif d'engagement collectif de conservation. Le patrimoine moyen des redevables souscrivant à la mesure s'élevait à 2,7 millions d'euros.

Le coût global de la mesure représentait, selon les chiffres partiels disponibles, de 20 millions à 30 millions d'euros pour la première année d'application, bien en-deça des évaluations faites au moment de l'examen du projet de loi pour l'initiative économique, évoquant un impact pour les finances publiques de 150 millions d'euros.

L'écart avec l'évaluation initiale du dispositif tend à prouver que les engagements collectifs de conservation rencontrent un succès limité, ce qui rend nécessaire une augmentation de l'incitation fiscale : le maintien d'un actionnariat familial stratégique stable dans les entreprises moyennes françaises constitue un enjeu majeur pour l'aménagement du territoire et l'emploi, face aux risques de déstabilisation des sociétés que fait courir l'arrivée de certains actionnaires extérieurs.

A l'occasion de l'examen d'un amendement identique présenté par notre collègue Roland du Luart, le gouvernement, par la voix de M. Dominique Bussereau, secrétaire d'Etat au budget et à la réforme budgétaire, avait convenu « *qu'il nous faudra examiner précisément la question que vous posez* ».

Tel est l'objet du présent article additionnel qui constitue une mesure de coordination somme toute logique par rapport à l'article 22 du projet de loi relatif aux petites et moyennes entreprises.

**Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article additionnel.**

## ARTICLE 15

### **Ouverture des accords d'intéressement aux dirigeants des entreprises de moins de cent salariés**

**Commentaire : le présent article a pour objet d'ouvrir les accords d'intéressement aux dirigeants d'entreprises et aux conjoints collaborateurs ou associés, dans les entreprises de moins de cent salariés.**

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

Défini aux articles L. 441-1 à L. 441-7 du code du travail **l'intéressement constitue un régime facultatif** pour l'ensemble des entreprises, à la différence de la participation qui est obligatoire dans les entreprises comptant au moins cinquante salariés.

Les **accords** d'intéressement sont définis **pour une durée de trois ans** selon l'une des modalités suivantes, définies à l'article L. 441-1 du code du travail :

*« - soit dans le cadre d'une convention ou d'un accord collectif de travail ;*

*« - soit entre le chef d'entreprise et les représentants d'organisations syndicales représentatives (...);*

*« - soit au sein du comité d'entreprise ;*

*« - soit à la suite de la ratification à la majorité des deux tiers du personnel d'un projet d'accord proposé par le chef d'entreprise (...). »*

En application de l'article L. 441-2 du code du travail, les accords d'intéressement *« doivent instituer un **intéressement collectif** des salariés présentant un **caractère aléatoire** et résultant d'une **formule de calcul liée aux résultats ou aux performances de l'entreprise** »*.

L'article L. 441-2 du code du travail précise également que *« **le montant des primes distribuées à un même salarié ne peut, au titre d'un même exercice, excéder une somme égale à la moitié du montant du plafond annuel moyen retenu pour le calcul des cotisations de sécurité sociale** »*, soit 15.096 euros en 2005.



L'article L. 441-2 du code du travail dispose enfin que « *le montant global des primes distribuées aux salariés ne doit pas dépasser annuellement 20 % du total des salaires bruts versés aux personnes concernées* ».

Les modalités de **répartition** suivent une répartition uniforme, proportionnelle aux salaires ou à la durée de la présence dans l'entreprise. Ces différents critères peuvent également être combinés.

Le **régime social et fiscal pour les entreprises** prévoit que les droits à intéressement ne sont pas soumis aux cotisations sociales ni aux taxes sur les salaires. Ils sont par ailleurs déductibles de l'assiette de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu. Ils sont néanmoins soumis à la CSG et à la CRDS.

S'agissant du **régime fiscal applicable aux salariés**, l'article L. 441-6 dispose que, en cas d'affectation des sommes à un dispositif d'épargne salariale, celles-ci « *sont exonérées d'impôt sur le revenu dans la limite d'un montant égal à la moitié du plafond annuel moyen retenu pour le calcul des cotisations de sécurité sociale* », soit 15.096 euros en 2005. Les sommes ainsi perçues sont soumises à la CSG et à la CRDS.

**En 2002, les sommes versées au titre de la participation ont atteint 4,6 milliards d'euros, au profit de 3,7 millions de bénéficiaires, soit une prime moyenne de 1.236 euros** (contre 1.195 euros en 2001). L'accès à l'intéressement dépend fortement de la taille des entreprises : si plus des trois quarts des salariés des entreprises de plus de 1.000 salariés bénéficient de la participation, cette proportion est inférieure à 5 % dans les entreprises de moins de 10 salariés.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le I du présent article **étend le champ des bénéficiaires des accords d'intéressement, dans les entreprises de un à cent salariés, aux personnes suivantes ayant un statut de dirigeant ou de conjoint du chef d'entreprise** :

- les « *chefs d'entreprise* » ou, « *s'il s'agit de personnes morales, les présidents, directeurs généraux, gérants ou membres du directoire* » ;

- le « *conjoint du chef d'entreprise, s'il a le statut de conjoint collaborateur ou de conjoint associé* ».

En conséquence, à l'article L. 441-2 du code du travail, les troisième et quatrième alinéas du **II** du présent article **adaptent les modalités de calcul et de répartition des accords d'intéressement** à ces nouveaux bénéficiaires

qui perçoivent une rémunération ou un revenu de l'entreprise sans en être salariés :

- s'agissant du **plafond** prévu pour les accords d'intéressement (soit 20 % des salaires bruts versés aux bénéficiaires), ce plafond de 20 % inclut non seulement les salaires des bénéficiaires, mais également les rémunérations annuelles ou le revenu professionnel (imposé au titre de l'impôt sur le revenu de l'année précédente) des dirigeants d'entreprises ;

- en cas de **répartition de l'accord d'intéressement en partie ou en totalité proportionnellement au salaire**, il est également pris en compte la rémunération annuelle ou le revenu professionnel imposé des dirigeants, mais dans la limite du « *salaire versé au salarié le mieux rémunéré* », cette limitation ayant pour objet d'éviter que les dirigeants n'encourent le reproche de percevoir une part trop élevée des accords d'intéressement.

Les deuxième et dernier alinéas du **II**, les **III** et **IV** du présent article procèdent à des modifications rédactionnelles, en visant le « *bénéficiaire* » d'un accord d'intéressement, qu'il soit salarié ou non-salarié, et non plus le seul « *salarié* » pouvant accéder à ce dispositif.

### **III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, l'Assemblée nationale a adopté **cinq amendements rédactionnels** au présent article, ainsi que **deux amendements de précision** concernant le régime fiscal et social de l'intéressement versé au chef d'entreprise, afin de l'harmoniser avec celui applicable à l'ensemble des primes d'intéressement :

- d'une part, ces sommes sont exonérées de cotisations sociales ;

- d'autre part, elles ne sont imposables qu'au titre de l'impôt sur le revenu, et pas des bénéfices.

L'Assemblée nationale a également adopté un **amendement** présenté par notre collègue Patrick Ollier, rapporteur pour avis au nom de la commission des affaires économiques, tendant à préciser la possibilité de mettre en place un accord d'intéressement au profit des dirigeants dans les entreprises individuelles :

« *Un tel accord ne peut être conclu dans une entreprise dont l'effectif est limité à un salarié si celui-ci a également la qualité de chef d'entreprise, ou, s'il s'agit d'une personne morale, de président, directeur général, gérant ou membre du directoire de cette entreprise* ».

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

**Le présent article constitue un levier à l'essor de l'intéressement dans les petites et moyennes entreprises, en étendant pour la première fois ce dispositif à des non-salariés.**

**Votre rapporteur général observe qu'il s'agit de procéder à une harmonisation avec les règles applicables ou prévues pour les plans d'épargne d'entreprise (PEE) :** en effet, les dirigeants d'entreprises peuvent déjà bénéficier d'un PEE en application des dispositions de l'article 14 de la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 relative à l'épargne salariale ; en outre, l'extension aux conjoints collaborateurs est proposée par le II de l'article 13 du projet de loi n° 297 (2004-2005) en faveur des petites et moyennes entreprises.

Votre rapporteur général observe que le nombre de bénéficiaires potentiels et le coût du dispositif proposé n'ont pas pu être mesurés à ce stade. Numériquement, les bénéficiaires les plus nombreux sont les dirigeants de très petites entreprises où l'intéressement reste peu développé (moins de 5 % dans les entreprises de moins de 10 salariés<sup>1</sup>) : les mesures envisagées encouragent ainsi une évolution des comportements, mais dont les effets ne pourront être pleinement appréciés qu'à plus long terme.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Cette proportion augmente à 10 % dans les entreprises de 11 à 50 salariés et à 20 % dans les entreprises de 51 à 100 salariés.

*ARTICLE 15 bis (nouveau)*

**Affectation de l'excédent de la réserve spéciale de participation**

**Commentaire : le présent article, introduit à l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, propose d'instaurer une obligation de répartir immédiatement, entre les salariés auxquels ont été versées, au titre de leur participation aux résultats de l'entreprise, des sommes inférieures au plafond légal, les sommes de la réserve spéciale qui n'ont pu être distribuées aux salariés ayant atteint ce plafond.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

***A. LA RÉSERVE SPÉCIALE DE PARTICIPATION DES SALARIÉS AUX RÉSULTATS DE L'ENTREPRISE***

Régie par les articles L. 442-1 et suivants du code du travail, **la participation des salariés aux résultats de l'entreprise constitue un régime obligatoire dans les entreprises employant au moins 50 salariés** (article L. 442-1 précité, premier alinéa)<sup>1</sup>. Ce dispositif est facultatif dans les entreprises de moins de 50 salariés<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> *En application du premier alinéa de l'article L. 442-9 du code du travail, le décret n° 87-948 du 26 novembre 1987 modifié précise les conditions d'application de la participation des salariés dans le secteur public. Introduit par la loi de finances pour 2005 (loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004), le deuxième alinéa de l'article L. 442-9 précité dispose que la participation est applicable aux « sociétés, groupements ou personnes morales quel que soit leur statut juridique, dont plus de la moitié du capital est détenue, ensemble ou séparément, indirectement par l'Etat et directement ou indirectement par ses établissements publics, à l'exception de celles et ceux qui bénéficient de subventions d'exploitation, sont en situation de monopole ou soumis à des prix réglementés ».*

<sup>2</sup> *L'article L.442-16 du code du travail, en outre, pour les entreprises nouvelles dont la création ne résulte pas d'une fusion, totale ou partielle, d'entreprises préexistantes, repousse expressément l'obligation de mettre en place la participation au troisième exercice clos après leur création. Par ailleurs, la loi n° 2004-391 du 4 mai 2004 relative à la formation professionnelle tout au long de la vie et au dialogue social, en ce qui concerne les entreprises ayant mis en place un accord d'intéressement (régis par les articles L. 441-1 et suivants du code du travail) en vigueur au moment où leur effectif atteint cinquante salariés, a repoussé à la date d'expiration de cet accord d'intéressement l'obligation de mettre en place une participation (article L. 442-1 précité, deuxième alinéa). – Les dispositifs de participation volontairement mis en place dans les entreprises non soumises à l'obligation sont encouragés par les dispositions fiscales afférentes.*

Pour la mise en œuvre du régime, **une réserve spéciale de participation des salariés est constituée** dans les entreprises concernées (code du travail, article L. 442-2). Les droits reconnus aux salariés sur les sommes affectées à cette réserve spéciale sont définis par voie d'**accord entre les salariés et l'employeur** (code du travail, article L. 442-5)<sup>1</sup>.

L'article L. 442-2, précité, du code du travail détermine les modalités de **calcul de principe de la réserve spéciale de participation (R), en fonction du bénéfice net (B)<sup>2</sup>, des capitaux propres (C), des salaires (S) et de la valeur ajoutée (VA), tels que :**

$$R = 1/2 [B - 5 \% C] \times [S / VA]$$

De la sorte, le montant de la réserve spéciale de participation est nul en cas d'exercice déficitaire ou de bénéfice inférieur à 5 % des capitaux propres.

Toutefois, **l'accord de participation** précité, conformément à l'article L. 442-6 du code du travail, **peut établir un régime dont le mode de calcul est différent** de la formule légale, **à la condition que le résultat de ce calcul :**

- d'une part, **comporte des avantages « au moins équivalents » pour les salariés ;**

- d'autre part, **ne soit pris en compte que dans la limite de l'un des plafonds suivants**, dont le choix est laissé aux signataires de l'accord :

- la moitié du bénéfice net comptable ;

---

<sup>1</sup> *Quatre modalités d'accord sont prévues par l'article L. 442-10 du code du travail : avec les organisations syndicales représentatives, soit au niveau de l'entreprise, soit à celui de la branche dans le cadre d'une convention ou d'un accord collectif ; avec les représentants d'organisations syndicales représentatives, mandatés par ces dernières aux fins de négocier et de conclure l'accord ; au sein du comité d'entreprise ; enfin, sur la proposition du chef d'entreprise, le cas échéant conjointement avec les organisations syndicales représentatives ou le comité d'entreprise, par la ratification d'un projet de contrat par les deux tiers du personnel. La participation peut également être mise en place à l'échelle d'un groupe, suivant les trois modalités que détermine l'article L. 442-11 du code du travail : entre le mandataire des sociétés concernées et le (ou les) salariés appartenant à l'une des entreprises du groupe mandatés à cet effet par une ou plusieurs organisations représentatives ; entre le mandataire des sociétés concernées et les représentants mandatés par chacun des comités d'entreprise concernés ; sur la proposition du mandataire des sociétés du groupe, le cas échéant conjointement avec les organisations syndicales représentatives, la majorité des comités d'entreprise ou, si toutes les sociétés sont concernées, le comité de groupe, par la ratification d'un projet d'accord à la majorité des deux tiers du personnel appréciée au niveau de l'ensemble des sociétés concernées.*

<sup>2</sup> *Il s'agit du bénéfice imposable « au taux de droit commun de l'impôt sur le revenu ou aux taux de l'impôt sur les sociétés ».*

- le bénéfice net comptable diminué de 5 % des capitaux propres ;
- le bénéfice net fiscal diminué de 5 % des capitaux propres ;
- la moitié du bénéfice fiscal.

#### ***B. LA RÉPARTITION DE LA RÉSERVE SPÉCIALE DE PARTICIPATION***

Aux termes du premier alinéa l'article L. 442-4 du code du travail, **« la répartition de la réserve spéciale de participation entre les salariés est calculée proportionnellement au salaire perçu dans la limite de plafonds fixés par décret »**. Le plafond de la prime individuelle par salarié s'élève actuellement aux trois-quarts du montant maximum des cotisations de sécurité sociale et d'allocations familiales (code du travail, article R. 442-6, deuxième alinéa), soit **30.192 euros en 2005**. Le cas échéant, **la part de la réserve spéciale non distribuée compte tenu de ce plafond est « gelée », en vue d'une distribution lors des exercices ultérieurs** (même code, article L. 442-4 précité, troisième alinéa).

Cependant, le premier alinéa précité de l'article L. 442-4 précise que **l'accord qui a déterminé le régime de la participation peut décider que cette répartition entre les salariés est :**

- soit une répartition **uniforme** ;
- soit une répartition **proportionnelle aux salaires** ;
- soit une répartition **proportionnelle à la durée de présence** ;
- soit une répartition **utilisant conjointement plusieurs de ces critères**.

Le deuxième alinéa du même article L. 442-4 ajoute que **l'accord peut également « fixer un salaire plancher servant de base de calcul à la part individuelle »**.

En tout état de cause, **les sommes ainsi réparties sont bloquées pendant cinq ans** (code du travail, article L. 442-7), sous réserve des hypothèses de déblocage anticipé prévues (même code, article R. 442-17), et sont **consacrées aux investissements retenus par l'accord** (même code, article L. 442-5<sup>1</sup>). Elles sont **déductibles pour l'assiette de l'impôt sur les**

---

<sup>1</sup> *Suivant cet article, l'accord peut prévoir l'affectation des sommes constituant la réserve spéciale de participation : soit à l'acquisition de titres émis par les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ou de parts de fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) ; soit à l'alimentation de dispositifs d'épargne salariale (plans d'épargne d'entreprise [PEE] et assimilés).*

**sociétés ou de l'impôt sur le revenu** exigible de l'entreprise au titre de l'exercice au cours duquel elles sont réparties, et ne sont **pas soumises à la taxe sur les salaires** ni prises en considération pour l'application de la législation du travail et de la sécurité sociale (code du travail, article L. 442-8, paragraphe I). Les sommes revenant aux salariés à ce titre sont exonérées d'impôt sur le revenu (même article, paragraphe II)<sup>1</sup>.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

L'Assemblée nationale, sur la proposition de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général du budget, a adopté, avec l'avis favorable du gouvernement, un amendement introduisant dans le projet de loi le présent article. Celui-ci vise à insérer, après le deuxième alinéa, précité, de l'article L. 442-4 du code du travail, un alinéa qui **oblige à une nouvelle répartition de la réserve spéciale de participation, sans attendre l'exercice suivant, des sommes non attribuées du fait du plafond légal de versement. Cette seconde distribution bénéficierait à tous les salariés auxquels ont été versées des sommes inférieures au plafond légal.**

La disposition proposée prend soin de préciser que « *le plafond des droits individuels ne peut être dépassé du fait de cette répartition supplémentaire* ». Les sommes qui, en dépit de la nouvelle disposition, ne pourraient être distribuées du fait de l'application du plafond, en conséquence, continueront à demeurer dans la réserve spéciale en vue d'une répartition au cours des exercices ultérieurs.

## III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Votre rapporteur général approuve sans réserve la mesure proposée par le présent article, à l'initiative de l'Assemblée nationale, qui permet de procéder à une répartition immédiate – entre les salariés auxquels auraient été versées des sommes d'un montant inférieur au plafond légal – des sommes qui, en l'état du droit qu'on a rappelé ci-dessus et faute de stipulation contraire dans l'accord définissant le régime de la participation, devraient se trouver maintenues dans la réserve spéciale en vue d'une distribution reportée aux exercices suivants.

---

<sup>1</sup> Pour plus de précisions sur ce régime fiscal et social de la participation, cf. ci-dessous le commentaire de l'article 17.

Un tel dispositif, en effet, en **limitant le blocage des sommes en cause dans les comptes de l'entreprise, présente l'avantage de créer du pouvoir d'achat au bénéfice des salariés les plus modestes.** En outre, il évite les incertitudes sur l'avenir et, notamment, le risque que ces sommes échappent aux salariés en cas de transfert de l'activité.

Le présent article est **ainsi, d'évidence, de nature à encourager le développement de la participation.**

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**



*ARTICLE 15 ter (nouveau)*

**Mise en place d'une prime exceptionnelle d'intéressement**

**Commentaire : adopté à l'initiative du gouvernement, le présent article a pour objet de permettre le versement d'une prime exceptionnelle d'intéressement liée aux résultats ou aux performances enregistrées en 2004.**

**I. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté, avec l'avis favorable de la commission, le présent article prévoyant le **versement d'ici le 31 décembre 2005 d'une prime exceptionnelle d'intéressement liée aux résultats ou aux performances enregistrés en 2004.**

***A. MODALITÉS DE MISE EN PLACE DANS LES ENTREPRISES AYANT UN ACCORD D'INTÉRESSEMENT***

Le 1° du présent article détermine les modalités de mise en place dans les entreprises ayant un accord d'intéressement.

**1. En cas d'accord d'intéressement en vigueur en 2004**

Conformément au a du 1° de cet article, **dans les entreprises où un accord d'intéressement était en vigueur au titre de l'année 2004**, il peut être négocié avec les représentants du personnel, **avant le 30 septembre 2005, un accord** spécifique relatif au versement de cette prime exceptionnelle d'intéressement. A défaut d'accord dans ce délai, la prime exceptionnelle d'intéressement peut être accordée par décision unilatérale de l'employeur.

Les **conditions** de négociation de l'accord ou de mise en place de la prime exceptionnelle d'intéressement sont **identiques à celles prévues pour les accords d'intéressement.**

La détermination des bénéficiaires et les critères de répartition sont ceux de législation sur l'intéressement, l'accord spécifique pouvant toutefois retenir des critères autres que ceux prévus dans l'accord d'intéressement en vigueur. Les sommes accordées au titre de la prime exceptionnelle ne peuvent toutefois dépasser le **plafond de 15 % des sommes versées dans le cadre de l'intéressement en 2004** ou **plus de 200 euros** au titre de la prime exceptionnelle d'intéressement.

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, l'Assemblée nationale a adopté un **sous-amendement** de précision : **des deux limites ainsi fixées** (15 % des sommes versées au titre de l'intéressement en 2004 ou 200 euros) **n'est retenue que celle qui est la plus favorable au salarié.**

## **2. En l'absence d'accord d'intéressement en vigueur en 2004**

Le **b** du 1° du présent article prévoit le cas où existe un dispositif d'intéressement, mais où aucun accord n'était en vigueur en 2004, un accord ayant toutefois été conclu et déposé avant le 1<sup>er</sup> juillet 2005.

Dans cette hypothèse, **un accord d'intéressement relatif à la prime exceptionnelle doit en effet être conclu et déposé en 2005** « *dans les délais mentionnés à l'article L. 441-2 du code du travail* », c'est-à-dire « **avant le premier jour du septième mois suivant la date de leur prise d'effet** » de l'accord.

Les modalités de l'accord sont identiques à celles prévues pour les autres accords d'intéressement, par négociation collective ou sur décision unilatérale de l'employeur.

**La prime exceptionnelle ne peut excéder 200 euros par salarié.**

### ***B. MODALITÉS DE MISE EN PLACE DANS LES ENTREPRISES N'AYANT PAS D'ACCORD D'INTÉRESSEMENT***

Le 2° du présent article prévoit la possibilité d'un accord **exceptionnel** d'intéressement **dans les entreprises n'ayant pas d'accord d'intéressement, à condition d'avoir engagé au moins une négociation** sur l'opportunité de mettre en place un accord d'intéressement dans l'avenir.

La négociation ainsi ouverte peut conduire, soit à la conclusion d'un accord exceptionnel d'intéressement avec les représentants du personnel dans

les conditions de droit commun<sup>1</sup>, soit au versement d'une prime exceptionnelle par décision unilatérale de l'employeur si les négociations n'aboutissent pas.

La prime exceptionnelle ne peut dépasser 200 euros par salarié.

Il est enfin prévu que, exceptionnellement, **les accords d'intéressement conclus avant le 30 septembre 2005 peuvent prendre effet rétroactivement à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005**. De ce fait, ces accords pourront être applicables aux résultats de l'exercice 2005.

### ***C. RÉGIME FISCAL ET SOCIAL DE LA PRIME EXCEPTIONNELLE D'INTÉRESSEMENT***

En application des dispositions du 3<sup>o</sup> du présent article, **la prime exceptionnelle d'intéressement bénéficie du régime fiscal et social applicable à l'ensemble des primes d'intéressement**.

Ne constituant pas un élément de rémunération, la prime exceptionnelle d'intéressement n'est pas soumise aux cotisations sociales ni aux taxes sur les salaires. Elle est par ailleurs déductible de l'assiette de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu.

Dans la mesure où l'impôt sur les sociétés donne lieu au versement d'acomptes trimestriels, **la déduction de la prime exceptionnelle d'intéressement de l'assiette de l'impôt sur les sociétés<sup>2</sup> s'applique sur l'acompte dû le 15 décembre 2005**, au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2005.

Le 4<sup>o</sup> du présent article, adopté à l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, permet aux salariés de bénéficier de l'exonération d'impôt sur le revenu, en cas d'affectation de la prime exceptionnelle d'intéressement sur leur plan d'épargne d'entreprise

## **II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre rapporteur général est favorable au principe d'une prime exceptionnelle d'intéressement, limitée aux résultats enregistrés par les

---

<sup>1</sup> A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, l'Assemblée nationale a adopté un **sous-amendement** précisant que cet accord doit avoir été conclu avant le 30 septembre 2005, soit la même date que celle retenue dans le 1 du présent article pour les entreprises ayant mis en place un accord d'intéressement.

<sup>2</sup> Il est pris en compte le taux normal de l'impôt sur les sociétés, tel que fixé au deuxième alinéa de l'article 219 du code général des impôts, soit 33 1/3 %.

entreprises en 2004, afin de permettre le **partage des fruits de la croissance avec les salariés**.

Cette mesure d'équité prend en compte les bonnes performances enregistrées par les entreprises françaises en 2004.

**Par souci de cohérence, le dispositif de prime exceptionnelle d'intéressement obéit aux modalités applicables à l'ensemble des primes d'intéressement, sous un plafond** toutefois limité à 200 euros par salarié et, en cas d'accord d'intéressement en vigueur en 2004, à 15 % des sommes versées au titre de l'intéressement pour l'exercice 2004.

Le présent article encourage enfin la conclusion d'accords d'intéressement dans les entreprises où ceux-ci n'existent pas encore, ce qui répond à la volonté d'une diffusion plus large de l'intéressement et de la participation.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

*ARTICLE 15 quater (nouveau)*

**Déblocage des sommes attribuées en 2005 au titre de la participation**

**Commentaire : adopté à l'initiative du gouvernement, le présent article a pour objet de permettre le déblocage exceptionnel anticipé des sommes attribuées en 2005 au titre de la participation.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

***A. CONSTITUTION DES DROITS À PARTICIPATION***

En application de l'article L. 442-1 du code du travail, **la participation des salariés aux résultats de l'entreprise constitue un régime obligatoire dans les entreprises employant au moins 50 salariés.**

L'article L. 442-5 du code du travail prévoit **plusieurs modalités possibles d'affectation des sommes** issues de la participation :

- l'acquisition d'actions de l'entreprise ;
- l'affectation à un compte courant bloqué dans l'entreprise ;
- l'acquisition de titres émis par les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ou de parts de fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) ;
- l'alimentation de dispositifs d'épargne salariale ;
- l'acquisition d'actions émises par une société créée par les salariés pour racheter leur entreprise.

L'article L. 442-10 du code du travail précise les **modalités d'accord** sur l'attribution des droits à participation :

*« - soit dans le cadre d'une convention ou d'un accord collectif de travail ;*

*« - soit entre le chef d'entreprise et les représentants d'organisations syndicales représentatives au sens de l'article L. 423-2 ;*

*« - soit au sein du comité d'entreprise ;*

« - soit à la suite de la ratification à la majorité des deux tiers du personnel d'un projet de contrat proposé par le chef d'entreprise ; s'il existe dans l'entreprise une ou plusieurs organisations syndicales représentatives (...) ou un comité d'entreprise, la ratification doit être demandée conjointement par le chef d'entreprise et une ou plusieurs de ces organisations ou ce comité ».

Des modalités d'accord spécifiques aux contrats de groupe sont prévues à l'article L. 442-11 du code du travail.

### **B. BLOCAGE DES SOMMES VERSÉES AU TITRE DE LA PARTICIPATION**

L'article L. 442-7 du code du travail fixe à **cinq ans** la **durée normale d'indisponibilité** des droits constitués au titre de la participation, sauf en cas de déblocage anticipé dans les situations limitativement énumérées à l'article R. 442-17 du code du travail :

« a) *Mariage de l'intéressé ou conclusion d'un pacte civil de solidarité par l'intéressé ;*

« b) *Naissance ou arrivée au foyer d'un enfant en vue de son adoption dès lors que le foyer compte déjà au moins deux enfants à sa charge ;*

« c) *Divorce, séparation ou dissolution d'un pacte civil de solidarité lorsqu'ils sont assortis d'un jugement prévoyant la résidence habituelle unique ou partagée d'au moins un enfant au domicile de l'intéressé ;*

« d) *Invalidité du salarié, de ses enfants, de son conjoint ou de la personne qui lui est liée par un pacte civil de solidarité (...)* ;

« e) *Décès du salarié, de son conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité ;*

« f) *Cessation du contrat de travail ;*

« g) *Affectation des sommes épargnées à la création ou reprise, par le salarié, ses enfants, son conjoint ou la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole (...)* ;

« h) *Affectation des sommes épargnées à l'acquisition ou agrandissement de la résidence principale (...)* ;

« i) *Situation de surendettement du salarié (...), sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des fonds ou à l'employeur, soit par le président de la commission de surendettement des particuliers, soit par le juge*

*lorsque le déblocage des droits paraît nécessaire à l'apurement du passif de l'intéressé ».*

L'article R. 442-17 dispose également que « *la levée anticipée de l'indisponibilité intervient sous forme d'un **versement unique** qui porte, au choix du salarié, sur tout ou partie des droits susceptibles d'être débloqués* ».

Conformément à l'article L. 442-12 du code du travail, **la durée minimale d'indisponibilité est portée à huit ans s'il n'y a pas d'accord de participation** dans le délai d'un an à compter de la date à laquelle l'accord de participation devient obligatoire.

*« Lorsque, dans un délai d'un an suivant la clôture de l'exercice au titre duquel sont nés les droits des salariés, un accord n'a pas été conclu dans les conditions prévues à l'article L. 442-5, cette situation est constatée par l'inspecteur du travail et les dispositions du 3° de l'article L. 442-5 sont applicables de plein droit.*

*« Les sommes ainsi attribuées aux salariés sont versées à des comptes courants qui, sous réserve des cas prévus par décret en application de l'article L. 442-7, sont bloqués pour huit ans ; elles portent intérêt à un taux fixé par arrêté du ministre chargé des finances ».*

### **C. RÉGIME FISCAL APPLICABLE AUX SALARIÉS**

Le **régime fiscal applicable aux salariés** prévoit que les sommes leur revenant au titre de la participation, ainsi que les revenus et les plus-values réinvesties, sont **exonérés d'impôt sur le revenu**, conformément au II de l'article L. 442-8 du code du travail. Cette exonération est liée au respect de la durée d'indisponibilité de cinq ans, sauf en cas de déblocage anticipé prévu à l'article R 442-17 du code du travail. L'exonération est maintenue tant que les salariés ne demandent pas la délivrance des droits constitués à leur profit.

Les revenus et plus-values sont toutefois soumis à la CSG, à la CRDS et au prélèvement social de 2 %.

## **II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative du gouvernement, l'Assemblée nationale a adopté, avec l'avis favorable de la commission, le présent article prévoyant un déblocage exceptionnel anticipé des sommes versées en 2005 au titre de la participation.

Les obligations déclaratives pour l'application des dispositions du présent article doivent faire l'objet d'un décret, tel que prévu par le deuxième alinéa du **IV** du présent article.

#### **A. CHAMP DE LA MESURE**

En application du premier alinéa du **I** du présent article, le déblocage exceptionnel concerne « *les sommes attribuées aux salariés en 2005 au titre de la participation* ». Le **versement direct** aux salariés peut être effectué « *jusqu'au 31 décembre 2005* ».

Les comptes annuels des entreprises correspondant généralement à l'année calendaire, cela signifie que **les sommes versées en 2005 au titre de la participation aux résultats de l'entreprise en 2004** peuvent être débloquées exceptionnellement jusqu'à la fin de l'année 2005<sup>1</sup>.

Conformément aux dispositions du deuxième alinéa du **I** du présent article, **le déblocage concerne les seuls droits à participation** définis à l'article L. 442-5 du code du travail. Les **sommes concernées deviennent « négociables ou exigibles » jusqu'au 31 décembre 2005, avant l'expiration des délais normaux de cinq ans ou de huit ans<sup>2</sup>**, prévus respectivement aux articles L. 442-7 et L. 442-12 du code du travail. A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, l'Assemblée nationale a adopté un sous-amendement précisant que **cet accord peut ne porter que sur une partie des sommes concernées**.

Un second sous-amendement de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général a ouvert la possibilité que les sommes ainsi débloquées dépassent le minimum légal, pour les entreprises où la formule de calcul de la réserve de participation est plus favorable que celle prévue par la loi<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Toutefois, si les comptes annuels des entreprises couvrent deux années calendaires, la possibilité de déblocage pourrait concerner des droits partiellement acquis en 2005. Par simplification et parce que cette situation correspond à la grande majorité des cas, cette mesure a été interprétée comme un déblocage des droits acquis en 2005 sur la base des résultats des entreprises pour l'année 2004. En outre, un second décalage correspond au fait que **les droits à participation ne peuvent être attribués qu'après un délai de trois mois suivant la clôture des comptes**.

<sup>2</sup> Ce délai de huit ans s'applique en l'absence d'accord de participation dans le délai d'un an à compter de la date à laquelle l'accord de participation devient obligatoire.

<sup>3</sup> L'article L. 442-2 du code du travail détermine les modalités de calcul de la réserve spéciale de participation (R) en fonction du bénéfice net (B), des capitaux propres (C), des salaires (S) et de la valeur ajoutée (VA) :

$$R = 1/2 [B - 5 \% C] \times [S / VA]$$

Le montant de la réserve spéciale de participation est ainsi nul en cas d'exercice déficitaire ou de bénéfice inférieur à 5 % des capitaux propres.



Le premier alinéa du **IV** du présent article **exclut** du champ de la mesure les « *droits à participation affectés à un plan d'épargne pour la retraite collectif* » (PERCO).

### **B. MODALITÉS DE DÉBLOCAGE**

Toujours conformément au deuxième alinéa du **I** du présent article, le versement intervient « *sur simple demande du bénéficiaire* », sans autre plafonnement que le montant des sommes devant être versées en 2005.

Le troisième alinéa du **I** du présent article prévoit toutefois l'**obligation d'un accord négocié**, tel que défini ci-dessus aux articles L. 442-10 et L. 442-11 du code du travail, **dans les cas suivants** correspondant à la volonté d'éviter que le déblocage exceptionnel ne fragilise le financement de l'entreprise ou ses projets d'investissement :

- l' « *attribution d'actions de l'entreprise* » ;

- l' « *affectation des sommes à un fonds que l'entreprise consacre à [ses] investissements* » ou à des parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

En outre, conformément au **II** du présent article, **les salariés ne peuvent procéder qu'une seule fois à ce déblocage exceptionnel** en 2005 des droits à participation.

Par ailleurs, ainsi que le précise explicitement le **III** du présent article, **ce déblocage ne bénéficie pas d'incitations fiscales**, ni au titre de la valeur des droits acquis au titre de la participation et faisant l'objet d'un déblocage<sup>1</sup>, ni en ce qui concerne les plus-values éventuellement réalisées<sup>2</sup>.

Le troisième alinéa du **IV** du présent article prévoit que « *les entreprises informent leurs salariés des droits dérogatoires* » à un déblocage exceptionnel « *dans un délai de deux mois après la promulgation de la présente loi* ».

---

<sup>1</sup> Comme indiqué dans le I ci-dessus, l'article L. 442-8 du code du travail prévoit l'exonération d'impôt sur le revenu en cas de déblocage des droits à participation à l'issue de la durée normale d'indisponibilité.

<sup>2</sup> Cette imposition s'opère conformément au régime prévu pour les plus-values de cession de valeurs mobilières, tel que défini à l'article 150-0 A du code général des impôts.

### III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Si votre rapporteur général comprend le bien-fondé de **mesures exceptionnelles de déblocage de la participation** afin d'encourager la consommation des ménages, il estime que de telles mesures **doivent être strictement encadrées afin de ne pas bouleverser la gestion de l'épargne à long terme, indispensable au financement de l'économie nationale et plus particulièrement des retraites.**

Or l'article 5 de la loi n° 2004-804 du 9 août 2004 relative au soutien à la consommation et à l'investissement avait déjà prévu, en 2004, une possibilité de déblocage exceptionnel des droits acquis au titre de la participation. Ce déblocage concernait les « *droits constitués avant le 16 juillet 2004 au titre de la réserve spéciale de participation* », en prévoyant la possibilité d'un versement direct jusqu'au 31 décembre 2004.

La mesure proposée au présent article reprend plusieurs des dispositions de l'article 5 de la loi précitée relative au soutien à la consommation et à l'investissement :

- des possibilités larges de déblocage sur simple demande du bénéficiaire, sauf obligation d'accord dans des conditions limitativement énumérées, afin notamment de ne pas déstabiliser le financement et les choix d'investissement de l'entreprise ;

- une limitation de la mesure dans le temps ;

- l'exclusion du PERCO du champ d'application du dispositif.

**Le dispositif prévu au présent article est toutefois plus limitatif :**

- **il concerne, de fait, les seuls droits acquis au titre des résultats de l'entreprise en 2004**, alors que l'article 5 de la loi précitée relative au soutien à la consommation et à l'investissement prévoyait également une possibilité de déblocage de tous les droits acquis, sur plusieurs années, au titre de la réserve spéciale de participation ; compte tenu que la mesure de déblocage en 2005 est limitée dans le temps, il n'a pas été prévu, contrairement à 2004, de plafond de déblocage (10.000 euros dans la mesure appliquée en 2004, soit un montant très supérieur aux droits à participation acquis en 2004 et qui pourraient être débloqués exceptionnellement en 2005) ;

- le déblocage exceptionnel ne peut s'opérer qu'en une seule fois ;

- **le salarié perd les avantages fiscaux liés au déblocage à l'issue de la période normale d'indisponibilité.**

Malgré cet encadrement, compte tenu des bons résultats des entreprises en 2004, le déblocage exceptionnel pourrait porter sur **2 à 3 milliards d'euros en 2005**, alors que l'article 5 de la loi précitée relative au soutien à la consommation et à l'investissement a entraîné le **déblocage exceptionnel d'un peu plus de 8 milliards d'euros en 2004**, pour un encours total de 57 milliards d'euros fin 2004 au titre de l'épargne salariale dans son ensemble (y compris l'intéressement)<sup>1</sup>. On notera que, dans le même temps, le démarrage des nouveaux produits d'épargne retraite, le plan d'épargne pour la retraite populaire (PERP) et le PERCO : fin 2004, le chiffre d'affaires des PERP s'élevait à 0,5 milliard d'euros et l'encours des PERCO à 73 millions d'euros<sup>2</sup>. Cette comparaison démontre l'aspect un peu contradictoire des législations de 2003 (loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites, dite « loi Fillon ») et 2004 (loi du 9 août 2004 précitée relative au soutien à la consommation et à l'investissement).

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Plus précisément, les encours au titre de l'épargne salariale s'élevaient à 56,92 milliards d'euros fin 2004, contre 56,02 milliards d'euros fin 2003.

<sup>2</sup> Au 31 décembre 2004, 6.000 entreprises avaient conclu un PERCO et 39.000 salariés y avaient souscrit.

## ARTICLE 16

### **Extension aux entreprises non cotées de la possibilité de pratiquer une décote sur leurs titres dans le cadre d'une augmentation de capital réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise**

**Commentaire : le présent article permet, dans les entreprises non cotées, de pratiquer une décote sur le prix de cession des titres lors d'une augmentation de capital au bénéfice des adhérents à un plan d'épargne d'entreprise ou interentreprises.**

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

##### ***A. PRINCIPES GÉNÉRAUX DU RÉGIME DES PLANS D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE***

###### **1. Champ d'application**

Régi par les articles L. 443-1 et suivants du code du travail, **le plan d'épargne d'entreprise (PEE) est un système d'épargne collectif et facultatif, ouvrant aux salariés la faculté de participer, avec l'aide de l'entreprise – laquelle peut notamment abonder les versements réalisés par les adhérents –, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières.**

En ce qui concerne le champ d'application de ce dispositif, toute entreprise a vocation à le mettre en œuvre, quels que soit sa taille, ses effectifs et sa forme sociale<sup>1</sup>; **seuls l'Etat, les collectivités territoriales et les établissements publics administratifs, dont les établissements hospitaliers, en sont exclus.**

Par ailleurs, sous certaines réserves, un groupe, constitué par des entreprises juridiquement indépendantes mais ayant établi entre elles des liens financiers et économiques, peut mettre en place un PEE, alors dénommé plan d'épargne de groupe, conformément à l'article L. 444-3 du code du travail. La même possibilité est offerte, depuis la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, aux entreprises signataires d'un accord collectif de travail, conclu au niveau d'une branche, qui donne lieu à un plan d'épargne interentreprises, défini à l'article L. 443-1-1 du même code.

---

<sup>1</sup> Sur les procédures de mise en place des PEE, cf. ci-dessous le commentaire de l'article 19.

## 2. Bénéficiaires

Plusieurs critères définissent la possibilité de bénéficier d'un PEE :

- **Une condition d'ancienneté dans l'entreprise peut être exigée** par le règlement du plan<sup>1</sup>. **Cette condition, cependant, ne peut excéder, aujourd'hui, trois mois** (au lieu de six antérieurement à la loi précitée du 19 février 2001). Pour la détermination de l'ancienneté, tous les contrats de travail exécutés au cours de l'exercice du versement sont pris en compte, ainsi que ceux accomplis pendant les douze mois précédents, en application des premier et deuxième alinéas de l'article L. 444-4 du code du travail.

- **Un salarié mis à la disposition d'une entreprise par un groupement pour lequel il n'existerait pas de PEE spécifique peut bénéficier du PEE de cette entreprise**, à l'instar des salariés de l'entreprise, **au prorata du temps de sa mise à disposition**, conformément au troisième alinéa de l'article L. 444-4 du même code.

- **Les anciens salariés ayant quitté l'entreprise à la suite d'un départ à la retraite ou en préretraite peuvent continuer à effectuer des versements**, mais ne bénéficient plus de l'éventuel abondement de leur ancien employeur. Les salariés ayant quitté l'entreprise pour d'autres motifs peuvent, quant à eux, conserver leur plan d'épargne, mais non y effectuer de nouveaux versements. En outre, **si un salarié quitte son entreprise, il peut demander le transfert des sommes placées sur le PEE vers les dispositifs existants chez son nouvel employeur** ; dans ce cas, le transfert des sommes ne peut cependant faire l'objet d'aucun versement complémentaire de la part du nouvel employeur<sup>2</sup>.

- Enfin, depuis la loi précitée du 19 février 2001, **dans les entreprises dont l'effectif habituel comprend de un à cent salariés, l'ensemble du dispositif est ouvert aux chefs d'entreprise ou aux mandataires sociaux**, en application des dispositions du troisième alinéa de l'article L. 443-1 du code du travail.

## 3. Fonctionnement du PEE

*a) L'alimentation du PEE*

**Le PEE peut être alimenté par trois types de versements.**

---

<sup>1</sup> La circulaire interministérielle du 6 avril 2005 relative à l'épargne salariale (abrogeant et remplaçant la circulaire précédente du 22 novembre 2001) précise qu'il faut entendre par « règlement » tout document, quelle que soit sa dénomination, qui pose les règles du PEE.

<sup>2</sup> Sur les modalités de transfert, cf. ci-dessous le commentaire de l'article 17 du présent projet de loi..

Il s'agit, en premier lieu, des **versements volontaires** du salarié. Ces versements sont **plafonnés à 25 % de la rémunération annuelle du salarié**. Ils peuvent prendre la forme d'une affectation des primes liées à l'intéressement du salarié à l'entreprise. Le PEE peut d'ailleurs prévoir un **montant annuel minimum de versements des adhérents**, ce minimum ne pouvant toutefois excéder un montant fixée par arrêté du ministre chargé des finances et du ministre chargé du travail, lequel s'élève actuellement à 160 euros.

Il s'agit, en deuxième lieu, de l'**affectation du montant de la participation** du salarié aux résultats de l'entreprise, organisée selon les articles L. 442-1 et suivants du code du travail. Ce versement n'est toutefois possible que **si le règlement du plan le prévoit**. Il n'est pas pris en compte dans le calcul du plafond susmentionné des versements volontaires.

En troisième et dernier lieu, il s'agit des **versements complémentaires** aux versements du salarié **que peut décider l'entreprise**. Dans le cadre du PEE, celle-ci est en effet tenue d'apporter une aide, dont les modalités sont précisées dans le règlement du plan. Cette aide, qui peut se limiter, par exemple, à la prise en charge des frais administratifs du plan (frais de tenue de compte du salarié, frais administratifs ou de gestion), peut aussi prendre la forme d'un abondement des versements volontaires du salarié (dont l'affectation des primes d'intéressement ; l'affectation de la participation, en revanche, n'ouvre pas droit à versement complémentaires). Le complément, **en tout état de cause facultatif**, peut aller **jusqu'au triple du versement du salarié, sans excéder, en principe, 2.300 euros par an et par salarié**, conformément au premier alinéa de l'article L. 443-7 du code du travail. Une majoration de 80 % maximum de ce plafond (au lieu de 50 % avant l'élévation de seuil décidée par la loi de finances pour 2005<sup>1</sup> est néanmoins possible, ce qui porte le seuil d'abondement par l'entreprise à **4.140 euros – en cas d'investissement en titres de l'entreprise**<sup>2</sup>.

*b) La rémunération du PEE*

(1) Les placements possibles

**Le règlement du PEE détermine**, notamment, **la liste des instruments de placements offerts aux adhérents**. Le cas échéant, d'ailleurs, ce règlement prévoit les modalités, y compris restrictives, suivant lesquelles, pendant la période de blocage des sommes<sup>3</sup>, le salarié a la faculté de modifier son choix de placement initial – en réalisant en quelque sorte des « arbitrages », d'un fonds à l'autre –, étant entendu que l'investissement des

---

<sup>1</sup> Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004 de finances pour 2005.

<sup>2</sup> Sur les différents placements possibles au sein d'un PEE, cf. ci-après, b (1).

<sup>3</sup> Sur ce blocage, cf. ci-dessous (2).

sommes qui ont bénéficié d'un supplément d'abondement par l'entreprise ne peut être modifié.

**La liste des placements proposés ne peut comprendre que** les trois types d'actifs suivants (code du travail, article L. 443-3) :

- d'une part, des titres émis par des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ;

- d'autre part, des parts de fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), qu'il s'agisse de fonds dédiés, comportant exclusivement des titres de l'entreprise ou d'une entreprise du même groupe, ou de fonds diversifiés comprenant ou non des titres de l'entreprise ;

- enfin, des **valeurs mobilières** (actions, obligations, certificats d'investissement, titres participatifs...) **émises par l'entreprise ou une entreprise qui lui est liée.**

(2) Le blocage des sommes placées

**Les sommes versées sur le plan d'épargne sont bloquées, en principe, pendant 5 ans au minimum,** en application des dispositions de l'article L. 443-6 du code du travail. Par exception, les droits constitués au profit des participants, sur la demande de ces derniers, peuvent être liquidés avant ce délai dans les cas que résume l'encadré ci-dessous.

#### **Cas de déblocage anticipé des sommes versées à un plan d'épargne salariale**

- 1° le mariage de l'intéressé, ou la conclusion par lui d'un pacte civil de solidarité (PACS) ;
- 2° une naissance ou l'arrivée au foyer d'un enfant en vue de son adoption, dès lors que le foyer compte déjà au moins deux enfants à sa charge ;
- 3° le divorce, la séparation ou la dissolution d'un PACS lorsqu'ils sont assortis d'un jugement prévoyant la résidence habituelle unique ou partagée d'au moins un enfant au domicile de l'intéressé ;
- 4° l'invalidité du salarié, de ses enfants, de son conjoint ou de la personne qui lui est liée par un PACS ;
- 5° le décès du salarié, de son conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un PACS ;
- 6° la cessation du contrat de travail (par licenciement ou démission) ;

- 7° l'affectation des sommes épargnées, soit – d'une part – à la création ou la reprise, par le salarié, ses enfants, son conjoint ou la personne liée au bénéficiaire par un PACS, d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, à titre individuel ou sous la forme d'une société, à condition d'en exercer effectivement le contrôle, soit – d'autre part – à l'installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée ou à l'acquisition de parts sociales d'une société coopérative de production ;

- 8° l'affectation des sommes épargnées à l'acquisition ou l'agrandissement de la résidence principale du salarié, si elle emporte la création d'une surface habitable nouvelle, ou à la remise en état de sa résidence principale, au cas où cette dernière aurait été endommagée à la suite d'une catastrophe naturelle ;

- 9° la situation de surendettement du salarié, en cas de demande soit du président de la commission de surendettement des particuliers, soit du juge lorsque le déblocage des droits paraît nécessaire à l'apurement du passif de l'intéressé.

Source : ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

En outre, ponctuellement, **des mesures législatives, en vue de contribuer au soutien de la consommation, ont autorisé un déblocage exceptionnel, durant certaines périodes**, des droits acquis au titre de l'épargne salariale. La dernière en date de ces mesures, l'article 5 de la loi n° 2004-804 du 9 août 2004 relative au soutien à la consommation et à l'investissement, a ainsi rendu possible un déblocage exceptionnel du 16 juin au 31 décembre 2004.

*c) Les avantages associés au PEE*

(1) Les avantages fiscaux accordés aux adhérents

Le PEE offre à ses adhérents certains avantages fiscaux. Ceux-ci, **pendant le blocage des placements** réalisés, consistent dans **l'exonération de l'impôt sur le revenu dont bénéficient :**

- d'une part, **les sommes versées par l'entreprise au plan en complément des versements des salariés ;**

- d'autre part, **les revenus des titres détenus par les adhérents dans le plan, à la condition que ces revenus soient réemployés dans ce plan et frappés de la même indisponibilité que les titres auxquels ils se rattachent.**

En revanche, les versements des adhérents ne font pas l'objet d'avantages particuliers.



**A l'expiration de la période d'indisponibilité, les revenus des titres placés, comme les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces titres, sont exonérés d'impôt. En revanche, tous les produits du PEE (intérêts, dividendes, plus-values) se trouvent soumis à la CSG, à la CRDS et au prélèvement social de 2 %.**

(2) Les avantages fiscaux et sociaux de l'entreprise

De façon symétrique à la défiscalisation dont jouissent, dans les conditions ci-dessus exposées, les adhérents du PEE, **les sommes versées par l'entreprise en application d'un tel plan sont déduites de son bénéfice pour l'assiette, selon le cas, de l'impôt sur le revenu ou de l'impôt sur les sociétés.** En outre, **ces sommes sont exemptées de charges sociales.**

Toutefois, **pour ouvrir droit à ces exonérations fiscales et sociales, les règlements des PEE établis à compter de la publication de la loi précitée du 19 février 2001 – soit depuis le 20 février 2001 – doivent être déposés à la direction départementale du travail, de l'emploi et de la formation professionnelle du lieu où ils ont été établis.**

#### **4. Un encours stable d'épargne salariale en 2004**

L'encadré et le tableau ci-dessous détaillent le niveau et la répartition des encours d'épargne salariale : **pour l'année 2002, les versements moyens par salarié au titre de l'épargne salariale s'élevaient à près de 2.000 euros,** mais les fortes disparités d'accès à l'épargne salariale tendent à désavantager les salariés des petites et moyennes entreprises.

**Fin 2004 l'encours<sup>1</sup> était stable sur un an (57 milliards d'euros) :** les nouveaux versements et la progression des encours (de l'ordre de 7 à 8 milliards d'euros, comme en 2003) étant compensés par des retraits d'un montant équivalent, dans le cadre notamment du débloqué anticipé prévu par la loi pour le soutien à la consommation et à l'investissement.

---

<sup>1</sup> Ces données incluent l'intéressement et la participation.

### **L'épargne salariale au 31 décembre 2002**

Au 31 décembre 2002, **un peu plus de 30 % des salariés avaient accès à un PEE, mais seuls 70 % d'entre eux disposaient d'une épargne.** Ainsi, **3,4 millions de salariés**, contre un peu moins de 3 millions l'année précédente, étaient épargnants au travers de leur PEE ; ils disposaient d'une **épargne moyenne d'environ 11.400 euros par tête**. La valeur moyenne du PEE avait d'ailleurs fortement chuté en 2002, du fait, d'une part, d'une forte diminution des valorisations boursières et, d'autre part, de l'arrivée de nouveaux épargnants qui, par définition, n'avaient encore épargné que sur une seule année.

**La plupart des salariés épargnants avaient effectué des versements sur leur PEE** en 2002, à raison d'**environ 2.000 euros par salarié**. Plus de trois salariés sur quatre avaient effectué des versements volontaires pour un montant un peu inférieur à 3 % de leur salaire net annuel. Les fonds versés étaient majoritairement issus de la participation dans les entreprises à faible salaire ; dans les entreprises offrant des salaires plus élevés, ils provenaient davantage des versements directs des salariés et de l'intéressement (comme le montre le tableau ci-après reproduit).

Enfin, en 2002, **les abondements de l'employeur aux plans d'épargne avaient atteint 1,1 milliard d'euros.**

*Source : DARES, Premières informations, premières synthèses, septembre 2004, n° 38.1, « Participation, intéressement, plans d'épargne : plus d'un salarié sur deux est concerné fin 2002 »*

**LES VERSEMENTS SUR LES PEE SELON LE SALAIRE MOYEN**

| Salaire annuel moyen dans l'entreprise (1) | % de salariés ayant effectué des versements sur un PEE | Montant moyen versé (en euros) | Répartition de l'origine des fonds versés en % du total |               |                        |             |
|--|--|--------------------------------|---|---------------|------------------------|-------------|
|  |  |                                | Participation   | Intéressement | Versements volontaires | Abondement  |
| Moins de 15.000 euros                      | 5,5  | 1.098                          | 60,2  | 8,6           | 14,2                   | 17,0        |
| Entre 15 et 30.000 euros                   | 19,2   | 1.509                          | 42,1  | 21,7          | 23,4                   | 12,8        |
| Plus de 30.000 euros                       | 42,0   | 2.664                          | 26,1  | 27,3          | 28,6                   | 18,0        |
| <b>Total</b>                               | <b>21,4</b>  | <b>1.948</b>                   | <b>33,9</b>   | <b>24,4</b>   | <b>26,0</b>            | <b>15,7</b> |

(1) : Le salaire annuel moyen correspond à la masse salariale brute divisée par l'effectif de l'entreprise. Il inclut donc des salaires annuels faibles correspondant à des durées du travail annuelles courtes. Les entreprises dont le salaire moyen est inférieur à 15.000 euros annuels regroupent environ 20 % des salariés, soit approximativement autant que celles dont le salaire moyen est supérieur à 30.000 euros.

Lecture : Au sein des entreprises dont le salaire moyen est inférieur à 15.000 euros annuels, 5,5% des salariés ont effectué des versements sur un PEE, pour une somme moyenne de 1.099 euros. Les sommes versées par ces salariés proviennent à 60,2 % de la participation.

Source : DARES, enquête Acemo-PIPA 2003

**B. LES DISPOSITIONS RELATIVES À LA DÉCOTE**

**1. Une procédure applicable en cas d'augmentation de capital réservée aux adhérents du PEE**

Dans la mesure où sont susceptibles d'être placées sur un PEE des valeurs mobilières<sup>1</sup> émises par l'entreprise, **les sociétés peuvent alors procéder à des augmentations de capital réservées aux adhérents du PEE**, en application du premier alinéa de l'article L. 443-5 du code du travail.

<sup>1</sup> La liste de ces valeurs mobilières n'est pas limitative : actions, obligations, certificats d'investissement, titres participatifs...

Toutes les sociétés, cotées ou non cotées, sont concernées.

**Pour une société cotée**, le prix de cession est fixé d'après les cours de bourse : il ne peut être supérieur à la moyenne des cours cotés aux vingt dernières séances de bourse. Si l'augmentation de capital s'opère parallèlement à une première introduction sur un marché réglementé, le prix de souscription ne peut être supérieur au prix d'admission sur le marché.

L'entreprise cotée peut par ailleurs faire bénéficier ses salariés d'une **décote**, dans des conditions fixées au deuxième alinéa de l'article L. 443-5 du code du travail : la décote est limitée à **20 %** du prix de souscription ou du cours moyen, ce plafond étant porté à **30 %** en cas de blocage des sommes inscrites au PEE pendant une durée de plus de dix ans.

Les augmentations de capital sont soumises à l'**accord de l'assemblée générale**, laquelle décide également d'éventuelles attributions gratuites d'actions, ou d'autres titres donnant accès au capital de l'entreprise. Dans cette hypothèse, l'avantage total résultant de la décote et de l'attribution gratuite d'actions est limité à 20 % de la valeur des actions, ce plafond étant porté à 30 % en cas de blocage des sommes inscrites au PEE pendant une durée de plus de dix ans.

Les avantages résultant de l'augmentation du capital pour les adhérents au PEE sont exonérés d'impôt sur le revenu. Pour l'entreprise, ils ne sont pas soumis à la taxe sur les salaires et aux cotisations sociales.

## **2. L'absence de possibilité de décote pour les titres de sociétés non cotées**

Les sociétés non cotées peuvent également procéder, d'une part, à des augmentations de capital au bénéfice des adhérents à un PEE et, d'autre part, à des attributions gratuites d'actions, dans la limite des plafonds précédemment mentionnés.

Le troisième alinéa de l'article L. 443-5 prévoit alors un dispositif d'évaluation du prix de cession pour des actifs non cotés :

*« Lorsque les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, le **prix de cession est déterminé conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activité de l'entreprise. Ces critères sont appréciés le cas échéant sur une base consolidée ou, à défaut, en tenant compte des éléments financiers issus de filiales significatives. A défaut, le prix de cession est déterminé en divisant par le nombre de titres existants le montant de l'actif net réévalué d'après***

*le bilan le plus récent. Celui-ci doit être ainsi déterminé à chaque exercice sous le contrôle du commissaire aux comptes. Le prix de cession doit être ainsi déterminé à chaque exercice sous le contrôle du commissaire aux comptes ».*

Le droit actuel ne prévoit donc pas de possibilité de décote pour les titres de sociétés non cotées.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

**Le présent article permet aux entreprises non cotées d'opérer, à l'instar des sociétés cotées, une décote** en cas d'augmentation de capital pour opérer des attributions de titres aux adhérents à un PEE ou à un plan d'épargne interentreprises.

Le 1<sup>o</sup> du présent article complète le troisième alinéa de l'article L. 443-5 du code du travail relatif aux modalités d'évaluation des actifs de sociétés non cotées, en introduisant la possibilité de faire bénéficier les adhérents à un PEE du mécanisme de décote, dans les mêmes limites que pour une société cotée (plafond de 20 % du prix de cession, porté à 30 % en cas de blocage des sommes pour une durée supérieure à dix ans).

Le 2<sup>o</sup> du présent article tend à modifier le quatrième alinéa de l'article L. 443-5 du code du travail relatif au pouvoir de décision de l'assemblée générale en cas d'augmentation du capital. Il est prévu le cas où une telle opération résulterait de l'attribution d'actions de sociétés non cotées, selon les mêmes conditions que pour les sociétés cotées : l'avantage total résultant de la décote et de l'attribution gratuite d'actions est limité à 20 % de la valeur des actions, ce plafond étant porté à 30 % en cas de blocage des sommes inscrites au PEE pendant une durée de plus de dix ans.

Le 3<sup>o</sup> du présent article prévoit les mêmes avantages fiscaux pour les sociétés non cotées que pour les sociétés cotées.

## **III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, l'Assemblée nationale a adopté **deux amendements rédactionnels** au présent article.

#### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre rapporteur général est favorable au mécanisme de décote pour **encourager le développement de l'actionnariat salarié.**

A ce titre, il se félicite que le présent article prévoie l'extension de ce dispositif aux titres de sociétés non cotées, alors que la différence de régime juridique avec les sociétés cotées crée un **biais défavorable aux petites et moyennes entreprises, où l'épargne salariale reste encore trop peu développée.**

Ainsi, alors que 52 % des salariés avaient accès à un dispositif d'épargne salariale en 2002, cette proportion chutait à 9,3 % dans les entreprises comptant entre 1 et 49 salariés.

L'évaluation des actifs des sociétés non cotées se fonde sur un dispositif désormais mieux rodé, dont l'application satisfaisante par ces entreprises est la condition nécessaire pour qu'elles puissent bénéficier du régime de décote, sous peine de sanctions<sup>1</sup>.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Ce mécanisme de sanctions est introduit à l'article 18 du présent projet de loi (cf. ci-dessous le commentaire de cet article).

*ARTICLE 16 bis (nouveau)*

**Périodicité des assemblées générales extraordinaires pour l'augmentation de capital réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise**

**Commentaire : le présent article, introduit à l'initiative de notre collègue député Patrick Ollier, propose d'inscrire dans la partie législative du code de commerce la périodicité à laquelle, lorsque les actions détenues par le personnel de la société et des sociétés qui lui sont liées représentent moins de 3 % du capital, une assemblée générale extraordinaire doit envisager de procéder à une augmentation de capital réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise.**

**I. LE DROIT EXISTANT**

***A. LA POSSIBILITÉ DE RÉALISER DES AUGMENTATIONS DE CAPITAL RÉSERVÉES AUX ADHÉRENTS D'UN PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE***

Le premier alinéa de l'article L. 443-5 du code du travail organise la possibilité que les sociétés procèdent à des augmentations de capital réservées aux adhérents de leur plan d'épargne d'entreprise (PEE)<sup>1</sup>.

Dans le cas où les titres émis à cette occasion sont admis aux négociations sur un marché réglementé, conformément au deuxième alinéa du même article, la décision fixant la date de souscription est prise par le conseil d'administration, le directoire ou leur délégué, et la fixation du prix de souscription est déterminée par référence au prix de cotation ou, le cas échéant, d'admission sur le marché, sous réserve des plafonds prévus. Si les titres, au contraire, ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, selon le troisième alinéa du même article, le prix de cession est déterminé « *conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activité de l'entreprise* ».

En application du quatrième alinéa du même article, l'assemblée générale qui décide l'augmentation de capital peut également organiser, dans certaines conditions, une attribution gratuite d'actions ou d'autres titres donnant accès au capital<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Sur la notion de PEE, cf. ci-dessus le commentaire de l'article 16.

<sup>2</sup> Sur l'ensemble des opérations prévues par l'article L. 443-5 du code du travail, voir ci-dessous le commentaire de l'article 18.

**B. L'OBLIGATION D'ENVISAGER UNE AUGMENTATION DE CAPITAL RÉSERVÉE AUX ADHÉRENTS D'UN PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE**

Suivant une rédaction issue de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales<sup>1</sup>, l'article L. 225-129-6 du code de commerce, en son premier alinéa, prévoit que, **lors de toute décision d'augmentation du capital par apport en numéraire, l'assemblée générale extraordinaire doit se prononcer sur un projet de résolution tendant à la réalisation d'une augmentation de capital** dans les conditions fixées par l'article L. 443-5, précité, du code du travail, c'est-à-dire **réservée aux adhérents d'un PEE**.

Cette obligation n'est levée, expressément, que dans le cas où l'augmentation résulte d'une émission au préalable de valeurs mobilières donnant accès au capital, si l'assemblée générale extraordinaire n'a pas délégué sa compétence au conseil d'administration ou au directoire.

**En outre, dans l'hypothèse où les actions détenues par le personnel de la société et des sociétés qui lui sont liées** (au sens de l'article L. 225-180 du code de commerce<sup>2</sup>) **représentent moins de 3 % du capital**<sup>3</sup>, le second alinéa de l'article L. 225-129-6 précité impose la convocation d'une **assemblée générale extraordinaire**. Selon une **périodicité « fixée par décret<sup>4</sup> »**, cette assemblée **doit se prononcer sur un projet de résolution tendant à réaliser une augmentation de capital réservée aux adhérents d'un PEE**, dans les conditions prévues à l'article L. 443-5, précité, du code du travail.

---

<sup>1</sup> Cette ordonnance a été ratifiée par la loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit.

<sup>2</sup> Sont ainsi visées : – d'une part, les sociétés ou des groupements d'intérêt économique : soit dont 10 % au moins du capital ou des droits de vote sont détenus, directement ou indirectement, par la société ; soit détenant, directement ou indirectement, au moins 10 % du capital ou des droits de vote de la société ; soit dont 50 % au moins du capital ou des droits de vote sont détenus, directement ou indirectement, par une société détenant elle-même, directement ou indirectement, au moins 50 % du capital de la société ; – d'autre part, les entreprises contrôlées, directement ou indirectement, exclusivement ou conjointement, par un organe central ou des établissements de crédit qui leur sont affiliés au sens des articles L. 511-30 à L. 511-32 du code monétaire et financier (Crédit agricole S.A., Banque fédérale des banques populaires, Confédération nationale du crédit mutuel, Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance, Chambre syndicale des sociétés anonymes de crédit immobilier et établissements de crédit affiliés).

<sup>3</sup> La situation à cet égard est appréciée au vu du rapport présenté à l'assemblée générale par le conseil d'administration ou le directoire en application de l'article L. 225-102 du code de commerce. Ce rapport, suivant l'article précité, « rend compte annuellement de l'état de la participation des salariés au capital social au dernier jour de l'exercice et établit la proportion du capital que représentent les actions détenues par le personnel de la société et par le personnel des sociétés qui lui sont liées au sens de l'article L. 225-180 [cf. note précédente] dans le cadre du plan d'épargne d'entreprise ».

<sup>4</sup> Ce décret est actuellement en attente de publication.



## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

L'Assemblée nationale, sur la proposition de notre collègue député Patrick Ollier, rapporteur pour avis de la commission des affaires économiques, a adopté, avec l'avis favorable du gouvernement, un amendement introduisant dans le projet de loi le présent article. Celui-ci vise à modifier le second alinéa de l'article L. 225-129-6, précité, du code de commerce.

**Il s'agit de fixer dans la loi même, sans renvoyer à un décret, la périodicité de la convocation d'une assemblée générale extraordinaire, conformément aux dispositions rappelées ci-dessus, lorsque les actions détenues par le personnel de la société et des sociétés qui lui sont liées représentent moins de 3 % du capital. Cette périodicité est triennale.**

**De la sorte, l'article proposé tend à rétablir une disposition de la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale.** L'ordonnance précitée du 24 juin 2004, en effet, avait modifié celle-ci afin de laisser au pouvoir réglementaire le soin de préciser la périodicité à laquelle une assemblée générale extraordinaire, le cas échéant, est tenue de se prononcer sur un projet de résolution visant à réaliser une augmentation de capital réservée aux adhérents d'un PEE.

## III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Votre rapporteur général approuve le présent article. En effet, en inscrivant directement dans la partie législative du code de commerce, sans s'en remettre à un décret, la périodicité à laquelle, lorsque moins de 3 % du capital d'une société sont détenus par le personnel, une assemblée générale extraordinaire doit se prononcer sur l'opportunité de procéder à des augmentations de capital réservées aux adhérents d'un PEE, **la mesure proposée assure à cette clause de rendez-vous triennal, outre un degré plus élevé de protection juridique, une nouvelle « visibilité » institutionnelle.**

**Celle-ci paraît de nature à encourager, au moins par le symbole – celui que crée l'affirmation de l'attachement du législateur à ce dispositif –, le souhaitable développement de l'actionnariat salarié.**

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

## ARTICLE 17

### Dispositions relatives aux transferts entre plans d'épargne salariale

**Commentaire : le présent article vise à améliorer et à compléter les dispositifs de transfert entre plans d'épargne salariale.**

#### I. LE DROIT EXISTANT

Le régime actuel des produits d'épargne salariale (participation et plan d'épargne d'entreprise ou PEE<sup>1</sup>) et d'épargne retraite (en l'espèce, plan d'épargne pour la retraite collectif ou PERCO) offrent déjà des possibilités de transfert.

#### ***A. LES DIFFÉRENTS RÉGIMES D'ÉPARGNE SALARIALE ET D'ÉPARGNE RETRAITE CONCERNÉS***

##### **1. La participation**

###### *a) Modalités d'application du régime de la participation*

En application de l'article L. 442-1 du code du travail, **la participation des salariés aux résultats de l'entreprise constitue un régime obligatoire dans les entreprises employant au moins 50 salariés**. Ce dispositif est facultatif dans les entreprises de moins de 50 salariés.

L'article L. 442-2 du code du travail détermine les **modalités de calcul de la réserve spéciale de participation (R)** en fonction du bénéfice net (B)<sup>2</sup>, des capitaux propres (C), des salaires (S) et de la valeur ajoutée (VA) :

$$R = 1/2 [B - 5 \% C] \times [S / VA]$$

Le montant de la réserve spéciale de participation est ainsi nul en cas d'exercice déficitaire ou de bénéfice inférieur à 5 % des capitaux propres.

---

<sup>1</sup> Les mêmes dispositions sont applicables pour le plan d'épargne interentreprises (PEI).

<sup>2</sup> Il s'agit du bénéfice imposable « au taux de droit commun de l'impôt sur le revenu ou aux taux de l'impôt sur les sociétés ».

Les règles de **répartition** de la réserve spéciale de participation – proportionnellement aux salaires perçus, suivant une répartition uniforme ou proportionnellement à la durée de présence dans l’entreprise – sont fixées par l’article L. 442-4 du code du travail.

L’article L. 442-5 du même code prévoit **plusieurs modalités possibles d’affectation des sommes issues de la participation** :

- l’acquisition d’actions de l’entreprise ;
- l’affectation à un compte courant bloqué dans l’entreprise ;
- l’acquisition de titres émis par les sociétés d’investissement à capital variable (SICAV) ou de parts de fonds communs de placement d’entreprise (FCPE) ;
- l’alimentation de dispositifs d’épargne salariale ;
- l’acquisition d’actions émises par une société créée par les salariés pour racheter leur entreprise.

L’article L. 442-7 du code du travail fixe à **cinq ans** la **durée normale d’indisponibilité** des droits constitués au titre de la participation.

#### *b) Régime fiscal et social*

**S’agissant du régime social, les droits constitués au profit des salariés ne sont pas un élément de rémunération.** Ils sont donc exonérés de l’ensemble des cotisations sociales et patronales, mais sont soumis à la contribution sociale généralisée (CSG) et à la contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS) au taux applicable aux salaires.

Concernant le **régime fiscal pour l’entreprise**, les sommes versées sont déductibles des bénéfices pour l’assiette de l’impôt sur le revenu ou de l’impôt sur les sociétés. Elles ne sont pas soumises à la taxe sur les salaires, à la taxe d’apprentissage et aux participations à la formation professionnelle continue et à l’effort de construction.

En cas de mise en œuvre du mode de calcul dérogatoire augmentant le montant de la réserve spéciale de participation, les entreprises peuvent constituer une **provision pour investissement à hauteur** de 50 % sur le montant attribué en plus du minimum légal. La provision pour investissement doit être consacrée, dans un délai de deux ans, à l’acquisition ou à la création d’immobilisations.

Le **régime fiscal applicable aux salariés** prévoit que les sommes leur revenant au titre de la participation, ainsi que les revenus et les plus-values réinvesties, sont **exonérés d’impôt sur le revenu**. Cette exonération est liée

au respect de la durée d'indisponibilité de 5 ans, sauf en cas de déblocage anticipé prévu à l'article R 442-17 du code du travail. L'exonération est maintenue tant que les salariés ne demandent pas la délivrance des droits constitués à leur profit.

Les revenus et plus-values sont toutefois soumis à la CSG, à la CRDS et au prélèvement social de 2 %.

## **2. Le plan d'épargne d'entreprise (PEE)**

Régi par les articles L. 443-1 et suivants du code du travail, **le plan d'épargne d'entreprise (PEE) est un système d'épargne collectif et facultatif, ouvrant aux salariés la faculté de participer, avec l'aide de l'entreprise** – laquelle peut notamment abonder les versements réalisés par les adhérents –, **à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières<sup>1</sup>.**

**Le PEE peut être alimenté par** les versements du salarié, complétés par les abondements de l'employeur, l'intéressement et **la participation**, ainsi que par les transferts provenant d'autres plans d'épargne.

## **3. Le plan d'épargne pour la retraite collectif**

Produit d'épargne retraite collectif constitué dans le cadre de l'entreprise, le PERCO a été créé par la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites.

La sortie peut s'effectuer en rente ou en capital. En cas de sortie en rente, celle-ci est imposable au titre de l'impôt sur le revenu. En cas de sortie en capital, il y a exonération d'impôt sur le revenu.

Comme le PEE, **le PERCO peut être alimenté par** les versements du salarié, complétés par les abondements de l'employeur, l'intéressement et **la participation**, ainsi que par les transferts provenant d'autres plans d'épargne.

Les abondements de l'employeur sont déductibles du bénéfice imposable. Ils ne sont pas soumis aux cotisations sociales. Comme pour le PEE et la participation, une **provision pour investissement peut être constituée, mais à hauteur de 25 %**, dans la limite de 4.600 euros par an et par salarié. La provision pour investissement doit être consacrée, dans un délai de deux ans, à l'acquisition ou à la création d'immobilisations.

---

<sup>1</sup> Pour une présentation complète du dispositif du PEE, voir ci-dessus le commentaire de l'article 16 du présent projet de loi.

## **B. LES POSSIBILITÉS DE TRANSFERT**

### **1. Le transfert de la participation**

En cas de **rupture du contrat de travail**, les droits acquis dans le cadre de la réserve spéciale de participation sont transférables sur un PEE, un PEI ou un PERCO, conformément à l'article L. 442-5 du code du travail. Dans cette hypothèse, les sommes ne sont pas analysées comme des versements du salarié, lesquels sont plafonnés<sup>1</sup>.

En cas de transfert, la durée d'indisponibilité des sommes investies n'est pas interrompue.

En cas de transfert vers un PERCO, un abondement de l'employeur est possible. Cette possibilité n'existe pas pour le PEE et le PEI : elle a été créée pour le PERCO afin d'encourager le développement de l'épargne retraite.

### **2. Le transfert entre plans d'épargne d'entreprise ou interentreprises**

Le droit actuel ne prévoit le transfert d'un PEE (ou d'un PEI) vers un autre PEE (ou PEI) qu'en cas de rupture du contrat de travail. Le compte du salarié dans l'ancien PEE est alors clôturé.

Il n'y a pas de possibilité d'abondement par le nouvel employeur. Les sommes transférées n'entrent pas dans le plafond d'abondement individuel.

Le délai d'indisponibilité n'est pas interrompu, sauf si les sommes transférées permettent de souscrire une augmentation de capital réservée aux adhérents au PEE<sup>2</sup>.

En cas de transfert d'un PEI vers un autre PEI, il faut toutefois que les durées d'indisponibilité des sommes investies dans les deux PEI soient identiques.

---

<sup>1</sup> Le premier alinéa de l'article L. 443-2 du code du travail dispose que « les versements annuels d'un salarié ou d'une personne mentionnée au troisième alinéa de l'article L. 443-1 aux plans d'épargne d'entreprise auxquels il participe ne peuvent excéder un quart de sa rémunération annuelle ou de son revenu professionnel imposé à l'impôt sur le revenu au titre de l'année précédente ».

<sup>2</sup> En effet, pour bénéficier des avantages afférant à la souscription d'une augmentation de capital, les titres doivent être bloqués pendant au moins cinq ans.

### **3. Le transfert d'un plan d'épargne d'entreprise (ou interentreprises) vers un plan d'épargne pour la retraite collectif**

Les modalités de transfert d'un PEE (ou d'un PEI) vers un PERCO obéissent au régime juridique suivant :

- si le transfert a lieu avant la fin du délai minimum d'indisponibilité des sommes transférées, celles-ci ne sont pas imputées au plafond de versement individuel et il n'y a pas de possibilité d'abondement par l'employeur ;

- si le transfert a lieu après la fin du délai d'indisponibilité, l'employeur peut abonder les sommes transférées.

### **4. Les transferts collectifs organisés par l'employeur**

Outre les possibilités de transfert à l'initiative du salarié, la circulaire interministérielle du 6 avril 2005 relative à l'épargne salariale prévoit, **en cas de modification du statut juridique de l'entreprise**, que **l'entreprise organise le transfert collectif des droits acquis par ses salariés au titre de l'épargne retraite**.

Les modifications de statut juridique concernent les situations de fusion, cession ou scission lorsque l'entreprise sort du champ d'application d'un contrat de groupe.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

Le **I** du présent article procède à une réécriture et à un aménagement des règles relatives au transfert de l'épargne salariale, lesquelles feraient l'objet d'un nouvel article L. 444-9 complétant le chapitre IV du titre IV du livre IV du code du travail.

Le **II** du présent article supprime en conséquence les dispositions reprises dans le nouvel article L. 444-9 du code du travail.

### ***A. LE TRANSFERT DE LA PARTICIPATION***

Le premier et le quatrième alinéa du texte proposé pour l'article L. 444-9 du code du travail concernent les modalités de **transfert** des sommes investies **au titre de la participation**.

Comme dans le droit actuel, la seule possibilité ouvrant droit au transfert est la rupture du contrat de travail. Les sommes transférées ne sont pas prises en compte dans le plafond d'abondement individuel à un PEE (ou un PEI). Le transfert n'interrompt pas le délai d'indisponibilité ;

Une **possibilité d'abondement par l'employeur** est ouverte non seulement en cas de transfert vers un PERCO, comme le permet déjà le droit actuel, mais aussi **dans l'hypothèse où le transfert a lieu après l'expiration du délai minimum d'indisponibilité de cinq ans** des sommes investies.

#### ***B. LE TRANSFERT ENTRE PLANS D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE OU INTERNENTREPRISES***

Le deuxième alinéa du texte proposé pour l'article L. 444-9 du code du travail définit le **transfert d'un PEE (ou d'un PEI) vers un autre PEE (ou PEI)**.

Comme dans le droit actuel, les sommes transférées ne s'imputent pas au plafond de versement d'un salarié sur un PEE et le transfert n'interrompt pas le délai d'indisponibilité.

Il est ouvert une **possibilité nouvelle de transfert, sur demande du salarié, en cas de maintien du contrat de travail** : il s'agit d'harmoniser le droit du travail avec le maintien des contrats en cours en cas de modification dans la situation juridique de l'employeur, en particulier en cas de succession, de vente, de fusion ou de mise en société.

Une autre innovation consiste à prévoir que **le transfert n'est possible que si le nouveau PEE (ou PEI) a une durée équivalente à celle du PEE (ou PEI) d'origine** : il s'agit de généraliser une règle actuellement applicable pour les seuls cas de transfert d'un PEI vers un autre PEI, laquelle ne devrait toutefois pas affecter la grande majorité des contrats qui prévoient une durée de blocage de cinq ans.

Enfin, l'abondement de l'employeur devient possible à l'expiration du délai d'indisponibilité.

#### ***C. LE TRANSFERT D'UN PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE (OU INTERENTREPRISES) VERS UN PLAN D'ÉPARGNE POUR LA RETRAITE COLLECTIF***

Le troisième alinéa du texte proposé pour l'article L. 444-9 du code du travail définit les modalités de **transfert d'un PEE (ou d'un PEI) vers un PERCO**.

Comme dans le droit actuel, les sommes transférées ne sont pas prises en compte dans le plafond de versement par le salarié.

De même qu'en cas de transfert d'un PEE (ou PEI) vers un autre PEE (ou PEI), il est ouvert la possibilité d'un transfert en cas de maintien du contrat de travail, à la demande du salarié.

**L'abondement devient possible avant l'expiration du délai d'indisponibilité des sommes investies sur le PEE ou le PEI.**

#### ***D. DES DISPOSITIONS LÉGISLATIVES NOUVELLES RELATIVES AUX TRANSFERTS COLLECTIFS ORGANISÉS PAR L'ENTREPRISE***

Le quatrième alinéa du texte proposé pour l'article L. 444-9 du code du travail **introduit de manière nouvelle, dans la partie législative du code, des dispositions relatives aux transferts collectifs organisés par une entreprise.**

Il est conforme à la hiérarchie des normes que ces dispositions, aujourd'hui issues de la circulaire interministérielle du 6 avril 2005 précitée, relèvent du domaine législatif.

Ces **modalités** sont **nécessaires à la protection des avoirs des salariés en cas de changement de situation juridique de l'entreprise**, par fusion, cession ou scission lorsque l'entreprise relevait d'un plan d'épargne de groupe.

Le dispositif proposé énonce ces différents cas de changement juridique « *rendant impossible la poursuite de l'ancien plan d'épargne* », y compris en cas d'« *absorption* » de l'entreprise.

Il est prévu le transfert « *dans le plan d'épargne de la nouvelle entreprise* », sans interrompre le délai d'indisponibilité des sommes investies, dans des conditions à définir par décret.

Dans la mesure où le transfert n'intervient alors pas à l'initiative du salarié, il ne peut pas être analysé comme un versement volontaire de ce dernier, ouvrant droit à une possibilité d'abondement par l'employeur.



### III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

A l'initiative de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général, l'Assemblée nationale a adopté **six amendements** au présent article, dont trois amendements rédactionnels :

- un **amendement de précision** a rendu non limitative la liste des modifications de situation juridique de l'entreprise conduisant à envisager des transferts collectifs des droits des salariés au titre de l'épargne salariale ;

- **deux amendements ont réparé des oublis** dans la consolidation du droit existant, en rétablissant le principe d'un nouveau point de départ pour le délai d'indisponibilité en cas d'augmentation du capital réservée aux adhérents au nouveau PEE, car une telle opération est créatrice de nouveaux droits et ne s'assimile pas à un simple transfert.

### IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Votre rapporteur général se félicite de la clarification apportée par le présent article aux règles de transfert de l'épargne salariale, lesquelles seraient désormais regroupées dans un seul article du code du travail.

Les modifications par ailleurs proposées tendent à compléter le cadre existant en le rendant plus propice au développement de l'épargne salariale et de l'épargne retraite :

- en cas de transfert des sommes issues de la participation (ou d'un PEE) vers un (autre) PEE, le présent article ouvre la possibilité d'un abondement par l'employeur à l'issue du délai d'indisponibilité minimum de cinq ans des sommes investies : **il est logique que le salarié ne soit plus obligé de débloquer les sommes issues de la participation ou provenant d'un PEE pour abonder un (autre) PEE, alors que le délai de blocage de ces sommes a expiré ;**

- **la possibilité de transfert d'un PEE vers un autre PEE (ou un PERCO) en cas de modification de la situation juridique de l'employeur comble une lacune**, dans la mesure où l'article L. 122-12 du code du travail prévoit déjà le maintien des contrats en cours dans ces hypothèses, et que l'épargne salariale constitue notamment un complément de rémunération associé au contrat de travail ;

**- il est enfin prévu que l'employeur puisse abonder les sommes transférées d'un PEE vers le PERCO sans attendre désormais l'expiration du délai d'indisponibilité, afin de favoriser la mise en place du PERCO.**

Le nouveau dispositif proposé par le présent article crée les conditions favorables à un essor de l'épargne salariale et de l'épargne retraite, alors que seulement un salarié sur deux avait accès à un dispositif d'épargne salariale en 2002, et que le développement de l'épargne retraite s'inscrit dans le cadre d'un nécessaire complément aux régimes de retraite par répartition.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

## ARTICLE 18

### **Evaluation des titres offerts dans les plans d'épargne d'entreprise des sociétés non cotées**

**Commentaire :** le présent article propose, d'une part, d'exclure du bénéfice d'exonérations fiscales et sociales l'abondement réalisé dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise par une entreprise non cotée, au cas où celle-ci n'aurait pas procédé à l'évaluation de ses titres conformément aux dispositions du code du travail, et, d'autre part, d'organiser l'évaluation des obligations susceptibles d'être proposées dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise.

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

##### ***A. LES INSTRUMENTS DE PLACEMENT PROPOSÉS AUX ADHÉRENTS D'UN PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE***

Régi par les articles L. 443-1 et suivants du code du travail, le « plan d'épargne d'entreprise » (PEE), tel que le définit expressément le premier alinéa de l'article L. 443-1 de ce code, est un système d'épargne collectif et facultatif, qui ouvre aux salariés la faculté de participer, avec l'aide de l'entreprise, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières<sup>1</sup>.

**Le PEE peut être alimenté par trois types de versements<sup>2</sup> :**

a) des **versements volontaires** du salarié, **plafonnés à 25 % de la rémunération annuelle** de ce dernier (code du travail, article L. 443-2) ;

b) l'**affectation du montant de la participation** du salarié aux résultats de l'entreprise (code du travail, article L. 442-5, dixième alinéa) ;

c) des **versements complémentaires que peut décider l'entreprise, jusqu'au triple des versements du salarié, sans pouvoir excéder, en principe, 2.300 euros par an et par salarié** (code du travail, article L. 443-7, premier alinéa) ; une majoration de 80 % maximum de ce plafond est néanmoins possible (au lieu de 50 % avant l'élévation de seuil décidée par la

---

<sup>1</sup> Sur le champ d'application et les bénéficiaires du PEE, cf. ci-dessus le commentaire de l'article 16 ; sur les procédures de mise en place, cf. ci-dessous le commentaire de l'article 19.

<sup>2</sup> Sur le détail des modalités de ces versements, cf. ci-dessus le commentaire de l'article 16.

loi de finances pour 2005<sup>1)</sup> – soit un seuil porté à **4.140 euros** – **en cas d'investissement en titres de l'entreprise** (même article, alinéa 2).

**Ces versements sont investis dans les instruments de placements offerts aux adhérents du PEE** : le règlement du plan<sup>2</sup> en détermine la liste (code du travail, article R. 443-2, premier alinéa), de même qu'il fixe, le cas échéant, les modalités, y compris restrictives, suivant lesquelles, pendant la période de blocage des sommes (cinq ans au moins, en principe<sup>3</sup>), le salarié a la faculté de modifier son choix de placement initial (même article, deuxième alinéa). **Peuvent être ainsi proposés à l'investissement des adhérents les trois types d'actifs** suivants (code du travail, article L. 443-3) :

a) des titres émis par des sociétés d'investissement à capital variable (**SICAV**) ;

b) des parts de fonds communs de placement d'entreprise (**FCPE**), qu'il s'agisse de fonds dédiés, comportant exclusivement des titres de l'entreprise ou d'une entreprise du même groupe (au sens de l'article L. 444-3 du code du travail : entreprise juridiquement indépendante mais ayant établi avec l'entreprise considérée des liens financiers et économiques), ou de fonds diversifiés comprenant ou non des titres de l'entreprise ;

c) des **valeurs mobilières** (actions, obligations, certificats d'investissement, titres participatifs...) **émises par l'entreprise ou une entreprise du même groupe** (au sens de l'article L. 444-3 précité).

Concernant cette dernière catégorie de placements, il y a lieu ici de préciser que **les sociétés peuvent procéder à des augmentations de capital réservées aux adhérents de leur PEE** (code du travail, article L. 443-5, premier alinéa – la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale ayant supprimé les « plans d'actionnariat salarié » que régissait le code de commerce). Toutes les sociétés, cotées ou non, sont concernées. En outre, dans ces deux catégories de sociétés également, **l'assemblée générale qui décide l'augmentation de capital peut prévoir l'attribution d'actions gratuites** ou d'autres titres donnant accès au capital : la contre-valeur de cet avantage s'impute sur les plafonds prévus, précités, pour l'abondement du PEE par l'entreprise et, en ce qui concerne les sociétés cotées, s'ajoute à la possible décote<sup>4</sup> (article L. 443-5 précité, quatrième alinéa).

---

<sup>1</sup> Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004.

<sup>2</sup> La circulaire interministérielle du 6 avril 2005 relative à l'épargne salariale (abrogeant et remplaçant la circulaire précédente du 22 novembre 2001) précise qu'il faut entendre par « règlement » tout document, quelle que soit sa dénomination, qui pose les règles du PEE.

<sup>3</sup> Sur ce blocage, cf. ci-dessus le commentaire de l'article 16.

<sup>4</sup> Sur cette décote, cf. ci-après (B, 1).

## **B. L'ÉVALUATION DES TITRES DONNANT ACCÈS AU CAPITAL PROPOSÉS AUX ADHÉRENTS D'UN PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE**

### **1. L'évaluation des titres cotés**

**Dans le cas où, parmi les instruments de placement d'un PEE, se trouvent des titres de l'entreprise, donnant accès au capital, qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé<sup>1</sup>, la fixation du prix de souscription fait l'objet d'une double contrainte (code du travail, article L. 443-5 précité, deuxième alinéa) :**

**- d'une part, le prix de souscription ne peut être supérieur au prix d'admission sur le marché ou, lorsqu'il s'agit de titres déjà cotés, à la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision qui fixe la date d'ouverture de la souscription ;**

**- d'autre part, l'entreprise peut faire bénéficier les adhérents d'une décote par rapport au prix d'admission ou au cours moyen, mais le prix de souscription qui en résulte ne doit pas être inférieur de plus de 20 %, en principe. Ce seuil est cependant porté à 30 % lorsque la durée d'indisponibilité prévue par le plan est au moins de dix ans<sup>2</sup>.**

---

<sup>1</sup> La notion de marché réglementé définit des marchés dont la réglementation assure le fonctionnement régulier des négociations – notamment quant aux conditions d'accès au marché, à l'admission de la cotation, à l'organisation des transactions, à leur publicité. Pour la France, cette notion, en pratique, vise désormais **l'Eurolist d'Euronext Paris**, qui, depuis février 2005, **regroupe toutes les valeurs**, françaises et étrangères, **jusque là cotées sur le premier marché** (qui accueillait les sociétés les plus importantes par leur taille et par la diffusion de leurs titres dans le public), **le second marché** (qui, créé en 1983, était destiné aux entreprises de dimension plus modeste et leur donnait accès au marché financier) **et le nouveau marché** (lequel, créé en 1996, concernait de jeunes sociétés à fort potentiel de croissance qui souhaitaient financer un développement dynamique). Au sein du marché réglementé unique que constitue de la sorte Eurolist, les sociétés cotées sont classées par ordre alphabétique, mais elles font également l'objet d'une **répartition en trois compartiments, distingués suivant un critère de capitalisation** : le compartiment de capitalisation **A** regroupe les grandes valeurs (supérieures à 1 milliard d'euros) ; le compartiment de capitalisation **B** regroupe les valeurs moyennes (entre 150 millions et 1 milliard d'euros) ; le compartiment de capitalisation **C** regroupe les petites valeurs (capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros). On notera que le lancement par Euronext, le 17 mai dernier, du marché **Alternext, qui vise les petites et moyennes entreprises, a donné lieu à la création d'une nouvelle catégorie de marchés, le « système multilatéral de négociation organisé », qui n'est pas un marché réglementé au sens juridique, mais un marché « régulé », ses caractéristiques (approbation des règles du système par l'Autorité des marchés financiers, mécanisme de garantie des cours, applicabilité de la législation relative aux abus de marché) le plaçant à mi-chemin du marché réglementé et du marché libre.**

<sup>2</sup> Voir ci-dessus le commentaire de l'article 16 : cet article propose d'étendre la possibilité de décote aux entreprises non cotées.

## 2. L'évaluation des titres non cotés

**Lorsque les instruments de placement d'un PEE comportent la possibilité d'investir en titres de l'entreprise, donnant accès au capital, qui ne font pas l'objet d'une cotation sur un marché réglementé, aux termes du troisième alinéa de l'article L. 443-5 du code du travail, le prix de cession de ces titres « est déterminé conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activité de l'entreprise. Ces critères sont appréciés le cas échéant sur une base consolidée ou, à défaut, en tenant compte des éléments financiers issus de filiales significatives. A défaut, le prix de cession est déterminé en divisant par le nombre de titres existants le montant de l'actif net réévalué d'après le bilan le plus récent. Celui-ci doit être ainsi déterminé à chaque exercice sous le contrôle du commissaire aux comptes. Le prix de cession doit être ainsi déterminé à chaque exercice sous le contrôle du commissaire aux comptes. »**

Le second alinéa de l'article R. 443-8-1 précise que *« l'évaluation doit être effectuée par l'entreprise, sous le contrôle du commissaire aux comptes, au moins une fois par exercice et chaque fois qu'un événement ou une série d'événements intervenus au cours d'un exercice sont susceptibles de conduire à une évolution substantielle de la valeur des actions de l'entreprise. Il est, en outre, procédé à une évaluation à dire d'experts au moins tous les cinq ans. »* Le rôle des experts, en l'occurrence, consiste dans la définition d'une méthode d'évaluation qu'il reviendra à la société de mettre en œuvre.

### C. LES AVANTAGES ASSOCIÉS AU PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE

#### 1. Les avantages fiscaux accordés aux adhérents

Le PEE offre à ses adhérents certains avantages fiscaux. Ceux-ci, pendant le blocage des placements réalisés, consistent dans l'exonération de l'impôt sur le revenu dont bénéficient :

- d'une part, les sommes versées par l'entreprise au plan en complément des versements des salariés (code général des impôts, article 81, 18°, et article 163 bis B, paragraphe I) ;

- d'autre part, les revenus des titres détenus par les adhérents dans le plan, à la condition que ces revenus soient réemployés dans ce plan et frappés de la même indisponibilité que les titres auxquels ils se rattachent (article 163 bis B précité, paragraphe II).

Il convient de remarquer que les versements des adhérents, cependant, ne font pas par eux-mêmes l'objet d'avantages particuliers.

**A l'expiration de la période d'indisponibilité, les revenus des titres placés, comme les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces titres, sont exonérés d'impôt** (code général des impôts, article 163 *bis* B, paragraphe II précité et article 150-0 A, paragraphe II, 2 *bis*). **En revanche, tous les produits du PEE** (intérêts, dividendes, plus-values) **se trouvent soumis à la CSG, à la CRDS et au prélèvement social de 2 %** (code de la sécurité sociale, article L. 136-7, paragraphe II, 7°) – soit, en 2005, un taux cumulé de 11 %.

## **2. Les avantages fiscaux et sociaux de l'entreprise**

De façon symétrique à la défiscalisation dont jouissent, dans les conditions ci-dessus exposées, les adhérents du PEE, **les sommes versées par l'entreprise en application d'un tel plan sont déduites de son bénéfice pour l'assiette**, selon le cas, **de l'impôt sur le revenu ou de l'impôt sur les sociétés** (code général des impôts, article 237 *ter* ; code du travail, article L. 443-8, premier alinéa). En outre, **ces sommes sont exemptées de charges sociales** (article L. 443-8 précité, alinéa 2).

Toutefois, **pour ouvrir droit à ces exonérations fiscales et sociales, les règlements des PEE établis à compter de la publication de la loi précitée du 19 février 2001 – soit depuis le 20 février 2001 – doivent être déposés à la direction départementale du travail**, de l'emploi et de la formation professionnelle du lieu où ils ont été établis (même article, dernier alinéa).

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

### ***A. LA SANCTION DU DÉFAUT D'ÉVALUATION CONFORME DES TITRES NON COTÉS PROPOSÉS AUX ADHÉRENTS D'UN PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE***

Le paragraphe I du présent article propose d'insérer à l'article L. 443-3 du code du travail, déjà cité, un nouvel alinéa. Celui-ci tend à **priver, du bénéfice des exonérations fiscales et sociales normalement associées aux abondements des PEE par les employeurs** – exonérations, rappelées ci-dessus, que prévoit notamment l'article L. 443-8 du code du travail –, **les entreprises qui, non cotées sur un marché réglementé, auraient proposé des titres donnant accès à leur capital aux adhérents d'un plan d'épargne, sans se conformer aux règles précitées d'évaluation. Cette disposition n'entrerait toutefois en vigueur qu'un an après la promulgation de la loi,**

de façon à laisser aux entreprises concernées le temps de procéder à l'évaluation de leurs titres selon les modalités requises.

Il convient de souligner que c'est l'entreprise seule qui se trouvera ainsi sanctionnée, le défaut d'évaluation conformément aux règles définies par le code du travail n'entraînant pas la suppression des avantages fiscaux réservés aux adhérents par le code général des impôts.

### ***B. L'ORGANISATION D'UNE ÉVALUATION DES OBLIGATIONS PROPOSÉES AUX ADHÉRENTS D'UN PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISES***

Le paragraphe **II** du présent article vise à **organiser**, à l'instar du dispositif existant en ce qui concerne les actions, **une méthode de fixation des prix de cession des obligations émises par les entreprises et proposées en tant qu'instruments de placement aux adhérents d'un PEE**. A cette fin, un alinéa supplémentaire est proposé pour l'article L. 443-5, précité, du code du travail, **renvoyant à un décret en Conseil d'Etat** le soin de déterminer les conditions dans lesquelles les obligations, le cas échéant, devront être évaluées.

### **III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

Sur la proposition de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général du budget, l'Assemblée nationale a adopté, avec l'avis favorable du gouvernement, **un amendement de précision rédactionnelle au paragraphe I** du présent article. La nouvelle rédaction évite l'ambiguïté de formulation retenue par le projet de loi initial en ce qui concerne la date de prise d'effet du dispositif sanctionnant le défaut d'évaluation conforme des titres non cotés qui peuvent être proposés aux adhérents d'un PEE. Cette entrée en vigueur est bien prévue à la date d'un an après la promulgation de la loi.

### **IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre rapporteur général approuve les deux mesures proposées par le présent article, tel que l'a utilement précisé l'Assemblée nationale. En effet, alors que **le développement de l'épargne salariale ne peut être envisagé hors d'un cadre de parfaite confiance, ce double dispositif tend précisément à renforcer les garanties offertes aux adhérents des PEE**.



D'une part, **la sanction**, instaurée à l'encontre des entreprises non cotées qui n'auraient pas procédé à l'évaluation conforme de leurs titres proposés dans le cadre d'un PEE, est naturellement à considérer en amont de tout manquement au code du travail. De ce point de vue, elle **constitue avant tout une incitation, pour les entreprises concernées, à mettre en œuvre les mécanismes destinés à assurer l'information financière fiable et transparente dont les épargnants ont besoin**. Il est juste que les avantages fiscaux et sociaux bénéficient aux seules entreprises respectueuses des prescriptions légales.

Certes, cette sanction, dans la mesure où elle frappera les exonérations de l'entreprise liées à un abondement, ne pourra par définition trouver d'effectivité que dans l'hypothèse où un abondement aura été réalisé. **Si une société non cotée n'effectue pas de versements complémentaires à ceux des salariés** – versements auxquels rien ne l'oblige en droit –, **le défaut d'évaluation conforme de ses titres restera sans conséquence**. Néanmoins, cette solution se montre équilibrée. En effet, **on ne saurait trouver d'autre angle pertinent d'incitation à l'évaluation sans risquer de pénaliser les adhérents eux-mêmes** – par exemple, en supprimant l'ensemble des avantages fiscaux associés au PEE –, alors que la sanction proposée vise au respect de procédures qui sont elles-mêmes aménagées au profit des salariés.

D'autre part, l'organisation, dans l'avenir, d'**une évaluation**, comparable à celle qui existe pour les actions, **en ce qui concerne les obligations** susceptibles de faire l'objet d'une proposition de placement aux adhérents d'un PEE, **est évidemment de nature à offrir aux épargnants la possibilité d'une plus juste appréciation financière**.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

## ARTICLE 19

### Information des salariés sur les plans d'épargne d'entreprise unilatéraux

**Commentaire :** le présent article propose d'organiser un régime d'information nominative des salariés, par l'établissement habilité pour la gestion de l'épargne salariale, au cas où un plan d'épargne d'entreprise ne serait pas établi par accord avec le personnel mais unilatéralement par l'employeur.

#### I. LE DROIT EXISTANT

##### *A. UNE MISE EN PLACE DES PLANS D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE NÉGOCIÉE OU UNILATÉRALE*

L'article L. 443-1 du code du travail définit le « plan d'épargne d'entreprise » (PEE) comme « *un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés de l'entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières* »<sup>1</sup>. Afin d'encourager le développement des PEE, le troisième alinéa du même article, introduit par la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, prévoit que **la question de l'établissement d'un tel plan doit être posée lors de la négociation des accords d'intéressement ou de participation**. Aux termes exprès du quatrième alinéa, « *les plans d'épargne d'entreprise peuvent être établis dans toute entreprise à l'initiative de celle-ci ou en vertu d'un accord avec le personnel* ».

**A défaut de délégué syndical ou de comité d'entreprise, la mise en place d'un PEE peut n'être qu'unilatérale, à l'initiative de l'employeur.**

Au contraire, depuis la loi n° 2004-391 du 4 mai 2004 relative à la formation professionnelle tout au long de la vie et au dialogue social, **si l'entreprise comporte au moins un délégué syndical ou est dotée d'un comité d'entreprise, le principe est la mise en place négociée du PEE**. Dans ce cas, en effet, selon le cinquième alinéa de l'article L. 443-1, précité, du code du travail (par renvoi à l'article L. 442-10 du même code), le plan peut être établi :

a) suivant le droit commun de la négociation collective défini par le code du travail (livre I<sup>er</sup>, titre III), **entre le chef d'entreprise et les**

---

<sup>1</sup> Sur le fonctionnement du PEE, cf. ci-dessus le commentaire de l'article 18.

**organisations syndicales de salariés reconnues représentatives** dans l'entreprise ;

b) selon les dispositions du même code spécifiques à l'épargne salariale (titre IV, livre IV), **entre le chef d'entreprise et les représentants d'organisations syndicales représentatives**, lesquels, ici, contrairement à la précédente hypothèse, peuvent être des salariés qui ne sont pas des délégués syndicaux mais détiennent un mandat d'une organisation syndicale en vue de la négociation ;

c) **au sein du comité d'entreprise**, l'accord étant alors conclu entre, d'une part, le chef d'entreprise et, d'autre part, la délégation du personnel, à la majorité des membres salariés présents lors de la réunion du comité ;

d) **par la ratification** d'un projet de contrat, demandée conjointement par le chef d'entreprise et au moins une organisation syndicale ou le comité d'entreprise, et acquise **à la majorité des deux tiers du personnel** de l'entreprise ;

e) enfin, **dans le cadre d'une convention ou d'un accord collectif de travail**, au niveau d'une branche ; le plan qui résulte d'un tel accord est un « plan d'épargne interentreprises » (PEI), création de la loi précitée du 19 février 2001, spécialement régi par l'article L. 443-1-1 du code du travail.

Il convient de signaler que, *mutatis mutandis*, **les mêmes conditions de négociations sont applicables à la conclusion d'un « plan d'épargne de groupe »** (PEG), que peuvent mettre en place, pour le commun bénéfice de leurs salariés, des entreprises juridiquement indépendantes mais ayant établi entre elles des liens financiers et économiques (code du travail, article L. 444-3). Dans cette hypothèse, comme le précise la circulaire interministérielle du 6 avril 2005 relative à l'épargne salariale<sup>1</sup>, il s'agit que chacune des entreprises concernées manifeste sa volonté d'être partie à l'accord, au besoin en choisissant son propre mode de ratification (par son ou ses délégués syndicaux, au sein de comité d'entreprise, etc.). En cas de modification ultérieure du périmètre du groupe, l'adhésion d'une entreprise au plan devra normalement faire l'objet d'un avenant qui obéisse aux mêmes règles de conclusion ; en pratique, cependant, afin d'éviter des procédures lourdes, certains accords de groupe prévoient expressément, en fixant les critères requis, la possibilité d'adhésion de plein droit de nouvelles entreprises.

Hors ce cas particulier des PEG, le cinquième alinéa, précité, de l'article L. 443-1 précise que **si aucun accord n'a pu être conclu** au terme de la négociation, **« il est établi un procès-verbal de désaccord dans lequel sont consignées en leur dernier état les propositions respectives des parties et les mesures que l'employeur entend appliquer unilatéralement »**. Cette

---

<sup>1</sup> Cette circulaire abroge et remplace la circulaire précédente du 22 novembre 2001.

disposition, toutefois, expressément, « *n'est pas applicable à la modification des plans d'épargne d'entreprise mis en place à l'initiative de l'entreprise avant la date de publication de la loi n° 2004-804 du 9 août 2004 pour le soutien à la consommation et à l'investissement* », c'est-à-dire antérieurement au 11 août 2004.

## ***B. L'INFORMATION DES SALARIÉS SUR LE PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE MIS EN PLACE***

Quelles que soient les modalités de mise en place du PEE, l'information des salariés à cet égard revêt deux aspects :

- d'une part, le règlement du plan comprend certaines clauses de fond obligatoires et fait l'objet d'un dépôt ;
- d'autre part, et surtout, ce règlement organise lui-même un dispositif adéquat d'information.

### **1. Les clauses de fond obligatoires et le dépôt du règlement du plan d'épargne d'entreprise**

A titre liminaire, il convient de noter qu'il faut ici entendre par « **règlement** » **tout document, indépendamment de sa dénomination, qui pose les règles du plan** (définition donnée par la circulaire précitée du 6 avril 2005).

#### *a) Les clauses de fond obligatoires du règlement*

Les clauses de fond que le règlement du PEE doit comprendre (notamment en application de l'article R. 443-2 du code du travail et, s'agissant spécialement des PEI, de l'article L. 443-1-1, déjà cité ; la circulaire précitée du 6 avril 2005 les récapitule) sont **indispensables à l'information des salariés quant aux caractéristiques du dispositif mis en place**. Ce sont :

- 1° le **champ d'application** du plan, en particulier la liste des entreprises concernées en cas de PEG ;

- 2° la **durée** pour laquelle le plan a été établi, déterminée ou indéterminée, et les modalités suivant lesquelles il peut être révisé ;

- 3° les **bénéficiaires** et les conditions éventuellement requises (par exemple, en termes d'ancienneté des salariés) ;

- 4° les différentes **sources d'alimentation** du plan, dont, s'il y a lieu, les conditions qui régissent les versements complémentaires de l'entreprise et la possibilité d'abonder l'intéressement que les adhérents peuvent verser après leur départ de celle-ci (code du travail, article R. 443-8 *in fine*) ; le cas échéant, la possibilité pour les adhérents d'affecter au plan le montant de leur participation aux résultats de l'entreprise (code du travail, article L. 442-5, dixième alinéa) ;

- 5° les **formules de placement** proposées :

- lorsque le plan offre plusieurs formules de placement, le règlement indique les modalités selon lesquelles l'adhérent peut modifier l'affectation de son épargne entre ces instruments (code du travail, article R. 443-2, deuxième alinéa) ;

- au besoin, il précise la (ou les) modification(s) pouvant intervenir à l'occasion du départ du salarié de l'entreprise (même disposition) ;

- en annexe du règlement, de plus, doivent être fournis les critères de choix (par exemple : type d'actifs, risque, volatilité, gestionnaire) et la liste des instruments de placements destinés à recueillir l'épargne des salariés, ainsi que les notices d'information sur les titres émis par des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les parts de fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) offerts aux adhérents (même article, premier alinéa).

#### *b) Le dépôt du règlement*

Le dépôt du règlement du PEE, prévu par le dernier alinéa de l'article L. 443-8 du code du travail et conditionnant les exonérations fiscales et sociales dont bénéficie l'entreprise dans ce cadre<sup>1</sup>, doit être effectué **auprès du directeur départemental du travail, de l'emploi et de la formation professionnelle (DDTEFP)**. Cette obligation ne concerne toutefois que les plans établis à compter de la publication de la loi du 19 février 2001, déjà citée, sur l'épargne salariale, soit depuis le 20 février 2001. Les avenants à des accords signés antérieurement à cette date n'ont pas, en principe, à être déposés ; cependant, la circulaire précitée du 6 avril 2005 indique que, si un avenant contient des modifications substantielles qui en font en réalité un nouveau règlement, son dépôt doit être effectué.

---

<sup>1</sup> Sur ces exonérations, cf. ci-dessus le commentaire de l'article 18.

En outre, dans le cas où le PEE n'est pas établi en vertu d'un accord avec le personnel mais déterminé à l'initiative de l'employeur, le comité d'entreprise ou, à défaut, les délégués du personnel doivent être consultés sur le projet de règlement du plan au moins quinze jours avant son dépôt (code du travail, article L. 443-1 précité, sixième alinéa)<sup>1</sup>. Leur examen porte notamment sur les dispositions du plan relatives à l'information des salariés, présentées ci-après.

## 2. Le dispositif d'information prévu par le règlement du plan

Que le PEE soit mis en place unilatéralement par l'employeur par voie d'accord avec le personnel, le règlement de ce plan détermine les conditions dans lesquelles les salariés sont informés de l'existence et du contenu de celui-ci (code du travail, article L. 443-1 précité, septième alinéa).

Aux termes de la circulaire interministérielle précitée du 6 avril 2005, « *l'information peut être fournie par tous moyens permettant aux salariés d'obtenir les informations (affichage, information individuelle sur support papier ou par voie informatique). L'entreprise devra veiller à ce que les salariés exerçant leur activité en dehors de l'entreprise soient également en mesure d'accéder à l'information. L'information donnée aux salariés ne peut se limiter à la simple existence du plan d'épargne d'entreprise. L'information doit porter également sur le contenu du plan et en particulier sur les diverses formes de placement offertes et leurs caractéristiques en termes d'actifs détenus, de rendement et de risque. L'information doit être suffisante pour éclairer le choix de placement du salarié. Elle comporte notamment la fourniture des notices d'information des FCPE. Les modalités de l'abondement offert par l'entreprise devront être décrites clairement en précisant les éventuelles modulations liées soit au type d'épargne soit à toute*

---

<sup>1</sup> Le procès verbal de cette consultation du comité d'entreprise ou des délégués du personnel doit être déposé auprès du DDTEFP avec le règlement du plan (code du travail, article R 444-1-1). Lorsque le plan d'épargne a été conclu par accord avec le personnel, de même, doivent être joints au règlement, lors de son dépôt (même article, précisé par la circulaire précitée du 6 avril 2005) :

a) si l'accord a été conclu entre le chef d'entreprise et les représentants d'organisations syndicales, la mention que ces représentants ont la qualité de délégués syndicaux ou, à défaut, le texte du mandat les habilitant à signer l'accord ;

b) si l'accord a été conclu au sein d'un comité d'entreprise entre le chef d'entreprise et la délégation du personnel statuant à la majorité, le procès-verbal de la séance ;

c) si l'accord résulte, après consultation de l'ensemble du personnel inscrit à l'effectif de l'entreprise, de la ratification par les deux tiers de ce personnel du projet proposé par le chef d'entreprise :

- soit l'émargement, sur la liste nominative de l'ensemble du personnel des salariés signataires,

- soit un procès-verbal rendant compte de la consultation ;

d) si le plan a été mis en place du plan par convention ou accord collectif de travail, un exemplaire de la convention ou de l'accord.

*autre règle à caractère général [...]. Devront également être mentionnées les règles régissant les modifications du choix de placement. »*

On notera pour finir que, **du moment où un salarié a choisi d'adhérer au PEE, son information est assurée par l'entreprise**, chargée de la tenue du registre de l'ensemble des comptes administratifs ouverts pour les adhérents et retraçant les sommes affectées au plan, **ou par son délégataire**, choisi par elle à cette fin (code du travail, article R. 443-5, premier alinéa). Un relevé des actions ou des parts appartenant à chaque adhérent doit être établi, et adressé aux intéressés au moins une fois par an, avec l'indication de l'état de leur compte (même article, troisième alinéa).

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

### ***A. L'ORGANISATION D'UNE INFORMATION SPÉCIFIQUE EN CAS DE PLANS D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE MIS EN PLACE UNILATÉRALEMENT***

Le présent article propose d'ajouter à l'article L. 443-1, précité, du code du travail, un alinéa visant à organiser **une information spécifique des salariés en cas de mise en place d'un PEE ne résultant pas d'un accord avec le personnel** mais de l'initiative de l'employeur.

Se trouvent ainsi visés, notamment, les cas où :

- soit, faute de délégué syndical ou de comité d'entreprise, la mise en place d'un PEE a d'emblée pu être unilatérale ;

- soit, alors même que l'entreprise comportait au moins un délégué syndical ou était dotée d'un comité d'entreprise, la négociation qui a eu lieu (conformément à l'exigence et aux procédures, ci-dessus rappelées, du cinquième alinéa de l'article L. 443-1 du code du travail) n'a pas abouti et, un procès-verbal de désaccord ayant été établi, l'employeur a décidé *proprio motu* de certaines mesures en matière d'épargne salariale.

**Cette information interviendrait par surcroît de celle dont le règlement du plan, comme on l'a vu, doit en tout état de cause arrêter les modalités. Mais elle se limiterait à faire connaître aux salariés l'existence du PEE**, l'information sur le *contenu* de celui-ci restant organisée dans les seules conditions fixées par le règlement.

***B. UNE INFORMATION NOMINATIVE, À LA CHARGE DE L'ÉTABLISSEMENT HABILITÉ POUR LA GESTION DE L'ÉPARGNE SALARIALE***

Dans les hypothèses concernées, l'information organisée par le présent article serait **nominative**. La procédure proposée comprendrait deux étapes.

Dans un premier temps, **les entreprises seraient tenues de communiquer la liste nominative de la totalité de leurs salariés à l'établissement habilité pour la gestion des instruments de placement proposés par le plan en cause**. Conformément aux dispositions de l'article L. 542-1 du code monétaire et financier, en effet, les actifs détenus par les adhérents doivent être inscrits en compte auprès d'une personne morale agréée, par le comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), en vue d'exercer une activité de conservation d'instruments financiers.

**Cet établissement, dans un second temps, aurait la charge d'informer chaque salarié personnellement, par courrier, de l'existence d'un PEE dans son entreprise.**

**III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

Sur la proposition de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général du budget, l'Assemblée nationale a adopté, avec l'avis favorable du gouvernement, **un amendement de précision rédactionnelle** au présent article. La nouvelle rédaction évite l'ambiguïté de formulation retenue par le projet de loi initial s'agissant des plans d'épargne salariale concernés. En effet, le projet visait ces plans en général, alors que, par définition, les seuls plans pouvant faire l'objet de la mesure proposée, laquelle concerne les cas de mise en place unilatérale, sont les PEE – à l'exclusion, notamment, des PEI et PEG qui, eux, tels qu'on en a rappelé ci-dessus les caractéristiques, résultent nécessairement d'un accord.

**IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Votre rapporteur général approuve le dispositif proposé par le présent article, tel que l'a utilement précisé l'Assemblée nationale.



En effet, suivant les renseignements recueillis auprès des services compétents du ministère de l'emploi, de la cohésion sociale et du logement (et malgré l'absence de statistiques officielles complètes), **si, sur l'ensemble des salariés français bénéficiant actuellement d'un PEE** (environ un tiers du total<sup>1</sup>), **la très grande majorité est couverte par un accord négocié, les plans mis en place unilatéralement par les employeurs, cependant, s'avèrent les plus nombreux dans les entreprises privées**<sup>2</sup>. Or, on peut considérer que le PEE négocié au sein de l'entreprise, voire dans le cadre d'une convention collective, fera l'objet, du fait même de son mode d'élaboration, assez tôt, d'une certaine publicité auprès des salariés – publicité susceptible, du moins, d'attirer leur attention sur l'existence d'un plan, le règlement de celui-ci devant au reste pourvoir, comme on l'a vu ci-dessus, à une information plus élaborée. Mais il n'en va pas ainsi s'agissant de plans mis en place à l'initiative du seul employeur. **Dans de tels cas, une information systématique, par courrier, auprès de chaque salarié de l'entreprise, quant à l'existence du plan (alors que le règlement de celui-ci peut se borner à prévoir une simple mesure d'affichage), constitue sans aucun doute une innovation utile, et paraît de nature à contribuer au développement de l'épargne salariale.**

La pertinence de la mesure proposée par le présent article est d'autant moins douteuse qu'**elle ne devrait pas entraîner, pour les entreprises concernées, et notamment pour les petites et moyennes entreprises, d'alourdissement réel de leurs contraintes de gestion administrative.** En effet :

- d'une part, la liste nominative de leur personnel que ces entreprises devraient faire parvenir, en vue de la diffusion de l'information, à l'établissement financier chargé de la gestion de l'épargne salariale, en pratique, serait celle que leurs fichiers de paie exploitent, nécessairement, déjà ; par conséquent, **aucune élaboration particulière** ne devrait précéder l'envoi de cette liste ;

- d'autre part, la Commission nationale de l'informatique et des libertés (CNIL) a admis que les traitements de gestion des rémunérations mis en œuvre par les personnes morales de droit privé, autres que celles gérant un service public, soient dispensés de déclaration dès lors qu'ils répondent à certaines conditions, notamment lorsque ces traitements ont pour seule fonction *« la tenue, conformément aux dispositions du titre IV du livre IV du code du travail, des comptes individuels relatifs à*

---

<sup>1</sup> Cf. les chiffres de l'INSEE détaillés à l'occasion du commentaire de l'article 18 ci-dessus (encadré).

<sup>2</sup> Au contraire, au 31 décembre 2002, sur les 59 PEE existants dans les entreprises publiques, 52 résultaient d'un accord et 7 avaient été créés à l'initiative de l'employeur (source : Commission interministérielle de coordination des salaires [CICS], in rapport annuel du Conseil supérieur de la participation pour 2003/2004).

*l'intéressement et à la participation des travailleurs à l'entreprise » ou « la fourniture des informations et la réalisation des états relatifs à la situation du personnel permettant de satisfaire à des obligations légales<sup>1</sup> » ; de la sorte, pour les entreprises, **aucune formalité nouvelle auprès de la CNIL** ne résulterait du nouveau dispositif.*

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> CNIL, décision n° 2004-097 du 9 décembre 2004, article 2, paragraphes c et f.

## ARTICLE 20

### **Crédit d'impôt au titre de la formation en matière d'épargne salariale**

**Commentaire : le présent article propose d'instaurer un crédit d'impôt, au bénéfice de certaines petites et moyennes entreprises, au titre des dépenses exposées pour la formation de leurs salariés aux dispositifs d'épargne salariale.**

#### **I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ**

**Il n'existe pas, en l'état du droit, de disposition fiscale incitant les entreprises à organiser la formation de leurs salariés aux dispositifs d'épargne salariale** en vigueur (participation ; plan d'épargne d'entreprise [PEE] et assimilés : plan d'épargne de groupe [PEG], plan d'épargne interentreprises [PEI] ; plan d'épargne pour la retraite collectif [PERCO]).

Le présent article, en vue d'instituer un crédit d'impôt au titre des dépenses de formation à ces dispositifs supportées par certaines petites et moyennes entreprises (PME), propose de modifier le code général des impôts de la façon suivante :

- d'une part, le 1<sup>o</sup> vise à **insérer dans le code général des impôts un article 244 quater L**, qui définit les entreprises concernées par ce crédit d'impôt et les dépenses qui y ouvriront droit, ainsi que les règles encadrant la mesure ;

- d'autre part, les 2<sup>o</sup>, 3<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> opèrent les **aménagements techniques** qui, dans le même code, devraient accompagner cette innovation.

#### **A. LES ENTREPRISES CONCERNÉES PAR LE CRÉDIT D'IMPÔT**

##### **1. La définition des petites et moyennes entreprises**

Le **premier alinéa du paragraphe II de l'article 244 quater L** du code général des impôts que propose le 1<sup>o</sup> du présent article, pour la définition des PME susceptibles de bénéficier du crédit d'impôt instauré, renvoie aux

*« conditions définies à l'annexe I au règlement (CE) n° 70/2001 de la Commission, du 12 janvier 2001, concernant l'application des articles 87 et 88 du traité CE aux aides d'Etat en faveur des petites et moyennes entreprises, modifié par le règlement (CE) n° 364/2004 du 25 février 2004 ».* En conséquence, les PME concernées par la mesure proposées sont **des entreprises qui emploient moins de 250 salariés et dont :**

**- soit le chiffre d'affaire, au cours de l'année pendant laquelle les dépenses de formation aux dispositifs d'épargne salariale auront été exposées, n'excède pas 50 millions d'euros ;**

**- soit le total du bilan, pour cette année, n'est pas supérieur à 43 millions d'euros.**

Pour l'appréciation de ces seuils, **il est tenu compte des effectifs et des résultats des entreprises dites « liées » et des entreprises dites « partenaires ».**

Les **entreprises « liées »** sont définies comme celles qui entretiennent avec l'entreprise considérée l'une ou l'autre des relations suivantes :

a) une entreprise détient la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés de l'autre entreprise ;

b) une entreprise a le droit de nommer ou de révoquer la majorité des membres de l'organe d'administration, de direction ou de surveillance de l'autre entreprise ;

c) une entreprise a le droit d'exercer une influence dominante sur l'autre entreprise en vertu d'une clause des statuts de celle-ci ou d'un contrat conclu avec elle ;

d) une entreprise actionnaire ou associée de l'autre entreprise contrôle seule, en vertu d'un accord conclu avec des actionnaires ou associés de cette autre entreprise, la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés de celle-ci.

Une **entreprise « partenaire »**, quant à elle, est définie comme une entreprise qui, n'étant pas une entreprise « liée », au sens précité, avec telle autre entreprise, détient 25 % ou plus du capital ou des droits de vote de cette dernière, seule ou conjointement avec une ou plusieurs tierces entreprises qui lui sont « liées ». Une entreprise peut toutefois être reconnue comme n'ayant pas d'entreprises « partenaires » (la réglementation communautaire la qualifie alors d'« autonome »), même si le seuil de 25 % est atteint ou dépassé, lorsqu'on se trouve en présence des catégories d'investisseurs suivants, et à la condition que ceux-ci ne soient pas, à titre individuel ou conjointement, « liés », au sens précité, avec l'entreprise concernée :

a) sociétés publiques de participation, sociétés de capital à risque, personnes physiques ou groupes de personnes physiques, ayant une activité régulière d'investissement en capital à risque, qui investissent des fonds propres dans des entreprises non cotées en bourse (« *business angels* »), sous réserve que le total de l'investissement dans une même entreprise n'excède pas 1.250.000 euros ;

b) universités ou centres de recherche à but non lucratif ;

c) investisseurs institutionnels, y compris fonds de développement régional ;

d) autorités locales autonomes ayant un budget annuel inférieur à 10 millions d'euros et représentant moins de 5 000 habitants.

## 2. Les conditions d'éligibilité au crédit d'impôt

Deux séries de conditions sont posées par le présent article pour que les PME, définies comme ci-dessus, puissent bénéficier du crédit d'impôt institué.

### *a) Quant au dispositif d'épargne salariale de l'entreprise*

Suivant le **second alinéa du paragraphe II de l'article 244 quater L** du code général des impôts que propose le 1<sup>o</sup> du présent article, le crédit d'impôt est réservé aux **PME qui disposent, au 1<sup>er</sup> janvier 2006, d'un PEE** (prévu à l'article L. 443-1 du code du travail<sup>1</sup>) **dont les sommes recueillies sont affectées au moins en partie à l'acquisition de parts de fonds communs de placement d'entreprise** (FCPE, mentionnés au troisième alinéa [b] de l'article L. 443-3 du code du travail) **lorsque les actifs de ces fonds comprennent** (par renvoi au cinquième alinéa de cet article L. 443-3) :

- **soit exclusivement des valeurs mobilières émises par l'entreprise** ou par une entreprise du même groupe (au sens de l'article L. 444-3 du code du travail : entreprise juridiquement indépendante mais ayant établi avec l'entreprise considérée des liens financiers et économiques) ;

- **soit des valeurs mobilières diversifiées émises par une personne morale ayant son siège dans un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE)**, comprenant ou non des titres de l'entreprise.

---

<sup>1</sup> Sur la notion de PEE, cf. ci-dessus le commentaire de l'article 18.

*b) Quant au régime d'imposition de l'entreprise*

Selon le **paragraphe I de l'article 244 quater L du code général des impôts** que propose le 1° du présent article, peuvent prétendre au bénéfice du crédit d'impôt les seules **PME qui** :

- **soit**, soumises à l'impôt sur les sociétés ou à l'impôt sur le revenu, **sont imposées d'après leur bénéfice réel** (selon le régime normal ou simplifié s'agissant des bénéfices industriels et commerciaux et des bénéfices agricoles ou, concernant l'impôt sur le revenu et s'agissant des bénéfices non commerciaux, selon le régime de la déclaration contrôlée) ;

- **soit sont exonérées d'impôt** en application de l'une des dispositions suivantes (auxquelles renvoie l'article 244 quater L proposé) :

a) les dispositions particulières concernant certaines **entreprises nouvelles créées dans des zones prioritaires d'aménagement du territoire** : zones éligibles à la prime d'aménagement du territoire, territoires ruraux de développement prioritaire, zones de redynamisation urbaine (code général des impôts, article 44 *sexies*) ;

b) l'exonération d'impôt applicable aux **jeunes entreprises innovantes** (code général des impôts, article 44 *sexies A*) ;

c) l'exonération d'impôt applicable aux **entreprises implantées dans les zones franches urbaines** (code général des impôts, article 44 *octies*) ;

d) les dispositions relatives aux **entreprises implantées en Corse** (code général des impôts, article 44 *decies*) ;

e) les dispositions relatives aux **pôles de compétitivité** (code général des impôts, article 44 *undecies*).

*A contrario*, de la sorte, ne peuvent bénéficier du crédit d'impôt instauré par le présent article les PME qui relèvent des catégories suivantes :

- les entreprises redevables de l'impôt sur le revenu selon le régime du forfait, soient les exploitations agricoles dont les recettes moyennes sur deux années n'excèdent pas 76.300 euros ;

- les entreprises redevables de l'impôt sur le revenu selon le régime « micro-entreprise », soient les contribuables dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 76.300 euros pour les entreprises réalisant des livraisons de biens, des ventes à consommer sur place ou des prestations d'hébergement, et 27.000 euros pour les autres entreprises ;

- les entreprises imposées selon le régime « micro » en matière de bénéfices non commerciaux, soient les contribuables dont le résultat est inférieur à 27.000 euros et exonérés de TVA ou bénéficiant de la franchise de base de TVA.

Il convient cependant de noter que les entreprises relevant de plein droit de ces régimes spéciaux conservent toujours la possibilité d'opter pour un régime d'imposition, normal ou simplifié, selon le bénéfice réel, qui, le cas échéant, leur donnerait accès au crédit d'impôt proposé.

### ***B. LES DÉPENSES OUVRANT DROIT AU CRÉDIT D'IMPÔT***

Le premier alinéa du **paragraphe III de l'article 244 quater L du code général des impôts** que propose le 1<sup>o</sup> du présent article prévoit que **le crédit d'impôt est fixé à 25 % des dépenses relatives aux dix premières heures de formation de chaque salarié**. Ces heures, suivant le **paragraphe I** du même article, doivent être **ainsi caractérisées** :

- d'une part, il s'agit de **dépenses de formation des salariés à l'ensemble des dispositifs d'épargne salariale** que régit le titre IV du livre IV du code du travail, **indifféremment** (dispositifs précités : participation, PEE et assimilés, PERCO) ;

- d'autre part, les dépenses doivent être exposées « ***auprès d'organismes de formation figurant sur une liste arrêtée par le préfet de région, après avis du comité de coordination régional de l'emploi et de la formation professionnelle*** ».

### ***C. LES RÈGLES D'ENCADREMENT DU CRÉDIT D'IMPÔT***

#### **1. La base de calcul du crédit d'impôt**

Le premier alinéa du **paragraphe III de l'article 244 quater L du code général des impôts** proposé par le 1<sup>o</sup> du présent article, pour le calcul de la base du crédit d'impôt, établit un **plafond du montant de l'heure de formation par salarié, fixé à 75 euros (soit une dépense maximale prise en compte de 750 euros par salarié et, au taux susmentionné de 25 %, un crédit d'impôt maximal de 187,50 euros par salarié)**.

Par mesure de précaution, et au titre du principe de non-cumul d'avantages fiscaux pour une même dépense, les deuxième et troisième alinéas du même paragraphe III prévoient en outre, respectivement, que :

- d'une part, **les subventions publiques reçues par les entreprises à raison des dépenses ouvrant droit au crédit d'impôt seront déduites de la base de calcul de ce crédit ;**

- d'autre part, **les mêmes dépenses ne pourront entrer à la fois dans la base de calcul du crédit d'impôt instauré par le présent article et dans celle d'un autre crédit d'impôt.**

## **2. Le plafonnement du crédit d'impôt**

Le crédit d'impôt institué par le présent article est soumis à un double plafond.

### *a) Un plafonnement spécifique*

Le premier alinéa du **paragraphe IV de l'article 244 quater L du code général des impôts**, proposé par le 1<sup>o</sup> du présent article, plafonne le crédit d'impôt, **pour chaque entreprise, à 5.000 euros pour la période prévue pour la mise en œuvre du dispositif** (deux ans<sup>1</sup>).

**Dans les sociétés de personnes et les groupements qui n'ont pas opté pour l'imposition des bénéficiaires à l'impôt sur les sociétés**, ces bénéficiaires sont imposés, non pas au nom de la société ou du groupement, mais au nom personnel des associés ou membres, à proportion des droits qu'ils détiennent. Aussi, dans un tel cas, suivant le texte (qui reprend à cet égard des dispositions habituelles en matière de crédit d'impôt bénéficiant aux entreprises), **le plafond est apprécié, pour l'entreprise, en prenant en compte la fraction du crédit d'impôt correspondant :**

**1<sup>o</sup> aux parts des associés de sociétés de personnes** mentionnées aux articles suivants du code général des impôts (auxquels renvoie l'article 244 quater L proposé) :

- article 8, c'est-à-dire :

a) les sociétés en nom collectif,

b) les sociétés en commandite simple,

c) les sociétés n'exerçant pas une activité industrielle ou commerciale et ne revêtant pas le caractère d'une société de capitaux,

---

<sup>1</sup> Sur cette période, cf. ci-dessous, 4.



d) les sociétés en participation pour l'imposition des membres qui sont indéfiniment responsables et dont les noms sont connus de l'administration,

e) les sociétés à responsabilité limitée dites de famille,

f) les sociétés à responsabilité limitée dont l'associé unique est une personne physique,

g) les exploitations agricoles à responsabilité limitée et à associé unique ou dont les associés sont parents ;

- article 238 *bis* L, c'est-à-dire les sociétés créées de fait ;

- article 239 *ter*, c'est-à-dire les sociétés civiles ayant pour objet la construction d'immeuble en vue de la vente ;

- article 239 *quater* A, c'est-à-dire les sociétés civiles de moyens ;

**2° de la même manière, aux droits des membres de groupements mentionnés aux articles suivants du code général des impôts :**

- article 238 *ter*, c'est-à-dire les groupements forestiers ;

- article 239 *quater*, c'est-à-dire les groupements d'intérêt économique ;

- article 239 *quater* B, c'est-à-dire les groupements d'intérêt public ;

- article 239 *quater* C, c'est-à-dire les groupements européens d'intérêt économique ;

- article 239 *quinquies*, c'est-à-dire les syndicats mixtes de gestion forestière et les groupements syndicaux forestiers.

**Dans ce cas** où ces sociétés ou groupements ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés, **le plafond s'applique en outre à chaque associé ou membre, sur le total des crédits d'impôt identiques obtenus dans différentes sociétés.** Le second alinéa du même paragraphe IV précise que **le crédit d'impôt peut être utilisé par les associés proportionnellement à leurs droits dans ces sociétés ou groupements, à condition qu'il s'agisse de redevables de l'impôt sur les sociétés ou de personnes physiques participant à l'exploitation** (au sens du 1° *bis* du 1 de l'article 156 du code général des impôts, c'est-à-dire de manière personnelle, continue et directe, à l'accomplissement des actes nécessaires à l'activité).

*b) Un plafonnement communautaire*

Le **paragraphe V de l'article 244 quater L du code général des impôts** que propose le 1° du présent article énonce que le crédit d'impôt instauré « *s'applique dans les limites et conditions prévues par le règlement (CE) n° 69/2001 de la Commission, du 12 janvier 2001, concernant l'application des articles 87 et 88 du traité CE aux aides de minimis* ». Ce régime dispense de procédure de notification préalable à la Commission européenne, comme compatibles avec le marché commun, les **aides aux entreprises qui, toutes formes comprises, n'excèdent pas 100.000 euros sur trois ans**. Ainsi, **la mesure proposée s'appliquera pour autant qu'elle n'entraînera pas le dépassement de ce seuil** par les entreprises bénéficiaires.

### **3. Les secteurs exclus du crédit d'impôt**

Le renvoi précité, par le **paragraphe V de l'article 244 quater L du code général des impôts** que propose le 1° du présent article, aux limites et conditions du régime communautaire *de minimis*, ne tend pas seulement au plafonnement du crédit d'impôt instauré mais, en outre, implique l'**exclusion, du bénéfice de cette mesure, des secteurs exclus du régime de minimis**. Il s'agit des **transports**, de l'**agriculture**, de la **pêche** et de l'**aquaculture** (production, transformation et commercialisation des produits). L'intégration de ces secteurs dans le champ d'application du crédit d'impôt, en effet, imposerait une notification préalable systématique à la Commission européenne.

### **4. Une mesure temporaire**

Le premier alinéa du **paragraphe III de l'article 244 quater L du code général des impôts** proposé par le 1° du présent article limite expressément le bénéfice du dispositif institué **aux dépenses**, remplissant les conditions précitées, **exposées en 2006 et en 2007**.

## ***D. LES AMÉNAGEMENTS TECHNIQUES***

Trois séries d'aménagements techniques, commandés par le dispositif de crédit d'impôt instauré, sont prévues par le présent article.

En premier lieu, le **paragraphe VI de l'article 244 quater L du code général des impôts**, proposé par le 1° du présent article, prévoit qu'**un décret fixe les conditions d'application de l'article** qui serait ainsi créé.

En deuxième lieu, les 2° et 3° du présent article tendent à ajouter des dispositions relatives à l'imputation du crédit d'impôt, respectivement **dans le cas où le contribuable est redevable de l'impôt sur le revenu** (le 2° du présent article propose à cette fin de créer un article 199 *ter* K du code général des impôts) et **dans le cas où le contribuable est redevable de l'impôt sur les sociétés** (le 3° propose ainsi de créer un article 220 M du code général des impôts). Dans les deux cas, de manière classique, **le crédit d'impôt s'impute sur l'impôt dû au titre de l'année au cours de laquelle l'entreprise a engagé les dépenses et, si le montant du crédit d'impôt excède l'impôt dû, l'excédent est restitué sous forme de chèque par l'administration fiscale.**

En troisième et dernier lieu, le 4° du présent article vise à insérer un *m* au paragraphe 1 de l'article 223 O du code général des impôts. Ce texte est relatif **au cas des groupes de sociétés**, dans lequel l'impôt sur les sociétés n'est pas dû par les sociétés du groupe mais par la société mère. Cette dernière, dans le cadre de la mesure proposée, serait substituée aux sociétés du groupe pour l'imputation de la somme des crédits d'impôt reçus, mais, suivant l'usage, le plafond fixé comme ci-dessus ne serait applicable qu'au niveau de chaque société du groupe.

## **II. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

Sur la proposition de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur général du budget, l'Assemblée nationale a adopté, avec l'avis favorable du gouvernement, **un amendement de correction rédactionnelle au 1° du présent article**, dans le **paragraphe II de l'article 244 *quater* L du code général des impôts** qu'il propose. La nouvelle rédaction modifie la formulation du projet de loi initial s'agissant des parts de FCPE à l'acquisition desquelles, pour que les PME concernées soient éligibles au crédit d'impôt instauré, doivent être affectées, au moins en partie, les sommes recueillies sur le PEE de ces entreprises. Alors que le projet de loi visait, de manière évidemment erronée, l'acquisition « *des* » parts de PFCE, l'amendement précité a rétabli le véritable sens de cette disposition en visant l'acquisition « *de* » parts.

### III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

**Le défaut d'information des épargnants français s'avère important**, comme il l'est, plus généralement, **s'agissant des marchés financiers** – ainsi que le constat, tout récemment, en a été dressé par le groupe de travail de l'Autorité des marchés financiers (AMF) présidé par M. Jean-Claude Mothié et Mme Claire Favre, dans son rapport *Pour l'éducation économique et financière des épargnants*<sup>1</sup>.

#### **La méconnaissance des marchés financiers par les Français :**

- les trois quarts des Français déclarent « s'y connaître mal en finances » ;
- plus d'un Français sur deux estime ne pas être « suffisamment armé pour choisir un produit financier » ;
- plus des deux tiers des Français considèrent les placements comme « un univers complexe ».

*Source : étude TNS Sofres, octobre 2004, citée in rapport du groupe de travail présidé par Jean-Claude Mothié et Claire Favre, Pour l'éducation économique et financière des épargnants, AMF, 18 mai 2005*

**Votre commission considère naturellement qu'il est opportun de développer l'information sur les dispositifs d'épargne salariale existants. Néanmoins, elle estime que le recours, à cette fin, au crédit d'impôt que propose le présent article – à raison de 25 % des dépenses des PME relatives aux dix premières heures de formation de chaque salarié –, ne constitue pas, dans son principe, la bonne démarche en la matière.**

En premier lieu, il faut souligner que **le coût de cette mesure reste incertain**. Suivant les renseignements transmis à votre rapporteur général par le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, ce coût, en effet, n'a pu être évalué avec précision. Une estimation l'a chiffré à **10 millions d'euros environ**, en prenant en compte le plafond du montant de l'heure de formation par salarié retenu pour le calcul du crédit d'impôt (75 euros, seuil déterminé eu égard aux tarifs des formations existantes constatés) et le plafond du crédit d'impôt lui-même (5.000 euros par entreprise, sur deux ans, auquel s'ajoute, comme on l'a signalé, le plafonnement communautaire) rapportés aux nombre

---

<sup>1</sup> Ce rapport préconise le développement d'une politique d'ensemble visant à assurer la formation des épargnants en matière économique et financière, non seulement dans l'entreprise mais également dans les médias généralistes ou encore à l'école. Il recommande en outre la création d'une structure dédiée à la mise en œuvre et la coordination des campagnes de communication en ce domaine.

approximatif de PME qui disposent d'un PEE. Cependant, **outre que ce coût serait sensiblement plus élevé si la mesure devait rencontrer un certain « succès » auprès des entreprises concernées, cette estimation, faute des éléments statistiques adéquats, a été réalisée en l'absence de deux données pourtant capitales :**

- d'une part, **le nombre d'heures aujourd'hui financées par les PME pour la formation de leur personnel aux dispositifs d'épargne salariale ;**

- d'autre part, **parmi les PEE mis en place, la proportion de plans dont les sommes sont affectées au moins en partie à l'acquisition de FCPE** (étant rappelé que le présent article fait de cette acquisition une condition d'éligibilité au crédit d'impôt).

Votre commission ne peut que regretter cette incertitude.

En second lieu, et surtout, **l'instauration d'un nouveau crédit d'impôt** – même soumis aux conditions restrictives, du reste complexes, qui ont été décrites ci-dessus – **conduirait à créer une « niche » fiscale de plus.** Il convient ici de rappeler qu'en effet, au cours des seuls dix-huit derniers mois, ont été créés, notamment :

- par la loi de finances pour 2004<sup>1</sup>, un crédit d'impôt dit « famille », bénéficiant en particulier aux entreprises qui financent un dispositif d'accueil des enfants de leurs salariés, ou, dans certains cas, en indemnisent les frais de garde ;

- par la loi de finances pour 2005<sup>2</sup> :

- un crédit d'impôt lié aux dépenses de prospection en vue d'exportations en dehors de l'EEE,

- un crédit d'impôt bénéficiant aux entreprises qui décident la « re-domiciliation » en France d'une activité qu'elles avaient transférée hors de l'EEE,

- un crédit d'impôt concernant certains établissements de crédit au titre d'avances consenties sans intérêts à des personnes disposant de faibles ressources, pour leur première accession à la propriété ;

---

<sup>1</sup> Loi n° 2003-1311 du 30 décembre 2003 ; code général des impôts, article 244 quater F.

<sup>2</sup> Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004 ; code général des impôts, respectivement, articles 244 quater H, 244 quater I et 244 quater J.

- enfin, par la loi du 18 janvier 2005 de programmation pour la cohésion sociale <sup>1</sup>, un crédit d'impôt au bénéfice des entreprises qui emploient des apprentis.

**La dépense fiscale supplémentaire proposée, dans le contexte budgétaire actuel, n'apparaît pas opportune à votre commission.**

**Décision de la commission : votre commission vous propose de supprimer cet article.**

---

<sup>1</sup> Loi n° 2005-32 ; code général des impôts, article 244 quater G.

## TITRE V

### AUTRES DISPOSITIONS

#### ARTICLE 21

#### **Règles relatives au conditionnement des cigarettes et des tabacs à rouler**

**Commentaire : le présent article encadre les conditionnements des cigarettes et des tabacs à rouler (scaferlatis).**

#### **I. LE DROIT EXISTANT**

Le deuxième alinéa de l'article L. 3511-2 du code de la santé publique dispose que « *sont interdites la vente, la distribution ou l'offre à titre gratuit de paquets de moins de dix-neuf cigarettes* ».

Cet encadrement des unités de conditionnement du tabac avait été introduit par la loi n° 2003-715 du 31 juillet 2003 visant à restreindre la consommation de tabac chez les jeunes.

Cette disposition était conforme à la recommandation 2003/54/CE du Conseil du 2 décembre 2002 relative à la prévention du tabagisme et à des initiatives visant à renforcer la lutte antitabac. Le Conseil de l'Union européenne y recommandait en effet aux Etats membres d'interdire la vente de cigarettes à l'unité ou en paquets de moins de dix-neuf unités.

Les paquets de petite taille s'adressaient en priorité aux jeunes consommateurs, à moindre pouvoir d'achat, et, dans ce contexte, l'encadrement des conditionnements du tabac contribuait à la lutte contre le tabagisme des mineurs.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

### A. LES RAISONS D'UN NOUVEL ENCADREMENT

#### 1. L'initiative du Sénat lors de la discussion du projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2005

Le Sénat s'est déjà saisi de cette question lors de la discussion du projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2005. En effet, il avait adopté à l'unanimité, lors de sa séance du 16 novembre 2004, un amendement de notre collègue Jean-Pierre Godefroy interdisant, dans un délai de huit mois à compter de la promulgation de la loi, la commercialisation de paquets contenant moins de 20 cigarettes.

Notre collègue Jean-Pierre Godefroy soulignait alors que *« le glissement généralisé vers les paquets de dix-neuf cigarettes cache une guerre des prix déguisée. Le conditionnement en paquet de dix-neuf cigarettes a en réalité pour seul objectif de rendre artificiellement attrayant l'achat du paquet de cigarettes, notamment pour les jeunes, particulièrement sensibles à l'argument du prix. Cette manœuvre contourne clairement l'esprit de la politique de santé publique »*.

Cette disposition avait toutefois été censurée par le Conseil constitutionnel dans sa décision n° 2004-508 DC du 16 décembre 2004 relative à la loi de financement de la sécurité sociale pour 2005, dans la mesure où elle n'était pas de nature à affecter de façon significative l'équilibre des régimes obligatoires de base de sécurité sociale.

#### 2. Trois raisons de natures différentes

##### a) Les arguments avancés

L'exposé des motifs du présent projet de loi reprend l'analyse développée par le Sénat et constate que, depuis l'entrée en vigueur de la loi précitée du 31 juillet 2003 visant à restreindre la consommation de tabac chez les jeunes, certains fabricants ont introduit des conditionnements en paquets de dix-neuf, vingt-quatre et vingt-neuf cigarettes pour relativiser la hausse du prix de vente des cigarettes résultant de l'augmentation des taxes sur les tabacs. Il précise que ces fabricants gagnent ainsi un avantage concurrentiel, *« cette politique tarifaire leur [permettant] d'afficher un prix inférieur à celui pratiqué pour les paquets similaires de vingt, vingt-cinq ou trente cigarettes »*.



On remarquera que cette pratique est tout à fait possible, puisque les dispositions de la loi précitée du 31 juillet 2003, dont il convient de rappeler qu'elles avaient été introduites par l'Assemblée nationale sur proposition du gouvernement, retiennent le seuil de 19 cigarettes. La différence de prix entre un paquet de 19 cigarettes et un paquet de 20 cigarettes s'établit en général à 25 centimes d'euro<sup>1</sup>.

L'exposé des motifs fait valoir que cette pratique de certains fabricants de tabac « *est contraire aux **objectifs de santé publique** poursuivis par le Gouvernement qui reposent sur **des prix élevés** et une **comparabilité aisée des prix**. Par ailleurs, la multiplication des références pose des **difficultés de gestion des stocks aux débitants de tabac ainsi que des contraintes de trésorerie** ». Trois arguments d'ordre différents sous-tendraient donc l'évolution proposée.*

Par ailleurs, aucune disposition législative n'encadrerait jusqu'à présent le conditionnement de tabac fine coupe destiné à rouler les cigarettes. Or, à la suite du renchérissement des paquets de cigarettes, certains jeunes se seraient orientés vers ce type de tabac à fumer, moins onéreux. L'exposé des motifs précise ainsi que la mesure proposée «  *vise à interdire les conditionnements favorisant l'accès des jeunes au tabac par des prix attractifs*  ».

#### *b) L'état du marché*

Les tableaux qui suivent retracent l'évolution du marché du tabac au cours de l'année 2004 et des premiers mois de l'année 2005.

---

<sup>1</sup> Pour une vision complète des prix de vente des tabacs, se reporter aux arrêtés du 31 janvier 2005 et du 31 mars 2005 portant homologation des prix de vente au détail des tabacs manufacturés en France, à l'exclusion des départements d'outre-mer (respectivement publiés les 6 février 2005 et 3 avril 2005 au Journal officiel de la République française).

**Ventes mensuelles de produits du tabac en 2004 (en volume)**

(en milliers d'unités)

|                | janvier          | février          | mars             | avril            | mai              | juin             | juillet          | août             | septembre        | octobre          | novembre         | décembre         | <b>Total 2004</b> |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| Cigarettes     | 4 127 530        | 3 946 204        | 4 714 660        | 4 705 002        | 4 366 215        | 5 343 154        | 4 991 743        | 4 682 147        | 4 616 548        | 4 317 856        | 4 370 015        | 4 743 285        | <b>54 924 359</b> |
| <i>blondes</i> | 3 624 788        | 3 481 390        | 4 175 947        | 4 135 874        | 3 872 508        | 4 721 506        | 4 419 702        | 4 145 796        | 4 092 992        | 3 846 102        | 3 888 926        | 4 238 548        | 48 644 079        |
| <i>brunes</i>  | 502 742          | 464 814          | 538 673          | 569 168          | 493 709          | 621 646          | 572 041          | 536 352          | 523 556          | 471 754          | 481 089          | 504 737          | 6 280 281         |
| Scaferlatis    | 549 869          | 619 878          | 710 462          | 699 772          | 630 031          | 750 547          | 670 498          | 648 467          | 656 000          | 627 735          | 627 011          | 670 760          | <b>7 861 030</b>  |
| Cigares        | 122 432          | 137 166          | 164 374          | 160 820          | 156 450          | 181 497          | 165 670          | 146 723          | 163 313          | 166 430          | 157 641          | 169 286          | <b>1 891 802</b>  |
| TAP/TAM        | 29 170           | 27 424           | 31 813           | 30 702           | 27 398           | 32 725           | 29 258           | 27 485           | 28 963           | 25 789           | 25 694           | 31 579           | <b>348 000</b>    |
| <b>Total</b>   | <b>4 829 001</b> | <b>4 730 672</b> | <b>5 621 309</b> | <b>5 596 296</b> | <b>5 180 094</b> | <b>6 307 923</b> | <b>5 857 169</b> | <b>5 504 822</b> | <b>5 464 824</b> | <b>5 137 810</b> | <b>5 180 361</b> | <b>5 614 910</b> | <b>65 025 191</b> |

Source: direction générale des douanes et des droits indirects

**Ventes mensuelles des produits du tabac en 2005 (en volume)**

(en milliers d'unités)

|                | janvier          | février          | mars             | avril            | <b>Total janvier-avril 2005</b> |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------------------|
| Cigarettes     | 4 214 337        | 3 948 487        | 4 632 258        | 4 683 067        | <b>17 478 149</b>               |
| <i>blondes</i> | 3 754 625        | 3 538 123        | 4 149 223        | 4 199 751        | 15 641 722                      |
| <i>brunes</i>  | 459 712          | 410 364          | 483 034          | 483 316          | 1 836 426                       |
| Scaferlatis    | 565 950          | 580 730          | 684 431          | 695 743          | <b>2 526 854</b>                |
| Cigares        | 132 310          | 138 511          | 152 571          | 159 910          | <b>583 302</b>                  |
| TAP/TAM        | 29 373           | 25 463           | 29 867           | 30 335           | <b>115 038</b>                  |
| <b>Total</b>   | <b>4 941 970</b> | <b>4 693 191</b> | <b>5 499 127</b> | <b>5 569 055</b> | <b>20 703 343</b>               |

Source: direction générale des douanes et des droits indirects

**D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, les paquets de 19, 24 et 29 cigarettes représentaient, au mois de mars 2005, environ 10,3 % des parts de marché des cigarettes blondes en France (respectivement 5,71 %, 1,06 % et 3,55 %, en résultat cumulé sur les trois premiers mois de l'année 2005).**

Ainsi, **environ 20 millions de ce type de paquets se seraient vendus au cours du seul mois de mars 2005** : 12,52 millions de paquets de 19 cigarettes, 1,84 million de paquets de 24 cigarettes et 5,56 millions de paquets de 29 cigarettes.

L'on observerait ainsi une progression nette des ventes de ce type de paquets, puisque les paquets de 19 cigarettes (blondes et brunes) représentaient une part de marché de 1,89 % au cours de l'année 2004.

Quant aux **blagues de tabac à rouler de moins de 30 grammes**, elles représenteraient aujourd'hui environ **6,1 % des parts de marché**<sup>1</sup>.

#### ***B. TROIS CHANGEMENTS***

Le **I** présent article modifie le deuxième alinéa précité de l'article L. 3511-2 du code de la santé publique et apporte ainsi **trois changements** au droit existant :

- **il relève de 19 à 20 cigarettes le seuil** en dessous duquel la vente, la distribution ou l'offre à titre gratuit de paquets de cigarettes sont interdites ;

- il prévoit que **les paquets de plus de 20 cigarettes devront comporter un nombre de cigarettes multiple de cinq** ;

- enfin, il prévoit que, **le tabac fine coupe destiné à rouler des cigarettes ne pourra être vendu, distribué ou offert à titre gratuit en contenants de moins de 30 grammes**, quel que soit le conditionnement adopté.

Le **II** du présent article précise que cette disposition entrera en vigueur « *le premier jour du premier mois suivant la publication au Journal officiel de la présente loi* », soit dans un **délai très rapproché**.

---

<sup>1</sup> Des homologations ont été accordées à certaines marques pour des contenants de 12,5, 20 et 25 grammes.

### III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Sur proposition de notre collègue député Gilles Carrez, rapporteur du présent projet de loi au nom de la commission des finances, l'Assemblée nationale a apporté **deux modifications** au texte proposé par le gouvernement.

Elle a tout d'abord **reculé la date d'entrée en vigueur du dispositif**, en la fixant au **2 janvier 2006**. Cette modification est particulièrement opportune dans la mesure où le texte initial du présent article ne permettait pas aux fabricants, aux distributeurs et aux débitants de tabac de s'adapter. La date d'entrée en vigueur fixée par l'Assemblée nationale semble raisonnable. Comme l'indique l'exposé des motifs de l'amendement présenté par notre collègue député Gilles Carrez, « *elle conduirait approximativement à un arrêt des livraisons par les fabricants en octobre 2005, les derniers mois de l'année 2005 étant consacrés à l'écoulement des stocks par les débitants, puis à la reprise des invendus par les fabricants* ». Le 2 janvier 2006 correspond à la date du futur arrêté portant homologation des prix de vente au détail des tabacs manufacturés.

L'Assemblée nationale a ensuite complété le présent article par un paragraphe additionnel (III), qui **supprime le troisième alinéa de l'article L. 3511-2 du code de la santé publique**. En effet, celui-ci dispose que « *les unités de conditionnement du tabac et des produits du tabac produites avant l'entrée en vigueur de la loi n° 2003-715 du 31 juillet 2003 visant à restreindre la consommation de tabac chez les jeunes qui ne seraient pas conformes aux dispositions prévoyant l'interdiction de la vente, la distribution ou l'offre à titre gratuit de paquets de moins de dix-neuf cigarettes peuvent être commercialisées durant une période de trois mois suivant la date d'entrée en vigueur de la loi n° 2003-715 du 31 juillet 2003 précitée* ». **Cette disposition étant devenue obsolète, son abrogation est souhaitable.**

### IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Les mesures proposées par le présent article apparaissent pertinentes à un double titre :

- d'une part, elles complètent la **stratégie de lutte contre le tabagisme des jeunes** menée depuis la loi précitée du 31 juillet 2003, votée à l'initiative du Sénat<sup>1</sup> ;

---

<sup>1</sup> Cette loi découle en effet de la proposition de loi n° 77 (2002-2003) de notre collègue Bernard Joly, visant à restreindre la consommation de tabac chez les jeunes.

- d'autre part, elles renforcent la **transparence du marché** pour le consommateur, en permettant une comparaison aisée des prix des paquets de cigarettes.

**Elles ne paraissent pas soulever de difficulté juridique au regard du droit communautaire.** En effet, le seuil de 19 cigarettes actuellement en vigueur découle de la recommandation précitée du Conseil du 2 décembre 2002 relative à la prévention du tabagisme et à des initiatives visant à renforcer la lutte antitabac, qui n'a pas, en tant que telle, d'effet juridique contraignant. La mesure proposée est générale et n'a pas pour objet, ni pour effet, de favoriser un fabricant particulier. Il n'en résulterait pas non plus d'atteinte à la libre circulation des marchandises. En outre, on remarquera que la législation communautaire actuelle, à l'exception de la recommandation précédemment mentionnée, ne contient pas de dispositions spécifiques relatives au conditionnement des tabacs. Dès lors, la mesure proposée paraît recevable.

Par ailleurs, d'après les informations recueillies par votre rapporteur général, **les fabricants ne contestent pas le dispositif proposé.** Si le délai initialement fixé par le projet de loi apparaissait trop rapproché pour permettre une entrée en vigueur satisfaisante du dispositif, le texte du présent article tel qu'amendé par l'Assemblée nationale apparaît répondre à cette difficulté. En effet, pour permettre l'entrée en vigueur de cette disposition au 2 janvier 2006 tout en autorisant un écoulement des stocks de paquets de 19, 24 et 29 cigarettes, les fabricants devraient cesser de faire livrer ce type de marchandises aux buralistes en septembre ou octobre 2005, ce qui leur laisse une certaine marge de manœuvre.

Les buralistes devraient, pour leur part, voir la gestion de leurs stocks simplifiée, dans la mesure où le nombre de références diminuera du fait de cette mesure.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

## ARTICLE 22

### Adaptation à l'outre-mer

**Commentaire : le présent article habilite le gouvernement à prendre, par ordonnance, les mesures législatives nécessaires à l'application de la présente loi en Nouvelle-Calédonie, en Polynésie française, à Wallis et Futuna et à Mayotte.**

Le droit applicable aux différentes collectivités d'outre-mer possède des caractéristiques particulières<sup>1</sup>. De manière synthétique :

- **les départements et les régions d'outre-mer** sont soumis au principe dit de « **l'identité législative** », tel que décrit à l'article 73 de la Constitution, qui dispose que « *dans les départements et les régions d'outre-mer, les lois et règlements sont applicables de plein droit. Ils peuvent faire l'objet d'adaptations tenant aux caractéristiques et contraintes particulières de ces collectivités* ». En conséquence, et **sauf mention expresse**, les lois votées par le Parlement s'y appliquent sans formalisme particulier ;

- **les autres collectivités d'outre-mer** sont soumises au principe dit de « **spécialité législative** », tel que décrit à l'article 74 de la Constitution, qui dispose que « *les collectivités d'outre-mer régies par le présent article ont un statut qui tient compte des intérêts propres de chacune d'elles au sein de la République* ». Ainsi, **la loi n'y est applicable que sur mention expresse**, et suivant des règles de procédure propres à chacune.

Le présent article offre donc au gouvernement la possibilité de rendre applicable en Nouvelle-Calédonie, en Polynésie française, à Wallis et Futuna et à Mayotte les dispositions du présent projet de loi.

La procédure est celle définie au premier alinéa de l'article 74-1 de la Constitution, qui dispose que « *dans les collectivités d'outre-mer visées à l'article 74 et en Nouvelle-Calédonie, le Gouvernement peut, dans les matières qui demeurent de la compétence de l'Etat, étendre par **ordonnances**, avec les adaptations nécessaires, les dispositions de nature législative en vigueur en métropole, sous réserve que la loi n'ait pas expressément exclu, pour les dispositions en cause, le recours à cette procédure* ».

---

<sup>1</sup> L'ensemble de ces caractéristiques fait l'objet d'un article de Stéphane Diemert, (revue Pouvoirs, n° 113, avril 2005).

En conséquence, et en application de l'article 38 de la Constitution, l'action du gouvernement est encadrée par un **double délai** :

- le premier détermine le temps maximal nécessaire à la publication des ordonnances, soit « *le dernier jour du douzième mois suivant la publication de la présente loi* » ;

- le second détermine que le projet de loi portant ratification de ces ordonnances serait déposé « *au plus tard, le dernier jour du dix-huitième mois suivant la publication de la présente loi* », ce délai étant celui indiqué à l'article 74-1 de la Constitution.

Il convient de relever que le second alinéa de l'article 74-1 de la Constitution prévoit une procédure spécifique pour la publication de ces ordonnances : « *les ordonnances sont prises en conseil des ministres **après avis des assemblées délibérantes intéressées et du Conseil d'Etat**. Elles entrent en vigueur dès leur publication. Elles deviennent caduques en l'absence de ratification par le Parlement dans le délai de dix-huit mois suivant cette publication* ».

Ainsi, avant la publication des ordonnances, et en plus de l'avis du Conseil d'Etat, les assemblées délibérantes des quatre territoires mentionnés doivent être consultées. Dans le détail, ces assemblées sont :

- en **Nouvelle-Calédonie**, le Congrès, en application de l'article 90 de la loi organique n° 99-209 du 19 mars 1999 relative à la Nouvelle-Calédonie ;

- en **Polynésie française**, l'Assemblée de la Polynésie française, en application de l'article 9 de la loi organique n° 2004-192 du 27 février 2004 portant statut d'autonomie de la Polynésie française ;

- a **Wallis et Futuna**, l'assemblée territoriale ;

- à **Mayotte**, le conseil général, en application de l'article L. 3551-12 du code général des collectivités territoriales.

On peut relever qu'une telle procédure n'est pas nécessaire pour Saint-Pierre-et-Miquelon, en application de l'article 22 de la loi n° 85-595 du 11 juin 1985 relative au statut de l'archipel de Saint-Pierre-et-Miquelon, qui précise que « *en dehors des matières mentionnées à l'article précédent, la loi est applicable de plein droit à la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon* ».

Le présent article donne donc au gouvernement les moyens juridiques d'appliquer les dispositions du présent projet de loi aux quatre territoires mentionnés, dans le respect à la fois de leur statut particulier et des exigences constitutionnelles.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**



## ARTICLE 23

### **Renouvellement de l'habilitation à modifier la législation relative aux propriétés publiques**

**Commentaire : le présent article renouvelle, pour une durée de six mois, l'habilitation du gouvernement à prendre par ordonnance des mesures législatives tendant à modifier et à compléter le droit du domaine des personnes morales de droit public.**

#### **I. UNE RÉFORME EN VOIE D'ACHÈVEMENT**

**La réforme de la législation relative au domaine public et privé des personnes publiques (Etat, collectivités territoriales, établissements publics) est engagée depuis six ans**, suite à une suggestion du Conseil d'Etat qui s'était prononcé pour la création d'un code dans lequel seraient réunies les règles communes aux propriétés des différents types de personnes publiques. Un travail interministériel, dirigé par M. Max Querrien, conseiller d'Etat honoraire, a abouti en juin 1999 à un rapport proposant un projet de code des propriétés publiques.

A la suite de ces travaux, **l'article 34 de la loi n° 2003-591 du 2 juillet 2003 habilitant le gouvernement à simplifier le droit a autorisé l'exécutif à prendre par ordonnance les mesures législatives nécessaires pour modifier et compléter les dispositions relatives au domaine public et au domaine privé des personnes publiques**. L'article 35 de la même loi prévoyait un délai d'habilitation de dix-huit mois, courant jusqu'au 3 janvier 2005.

Cette habilitation a permis au gouvernement de prendre une ordonnance n° 2004-825 du 19 août 2004 relative au statut des immeubles à usage de bureaux et des immeubles dans lesquels est effectué le contrôle technique des véhicules et modifiant le code du domaine de l'Etat. Cette ordonnance, ratifiée par l'article 78 de la loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit, comportait trois articles instituant quelques mesures urgentes de nature à faciliter la cession d'immeubles de bureaux appartenant à l'Etat ou à l'un de ses établissements publics. L'article premier de ladite ordonnance a modifié l'article L. 2 du code du domaine de l'Etat, afin de préciser que ces immeubles à usage de bureaux font partie du domaine privé, « à l'exclusion de ceux formant un ensemble indivisible avec

*des biens immobiliers appartenant au domaine public* ». Le même article a modifié l'article L. 54 du code du domaine de l'Etat, afin de prévoir que lesdits immeubles à usage de bureaux pouvaient être aliénés alors qu'ils continuaient à être utilisés par les services de l'Etat ou d'un établissement public. Auparavant en effet, avant de vendre des bureaux, il fallait les déclasser, donc les désaffecter et les vider, ce qui impliquait de procéder à la réinstallation des agents avant de disposer des produits de la vente. Toutefois, bien que l'ordonnance du 19 août 2004 ait comporté quelques mesures attendues, elle ne constituait pas l'importante réforme du droit des propriétés publiques prévue par la loi d'habilitation du 2 juillet 2003.

**Lors de la discussion de la loi précitée du 9 décembre 2004 de simplification du droit, le gouvernement a demandé la prorogation de l'habilitation à rédiger un code des propriétés publiques**, arguant que *« cette codification dynamique, c'est-à-dire en s'écartant du droit constant, impose une attention toute particulière et ne peut être menée à bien d'ici la fin de cette année »*. Par conséquent, l'article 89 de la loi du 9 décembre 2004, résultant de cet amendement gouvernemental, reprend les termes exacts de l'habilitation prévue par l'article 34 de la loi du 2 juillet 2003. Cette ordonnance devait être prise dans un délai de six mois à compter de la publication de la loi, c'est-à-dire avant le 10 juin 2005.

**Le présent article a pour objet de renouveler la même habilitation, pour six mois supplémentaires**. D'après l'exposé des motifs du présent projet de loi : *« Les travaux menés au Conseil d'Etat sur le fondement de la loi du 9 décembre 2004 ont permis d'avancer sensiblement dans la mise au point du projet de code mais ils ont également mis en lumière des contraintes particulières liées à la codification dynamique »*.

## **II. LE CHAMP DE L'HABILITATION**

**Le champ de l'habilitation est particulièrement large**, puisqu'il vise les dispositions relatives:

- à la définition, aux modes d'acquisition, à l'administration, à la protection et au contentieux du domaine public et du domaine privé, mobilier comme immobilier, de l'Etat, des collectivités territoriales et des établissements publics ;

- à l'authentification des actes passés par ces personnes publiques ;

- au régime des redevances et des produits domaniaux, tant en ce qui concerne leur institution que leur recouvrement ;

- à la réalisation et au contrôle des opérations immobilières poursuivies par ces personnes publiques.

L'habilitation a pour finalité de « simplifier », « préciser », « harmoniser » et « codifier » lesdites dispositions, ainsi que d' « améliorer la gestion domaniale ».

**Les finalités de l'habilitation à réformer le droit des propriétés publiques  
(exposé des motifs de la loi n° 2003-591 du 2 juillet 2003)**

*« - S'agissant de la réglementation relative au domaine public et privé, mobilier et immobilier, de l'Etat, des collectivités territoriales et des établissements publics, le Gouvernement envisage, en s'inspirant en particulier des conclusions du groupe de travail interministériel relatif à l'élaboration d'un code des propriétés publiques présidé par M. Max Querrien, de constituer un corps de règles législatives en matière domaniale communes ou spécifiques à l'Etat, aux collectivités territoriales et, pour la première fois, aux établissements publics, et de présenter directement, dans un souci d'accessibilité de la loi, ces nouvelles dispositions dans la partie législative d'un nouveau code. Ces dispositions, qui se substitueront à la partie législative du code du domaine de l'Etat, intégreront des textes non codifiés et des constructions jurisprudentielles afin de clarifier et de rationaliser le droit domanial des différentes personnes publiques. Elles trouvent leur place à côté d'autres codes contenant des règles domaniales auxquelles elles renverront.*

*« Le Gouvernement envisage également de moderniser la définition des domaines public et privé, immobilier et mobilier, commune à l'ensemble des propriétaires publics, à partir de l'analyse des critères dégagés par la jurisprudence. Parallèlement, certaines règles de détermination légale propres à certaines catégories de propriétés publiques seront reprises (domaine public fluvial ou hertzien, domaine privé forestier) ou instituées (domaine public maritime ou mobilier, immeubles administratifs à usage de bureaux). Une fois déterminée la consistance du domaine public et du domaine privé, les règles d'administration de chacun de ces domaines sont établies ainsi que les règles communes aux deux catégories.*

*« L'habilitation permettra au Gouvernement d'établir les règles d'autorisation d'utilisation et d'occupation temporaire du domaine public, constitutives ou non de droits réels. Il s'agira également de moderniser les principes fondateurs d'exigibilité, d'assiette et de perception des redevances domaniales, suivant notamment en cela les recommandations du récent rapport de la section du rapport et des études du Conseil d'Etat relatif aux redevances pour service rendu et aux redevances pour occupation du domaine public. Les procédures de transferts de gestion appliquant la théorie dite des « mutations domaniales » seront adaptées selon la qualité des propriétaires entre lesquels elles ont vocation à intervenir ; de même les hypothèses de superposition d'affectations, fréquentes en pratique, seront pour la première fois définies et encadrées.*

*« - S'agissant du domaine privé, le Gouvernement proposera d'actualiser les différentes modalités de constitution du patrimoine public : dons et legs, successions et biens vacants ou présumés vacants dévolus à l'Etat, confiscations, droits de préemption, dations en paiement. Relèvent également du niveau législatif les principes d'aliénation du domaine privé mobilier. De même diverses dispositions législatives en matière d'aliénation du domaine immobilier seraient reprises.*

*« Au titre des dispositions communes au domaine public et au domaine privé, l'habilitation permettra d'affirmer l'insaisissabilité des propriétés publiques, de clarifier les règles de prescription des redevances et des produits domaniaux et de reprendre les procédures*

*des conventions de gestion propres à l'Etat qui portent sur la conservation, la protection et la mise en valeur du patrimoine national.*

*« Les conditions de réalisation des opérations immobilières des personnes publiques feront également l'objet d'une présentation structurée. Les dispositions correspondantes concernent pour l'essentiel les modalités de consultation obligatoire du service des domaines préalable aux opérations immobilières des collectivités territoriales et des organismes qui en dépendent. Il s'agira d'opérer dans le même exercice le regroupement de nombreuses dispositions actuellement éparpillées, après les avoir le cas échéant actualisées, lorsqu'elles prévoient dans des cas spécifiques l'intervention du service des domaines pour procéder à des évaluations. Les règles d'authentification des actes passés par les différents propriétaires publics seront également clarifiées. »*

*« L'habilitation autorisera en outre une **clarification des procédures de recouvrement et de paiement des produits domaniaux** des collectivités publiques. Le régime des contraventions de grande voirie et de voirie routière sera repris et, le cas échéant, modernisé. L'habilitation permettra enfin de consolider les règles de répartition du contentieux domanial entre les ordres de juridiction.*

*« L'habilitation permettra enfin de reprendre les nombreuses dispositions spécifiques qui caractérisent **l'application du droit domanial dans les départements d'outre-mer**. La recherche d'une sécurité juridique accrue pour la gestion des propriétés publiques de la France situées hors du territoire de la République conduira à proposer un encadrement législatif de cette matière. »*

*Source : projet de loi habilitant le gouvernement à simplifier le droit (texte n° 710 de M. Jean-Paul Delevoye, ministre de la fonction publique, de la réforme de l'Etat et de l'aménagement du territoire, déposé à l'Assemblée nationale le 19 mars 2003).*

### **III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

L'Assemblée nationale a adopté un **amendement rédactionnel** de notre collègue député Gilles Carrez, tendant à mettre au singulier le terme « ordonnances », employé dans le texte présenté par le gouvernement. Il est, en effet d'usage d'écrire que le gouvernement est « autorisé à prendre par ordonnance », et non « par ordonnances », quel que soit par ailleurs le nombre d'ordonnances prévues.

Par ailleurs, nos collègues députés ont adopté un amendement présenté par le gouvernement, tendant à préciser le champ de l'habilitation, afin de permettre l'adoption d'un code unique embrassant toute la matière :

- d'une part, l'amendement du gouvernement a permis d'inclure dans le champ du nouveau code toutes les personnes publiques, et pas seulement l'Etat, les collectivités territoriales et les établissements publics. Cet amendement vise les personnes morales atypiques tels que la Banque de

France ou les autorités administratives indépendantes dotées de la personnalité morale ;

- d'autre part, cet amendement permettra au code de traiter également des biens dont ces personnes ont, non pas la propriété, mais la seule jouissance. Une lecture réductrice de l'habilitation aurait en effet fait sortir du code une partie importante de la législation, figurant actuellement au code du domaine de l'Etat. Une partie des biens de l'Etat, appelée à s'accroître, est en effet prise en location. S'agissant du domaine public, l'Etat jouit par ailleurs de biens mis à disposition par d'autres collectivités. Or des opérations d'affectation ou de mise à disposition à des fonctionnaires peuvent être nécessaires. C'est pourquoi il a semblé opportun au gouvernement de préciser le champ de son habilitation sur ce point.

#### IV. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

La réforme du droit des propriétés publiques est aujourd'hui **en voie d'achèvement, malgré un retard important** pris par le gouvernement. Il faut, en effet, rappeler que **les travaux interministériels sur ce sujet avaient commencé avant la première loi d'habilitation du 2 juillet 2003, avec le rapport de M. Max Querrien, conseiller d'Etat, publié en juin 1999. Deux habilitations se sont succédé en deux ans**, la première habilitation, d'une durée de dix-huit mois, prévue par la loi du 2 juillet 2003, ayant été renouvelée pour six mois par la loi du 9 décembre 2004. L'ordonnance n'ayant pu être publiée avant l'expiration du délai le 10 juin 2005, le gouvernement demande aujourd'hui à nouveau au Parlement le renouvellement de son habilitation à réformer le droit des propriétés publiques.

D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, l'examen du texte par l'Assemblée générale du Conseil d'Etat, à la fin de l'année 2004, a révélé la **nécessité d'une saisine pour avis de la commission supérieure de codification**, qui n'était pourtant pas évidente juridiquement dans la mesure où il s'agissait d'une codification « dynamique », à droit non constant. Le Conseil d'Etat a néanmoins estimé que l'ampleur du travail de codification à réaliser justifiait cette saisine pour avis.

**La commission supérieure de codification a rendu son avis le 22 mars 2005. Or cet avis a modifié de façon assez substantielle le cadre du travail engagé par l'administration depuis plusieurs mois**, en proposant notamment un nouveau plan pour le futur code des propriétés publiques, différent de celui envisagé initialement par le rapport de M. Max Querrien. La commission s'est également prononcée pour la **consolidation dans le code des propriétés publiques d'un grand nombre de dispositions actuellement**

**contenues dans des codes « techniques »** (code du domaine public fluvial et de la navigation intérieure, code des ports maritimes, code de la voirie routière etc.).

**Afin de pouvoir prendre en compte l'avis de la commission supérieure de codification, le gouvernement demande donc, une fois encore, le renouvellement de son habilitation.** Le délai supplémentaire, d'une durée de six mois, devrait être pleinement utilisé, dans la mesure où l'aboutissement des travaux est actuellement envisagé pour la fin de l'année 2005.

S'agissant d'une réforme juridique structurante, telle que celle-ci, **votre commission des finances comprend que le travail engagé ait pu révéler des difficultés ou des contraintes particulières. Par ailleurs, elle note que le retard pris par le code des propriétés publiques n'a pas empêché l'adoption de mesures urgentes, de nature à faciliter la mise en œuvre du plan de cessions immobilières de l'Etat.** Ces mesures ont été prises, non seulement par l'ordonnance précitée du 19 août 2004, mais aussi par le décret n° 2004-1175 du 4 novembre 2004, relatif aux modalités d'aliénation du domaine privé immobilier de l'Etat et portant modification du code du domaine de l'Etat, qui a permis de diversifier les procédures de cession.

Par conséquent, si votre commission n'est pas opposée au renouvellement de l'habilitation du gouvernement, dans les termes quelque peu modifiés adoptés à l'Assemblée nationale, afin de permettre une réforme globale et cohérente d'ici la fin de cette année, elle veut solennellement **attirer l'attention du gouvernement sur la nécessité de lever rapidement tous les obstacles juridiques et administratifs à une gestion dynamique du patrimoine immobilier de l'Etat.** Il ne faudrait que par des enchaînements bureaucratiques, et faute d'un vrai arbitrage du Premier Ministre, on se résigne à laisser traîner les choses, comme c'est le cas pour l'externalisation du logement des gendarmes, privant ainsi le budget de l'Etat de ressources de nature à augmenter ses marges de manœuvres.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**

*ARTICLE 24 (nouveau)*

**Autorisation de vendre l'immeuble appartenant à l'Etat,  
sis 13 rue de l'Université à Paris**

**Commentaire : le présent article a pour objet de permettre à l'Etat de vendre l'immeuble de l'ENA du 13 rue de l'Université à Paris, encore temporairement utilisé par certains de ses services, qui exercent des missions administratives et de formation.**

**I. LE CONTEXTE**

Le gouvernement a décidé, en 2003, de poursuivre le transfert de l'ENA à Strasbourg. Toutes les promotions de l'école y sont désormais regroupées et le maintien à Paris de l'affectation de deux grands immeubles, l'un avenue de l'Observatoire et l'autre rue de l'Université, ne se justifie plus.

Ainsi, l'école a proposé que l'immeuble du 13 rue de l'Université, évalué à environ 40 millions d'euros, soit vendu. Celui du 2 avenue de l'Observatoire aurait alors vocation à regrouper les personnels administratifs dont la présence à Paris demeure nécessaire, le « Master franco-allemand » et les formations continues de courte durée.

Cependant, les travaux de rénovation en cours dans l'immeuble de l'avenue de l'Observatoire ne permettent pas une libération immédiate de celui de la rue de l'Université, que l'école souhaite continuer à utiliser provisoirement.

Par ailleurs, ce dernier bâtiment fait partie du domaine public et ne peut faire l'objet d'une cession sans une disposition législative dérogeant à l'article L. 2 du code du domaine de l'Etat.

**II. LE DROIT PROPOSÉ**

Le présent article résulte d'un amendement proposé par notre collègue député Georges Tron, adopté par la commission des finances de l'Assemblée nationale, et favorablement accueilli par le gouvernement.

Compte tenu du contexte, il autorise la vente de l'immeuble du 13 rue de l'Université « *occupé dans sa nature et sa destination actuelles* ». Il précise que « *l'acte d'aliénation comportera des clauses permettant de préserver la continuité du service public* ».

### **III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES**

Si le présent article est absolument nécessaire, il ne résout pas le problème de la lenteur qui préside à la cession des immeubles de l'Etat. Bien que 850 millions d'euros de produits de cessions immobilières soient prévus dans le budget pour 2005, le gouvernement a annoncé à l'Assemblée nationale, le 22 juin dernier, que la somme de 500 millions d'euros sera péniblement atteinte.

D'une façon générale, la gestion immobilière de l'Etat demeure critiquable et il y a heureusement beaucoup à attendre de la LOLF qui conduit, pour établir la vérité des coûts, à évaluer les loyers des immeubles mis à la disposition des services.

**Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.**



*ARTICLE ADDITIONNEL APRES L'ARTICLE 24*

**Renouvellement de l'habilitation à définir le régime juridique  
d'organismes de placement collectif dans l'immobilier**

**Commentaire : le présent article additionnel renouvelle, pour une durée de trois mois, l'habilitation du gouvernement à prendre par ordonnance des mesures législatives tendant à définir le régime juridique d'organismes de placement collectif dans l'immobilier (OPCI), ainsi que les modalités de transformation des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) en OPCI.**

A l'initiative de votre commission des finances, l'article 81 de la loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit a habilité le gouvernement à définir le régime juridique des OPCI et les modalités de transformation des SCPI en OPCI. **Cette habilitation, d'une durée de six mois, a expiré le 10 juin 2005.** Bien que les travaux soient très avancés, l'ordonnance n'a pu être publiée dans les délais initialement impartis. C'est pourquoi votre commission vous en propose le renouvellement, pour une durée de trois mois.

**I. LES ENJEUX DE LA CRÉATION D'OPCI**

Déjà évoqués par votre rapporteur général dans son avis sur le projet de loi de simplification du droit<sup>1</sup>, les enjeux de la création des OPCI ne sont pas seulement des enjeux sectoriels : cette réforme, de nature macro-économique, constitue également un instrument de compétitivité.

***A. LES ENJEUX MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA RÉFORME***

La modernisation du secteur immobilier doit permettre de redonner aux investisseurs la place qui devrait être la leur. Au cours des dernières années, en effet, l'investissement des fonds ouverts allemands en France a été supérieur à celui des investisseurs français. Or les investisseurs étrangers n'ont

---

<sup>1</sup> Avis n° 10 (2004-2005) du 12 octobre 2004 sur le projet de loi habilitant le gouvernement à simplifier le droit.

pas une vision exhaustive du marché ; ils privilégient les placements jugés très rentables dans quelques régions comme l'Ile-de-France<sup>1</sup>.

Sur un plan macro-économique, l'amplification du compartiment immobilier est aussi un moyen **d'atténuer la volatilité des places financières** grâce à un meilleur équilibre des portefeuilles en faveur d'investissements moins risqués et, dans l'ensemble, moins volatiles que les actions. Cette diversification est également une nécessité pour le **développement des fonds de retraite par capitalisation**, qu'il est impossible d'éluder aujourd'hui, étant donné l'évolution démographique.

Par ailleurs, la modernisation du marché immobilier doit permettre **d'encourager l'externalisation de leur patrimoine**, tant par les entreprises que par les collectivités publiques. Cette externalisation encourage une gestion professionnelle de l'immobilier et permet aux autres acteurs économiques de se recentrer sur leur « cœur de métier ».

Enfin, **s'agissant du risque de surchauffe du secteur immobilier, il faut conserver à l'esprit que le marché est actuellement plus sain qu'il ne l'était au début des années 1990, même si l'accroissement de l'endettement des ménages, la dégradation de leur solvabilité et la baisse des taux de rendement locatif doivent inciter les pouvoirs publics à être attentifs aux risques de formation d'une éventuelle bulle spéculative.** Plusieurs éléments distinguent toutefois clairement la situation actuelle de celle du cycle haussier de la fin des années 1980 et du début des années 1990<sup>2</sup> : la prime de risque sur un investissement immobilier reste positive<sup>3</sup>, la solvabilité des ménages parisiens est beaucoup moins dégradée, les anticipations en matière de loyers et d'inflation restent modérées et aucune tension n'apparaît dans l'immobilier de bureaux. En tout état de cause, la création des OPCI est, avant toute chose, **une réforme de nature structurelle.**

## **B. LA CRÉATION D'UN NOUVEAU VÉHICULE D'ÉPARGNE**

**La réforme des sociétés foncières cotées, instituée en loi de finances pour 2003, à l'initiative du Sénat, fut le premier « étage » de la modernisation du secteur immobilier.** Cette réforme a connu un succès

---

<sup>1</sup> La province n'a représenté que 16 % des engagements totaux en immobilier d'entreprise en 2003.

<sup>2</sup> Source : *Crédit agricole Immobilier conjoncture* (avril 2005)

<sup>3</sup> Lors du précédent cycle haussier, une prime de risque négative sur l'investissement immobilier était apparue. Un investissement immobilier locatif doit en effet offrir, a priori, un taux de rendement supérieur au taux obligataire, afin de rémunérer le risque. La différence entre ces deux rendements (c'est-à-dire la prime de risque) doit donc être positive, ce qui ne fut pas le cas en 1990 et 1991 à Paris, indiquant la formation d'une bulle spéculative.

appréciable, avec une forte croissance de la valorisation de ces sociétés et de leur résultat distribué.

**La création des OPCI constitue le second volet**, qui vise à créer un outil bénéficiant des souplesses offertes aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et à favoriser l'entrée des SCPI dans ce nouveau cadre juridique, afin que ne subsistent pas, à long terme, deux véhicules issus de régimes juridiques différents alors qu'ils s'adresseraient aux mêmes souscripteurs.

**La réforme est déjà largement engagée, puisqu'un projet d'ordonnance a été examiné, au cours des dernières semaines, par le Conseil d'Etat.**

Cette évolution doit favoriser la liquidité des parts à un prix de marché. En effet, bien que les SCPI n'aient pas démerité et que leur fonctionnement ait été amélioré par des réformes successives, leur liquidité souffre de la nécessité de trouver une contrepartie à l'achat et à la vente. Ce véhicule pâtit par ailleurs d'une fiscalité peu attractive. La création du produit OPCI représente un progrès sur ces deux points :

- **du point de vue de la liquidité** : étant composé en majorité d'actifs immobiliers, l'OPCI conserve les spécificités de ce secteur, tout en possédant le volant de liquidités indispensable à une gestion efficace. Ce caractère « hybride », parfois critiqué, est pourtant l'une des clefs de la réforme. Des signaux d'alerte seront également mis en place, en cas de mise en danger de la liquidité du produit, sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;

- **du point de vue fiscal**, l'OPCI devrait être multiforme, afin de répondre au mieux à la demande du grand public. Il pourrait prendre soit la forme d'une société, soit celle d'un fonds c'est-à-dire d'une copropriété ne possédant pas la personnalité morale. Il pourrait distribuer soit des revenus fonciers, soit des revenus de capitaux mobiliers.

**Enfin, la réforme devra prévoir des modalités de transformation progressive des SCPI en OPCI**, en prévoyant une période transitoire et une obligation d'information des souscripteurs et porteurs de parts. Par ailleurs, ceux-ci ne doivent pas avoir à subir de frais.

## **II. UNE HABILITATION À RENOUVELER**

**L'habilitation votée, à l'initiative de votre commission des finances**, dans le cadre de la loi précitée du 9 décembre 2004 de simplification

du droit, **est arrivée à expiration** six mois après la publication dudit texte, c'est-à-dire **le 10 juin 2005**.

D'après les informations fournies à votre rapporteur général, **le texte de l'ordonnance est à ce jour finalisé. Il a été examiné par le Conseil d'Etat, mais le calendrier politique, marqué par le changement de gouvernement, n'a pas permis son inscription à l'ordre du jour du Conseil des ministres.**

**C'est pourquoi votre commission propose de renouveler cette habilitation, dans les mêmes termes, et pour une durée de trois mois.**

Cette **durée courte** est, d'une part, **suffisante**, dans la mesure où cette réforme est déjà très avancée. Une telle durée est, d'autre part, **nécessaire**, si l'on veut pouvoir aborder avant 2006 les autres aspects de la réforme, et notamment le volet fiscal pour lequel le gouvernement n'est pas habilité à légiférer par ordonnance. Afin de donner au marché un minimum de visibilité, **il conviendrait d'adopter ce régime fiscal dans la loi de finances initiale pour 2006.**

**Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article additionnel.**



## **EXAMEN EN COMMISSION**

Réunie le mercredi 29 juin 2005 sous la présidence de M. Jean Arthuis, président, la commission a procédé à l'examen du rapport de M. Philippe Marini, rapporteur général, sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, adopté par l'Assemblée nationale en première lecture après déclaration d'urgence.

A l'issue d'un large débat, la commission a conclu à l'adoption de l'ensemble du projet de loi, sous réserve des amendements qu'elle avait adoptés.