

Droit de la régulation bancaire et financière

Cours magistral du semestre de printemps 2018

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des Universités, Sciences Po (Paris)

mafr@mafr.fr

www.mafr.fr

Leçon n°7

**Le bouleversement
du Droit des sociétés
par la considération
des marchés financiers**

Mercredi 21 mars 2018

Leçon précédente sur la **transformation** du Droit classique des sociétés, le Droit des sociétés par les observations financières

Leçon d'aujourd'hui sur le **bouleversement** du Droit classique des sociétés par la considération du marché financier

Les deux branches de l'**étau** ont fonctionné en même temps (étau contre lequel le projet PACTE lutte)

Plan de la seconde leçon sur le Droit des sociétés

LA TRANSFORMATION FONDAMENTALE DU DROIT DES SOCIÉTÉS PAR LA CONSIDÉRATION DES MARCHÉS FINANCIERS

I. LA *SUMMA DIVISIO* DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

Droit de la régulation bancaire et financière

- La loi de 1966 n'a pas considéré le marché financier
- Ordonnance du 17 août 1967
- Organiser juridiquement mieux l'alternative de financement exogène :
 - Emprunt
 - Autofinancement par réserve
 - Augmentation de capital
 - Recours à des apporteurs de capitaux extérieurs : personnes sur le marché financier : distinction entre l'action et l'obligation (coup de tonnerre de Civ., 2^{ième}, 23 nov. 2017, *Generali*)

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

A. LA COTATION, COMME SIMPLE MODE ALTERNATIF DE FINANCEMENT DE LA PERSONNE MORALE

1. L'Ordonnance du 17 août 1967

- Les marchés financiers sont multiples
 - L'action est un titre de capital/
L'obligation est un titre d'emprunt
 - Le marché financier n'est qu'un mode de financement parmi d'autres
 - « banalisation achevée » par l'arrêt *Generali* »
- Le marché boursier est un marché de pouvoirs, le marché des obligations est un marché de financier
 - La notion d'« investisseurs » n'apparaît pas en tant que telle

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

A. LA COTATION, COMME SIMPLE MODE ALTERNATIF DE FINANCEMENT DE LA PERSONNE MORALE

2. La vision trop classique de l'Ordonnance du 17 août 1967

Arrêt de la deuxième Chambre civile de la Cour de cassation, 23 novembre 2017, *Generali*

Vu les articles L. 213-5 du code monétaire et financier et L. 228-38 du code de commerce, ensemble les articles R. 131-1 et R. 332-2 du code des assurances ;

Attendu qu'aux termes des deux premiers textes à la lumière desquels doivent être lus les deux derniers, **les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale** ;

Attendu, selon l'arrêt attaqué, que M. X... a souscrit le 21 février 1997 par l'intermédiaire de son courtier, la société Horizon patrimoine, un contrat d'assurance sur la vie en unités de compte proposé par la société Fédération continentale, aux droits de laquelle vient désormais la société Generali vie (l'assureur) ; qu'il a procédé en cours de contrat à un arbitrage de l'ensemble de sa prime pour la placer sur un unique support dénommé « Optimiz Presto 2 » commercialisé par l'assureur comme un produit obligataire non garanti en capital à échéance et dont les actifs concernés sont admis sur le marché officiel de la Bourse de Luxembourg ; qu'à la suite des mauvaises performances de ce support, M. X..., soutenant qu'il ne pouvait être éligible à l'assurance sur la vie, et reprochant à l'assureur et au courtier d'avoir manqué à leur devoir d'information et de mise en garde, a assigné ces derniers en dommages-intérêts ;

Attendu que, pour débouter l'assureur de ses demandes et le condamner à payer la somme de 416 238,03 euros à M. X..., l'arrêt, après avoir énoncé que les parties circonscrivent le débat concernant l'éligibilité du produit Optimiz Presto 2 à l'assurance sur la vie **au fait qu'il serait ou non un produit obligataire**, retient qu'aux termes de l'article L. 213-5 du code monétaire et financier « les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale » ; qu'une obligation est donc un titre de créance représentatif d'un emprunt et dont le détenteur, outre la perception d'un intérêt, **a droit au remboursement du nominal à l'échéance** ; que le prospectus commercial du produit litigieux agréé par l'autorité de contrôle luxembourgeoise rappelle, au titre des inconvénients de ce produit, qu'« il n'y a pas de garantie en capital » ; qu'il est établi que le détenteur n'a pas droit au remboursement du nominal de sorte que cette caractéristique essentielle de l'obligation n'étant pas acquise, le produit litigieux ne peut être qualifié d'obligation et n'est donc pas éligible au contrat ;

Qu'en statuant ainsi, **alors que la qualification d'obligation n'est pas subordonnée à la garantie de remboursement du nominal du titre, la cour d'appel, ajoutant à la loi une condition qu'elle ne comporte pas**, a violé les textes susvisés ;

PAR CES MOTIFS et sans qu'il y ait lieu de statuer sur les autres griefs du pourvoi :

CASSE ET ANNULE, mais seulement en ce qu'il déboute la société Generali vie de ses demandes et la condamne à payer la somme de 416 238,03 euros à M. X..., l'arrêt rendu le 21 juin 2016, entre les parties, par la cour d'appel de Paris ; remet en conséquence, sur ce point, l'affaire et les parties dans l'état où elles se trouvaient avant ledit arrêt et, pour être fait droit, les **renvoie** devant la cour d'appel de Paris, autrement composée ;

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

B. LA CRÉATION DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER

1. La Loi du 19 décembre 1999 promulguant le Code Monétaire et Financier (CMF)



- Le Code monétaire et financier : OPA, OPE, Retrait obligatoire, information, etc.
- Le Code de commerce : fonctionnement des diverses formes sociétaires
- Le Code des assurances : fonctionnaires des entreprises émettant des produits financiers
- Le Code civil : définition générale de la société, droits fondamentaux interférents (vie privée, etc.)
- Car le « Code des sociétés » n'existe pas

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

B. LA CRÉATION DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER

2. Le Jeu des Codes



- Monnaie
- Services bancaires et financiers
- Les marchés financiers
- Les prestataires de services bancaires et d'investissements

- Le titulaire de « titres » « veut savoir », « veut entrer », « veut sortir »
- Il ne ressemble en rien à l'« associé » de l'article 1832 du Code civil
- Le titulaire d'une action ressemble au titulaire d'une obligation
- Opposition va s'accroître avec la « loi PACTE »

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

B. LA CRÉATION DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER

3. La structuration du Code monétaire et financier vise les services, les marchés et les prestataires

- Accroche dans la summa divisio entre les sociétés de capitaux et les sociétés de personne
- Accroche sur le caractère négociable des actions
- Exemple avec la société en commandite par actions

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

C. L'APPARITION DE LA NOUVELLE SUMMA DIVISION SOCIÉTÉ COTÉE / SOCIÉTÉ NON-COTÉE

1. L'accroche dans le Droit classique

- Superposition du droit classique et du droit financier: l'action et l'obligation sont :
 1. La marque d'un rapport juridique d'une création de la société
 2. Un bien financier

En tant que rapport de créance, ils sont opposés ; en tant que biens financiers, ils appartiennent à la même gamme

- L'action est un titre de capital, représentant un droit de créance remboursable ultimement, au rendement aléatoire, donnant des droits politiques
- L'obligation est un titre de créance, représentant un droit fixe et un remboursement fixé, ne donnant pas de droits politiques
- Mais mixité et évolution vers un régime souvent commun

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

C. L'APPARITION DE LA NOUVELLE SUMMA DIVISION SOCIÉTÉ COTÉE / SOCIÉTÉ NON-COTÉE

2. Distinction et rapprochement entre l'action et l'obligation

Superposition de la **nomenclature financière** insérée dans le Code monétaire et financier (CMF) et du **vocabulaire juridique classique** du Droit de société conservé dans le Code de commerce

Enjeu devant la juridiction de renvoi (Cour d'appel de Paris « autrement composée ») dans le cas *Generali*

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

C. L'APPARITION DE LA NOUVELLE SUMMA DIVISION SOCIÉTÉ COTÉE / SOCIÉTÉ NON-COTÉE

3. Superposition de deux vocabulaires

Article L211-1 du Code monétaire et financier :

I. - Les instruments financiers sont les **titres financiers** et les **contrats financiers**

II. - Les titres financiers sont :

1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions
2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse
3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif

III. - Les contrats financiers, également dénommés " instruments financiers à terme ", sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret

I. LA SUMMA DIVISIO DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DES SOCIÉTÉS NON-COTÉES

C. L'APPARITION DE LA NOUVELLE SUMMA DIVISION SOCIÉTÉ COTÉE / SOCIÉTÉ NON-COTÉE

3. Superposition de deux vocabulaires

- Le principe fondamental du « droit à l'information » en droit des sociétés
- La déconnexion entre l'information et la perspective d'un « vote utile »
- L'abandon de l'information comme « droit-média »
- Le « droit à l'information » comme « droit fonction » au bénéfice des marchés financiers eux-mêmes
= Ordre public de direction

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

A. LES PRINCIPES DE RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

1. La transformation du droit à l'information en **principe de transparence**

- La substitution au droit de « vote » d'un « droit de quitter la société » : « voter avec ses pieds »
- Suppose la liquidité des marchés financiers
- Technique du *squeeze out* (retrait obligatoire) au bénéfice de l'actionnaire majoritaire
- Transposition d'un droit « symétrique » ?
 - En cas de prise de contrôle
 - En dehors de ses cas

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

A. LES PRINCIPES DE RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

2. L'émergence d'un « droit à la liquidité » ? »

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

A. LES PRINCIPES DE RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES



3. L'éventuelle prise en considération des « parties prenantes » parce que celles-ci sont présentes sur le marché financier

- Insuffisance de l'intérêt social, « confisqué »
- Insuffisance de l'intérêt commun, « rétréci »
- La prise en charge par la société du « souci du marché financier »
- « problème » parce que le marché financier n'aurait souci « que » du financier ...
 - Est-ce vrai ? « fond éthique »
 - Rapport Notat – Senard du 9 mars 2018

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

A. LES PRINCIPES DE RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

3. L'éventuelle prise en considération des « parties prenantes » parce que celles-ci sont présentes sur le marché financier

- Les annexes au bilan des sociétés cotées : information sur le futur
- Les bilans, annexe des annexes :
- Besoin d'un contrôle du passé, mais aussi engagements sur le futur
- Engagements de « moyens » ou de « résultats »
- Engagements financiers et « non-financiers »
- Transformation du rôle de l'auditeur
- L'information sur : égalité, environnement, culture, génération future

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTES

A. LES PRINCIPES DE RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTES

3. L'éventuelle prise en considération des « parties prenantes » parce que présentes sur le marché financier

Contours de la *Corporate social responsibility* (CSR /RSE) : où sont les salariés?

- Directive du 22 octobre 2014 *sur la publication d'informations non-financières et d'informations relatives à la diversité par certains grandes entreprises et certains groupes* (dite “Directive RSE”)
- Ordonnance du 19 juillet 2017 transposant la directive

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

A. LES PRINCIPES DE RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

3. L'éventuelle prise en considération des « parties prenantes » parce que présentes sur le marché financier

Article L225-102-1 du Code monétaire et financier

Le rapport mentionné au deuxième alinéa de l'article L.225-100 comprend également des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité, incluant les conséquences sur le changement climatique de son activité et de l'usage des biens et services qu'elle produit, ainsi que sur ses engagements sociétaux en faveur du développement durable, de l'économie circulaire, de la lutte contre le gaspillage alimentaire et en faveur de la lutte contre les discriminations et de la promotion des diversités. Il fait état des accords collectifs conclus dans l'entreprise et de leurs impacts sur la performance économique de l'entreprise ainsi que sur les conditions de travail des salariés. Un décret en Conseil d'Etat établit deux listes précisant les informations visées au présent alinéa ainsi que les modalités de leur présentation, de façon à permettre une comparaison des données, selon que la société est ou non admise aux négociations sur un marché réglementé.

L'alinéa précédent s'applique aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ainsi qu'aux sociétés dont le total de bilan ou le chiffre d'affaires et le nombre de salariés excèdent des seuils fixés par décret en Conseil d'Etat. Lorsque la société établit des comptes consolidés, les informations fournies sont consolidées et portent sur la société elle-même ainsi que sur l'ensemble de ses filiales ...

Les informations sociales et environnementales figurant ou devant figurer au regard des obligations légales et réglementaires font l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant, selon des modalités fixées par décret en Conseil d'Etat. Cette vérification donne lieu à un avis qui est transmis à l'assemblée des actionnaires ou des associés en même temps que le rapport du conseil d'administration ou du directoire.

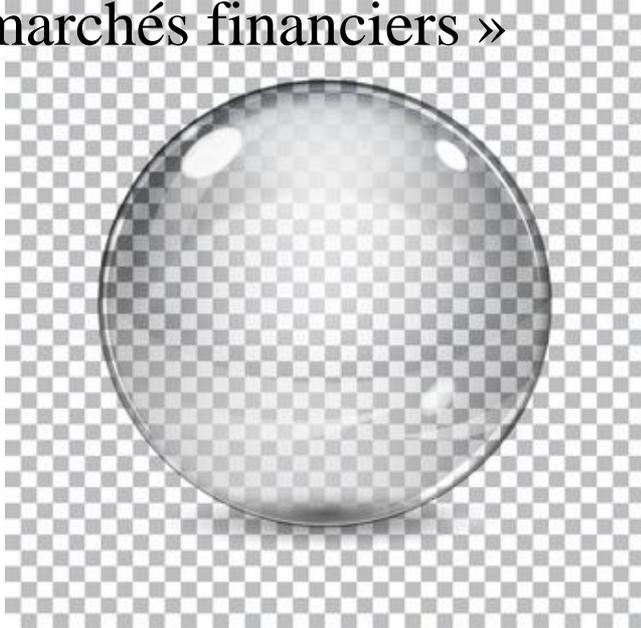
II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

- Associé minoritaire = investisseur = marché financier
- Le Régulateur financier doit donc entrer dans les sociétés cotées

B. LE RÉGULATEUR AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

1. La production de normes sur le fonctionnement interne des sociétés cotées

- Information : double principe pour la société et pour le marché
- Porosité de la « société aux marchés financiers »



II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

B. LE RÉGULATEUR AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

2. *La Corporate Governance*, croisement du droit des sociétés et du droit financier opéré par le Régulateur

- La comptabilité devient un norme financière d'informations : normes IFRS : *International Financial Reporting Standards*
- Conçus par l'IASB : *International Accounting Standards Board*
- Influence grande du FASB : *Financial Accounting Standards Boards*

Que des associations sans but lucratifs

- L'**auditeur**, « opérateur crucial » des marchés financiers transforme le **commissaire aux comptes**

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

B. LE RÉGULATEUR AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

3. La comptabilité, de l'instrument de gestion interne à l'instrument financier sous contrôle de Régulateurs

- L'expert-comptable aide le mandataire social à établir les comptes par lesquels il « rend compte »
- Le CAC d'une façon indépendante et impartiale en charge d'un service public apporte une information autonome : les comptes sont « exacts, fidèles et sincères »
- Deux fonctions articulées mais distinctes, requises dans toutes entreprises sauf toute petites

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

B. LE RÉGULATEUR AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

3. La transformation du Commissariat aux comptes par rapport à l'expert-comptable

1° : le CAC « représente » le marché (**Intérêt général**), alerte sur les risques systémiques : devoir d'alerte du ministère public, du président du tribunal de commerce en cas de « difficulté »

Le **H3C** double la Compagnie Nationale

2° : le CAC « représente » les parties prenantes (Intérêt collectif), dont les salariés. Superposition des deux perspectives.

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

B. LE RÉGULATEUR AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

3. La transformation du Commissariat aux comptes par rapport à l'expert-comptable

- Dans la Régulation classique, autonomie de la Régulation (du secteur) et de la Supervision (des opérateurs « systémiques »)
- Si le Régulateur doit « entrer » dans les sociétés cotées car il doit protéger le marché, qui est l'associé minoritaire lui-même, alors la Régulation et la Supervision convergent
- Impact sur les Autorités :
 - L'autorité de régulation financière peut s'approprier des pouvoirs de supervision
 - Les autorités de régulation et de supervision travaillent ensemble
 - Les opérateurs sont soumis aux deux

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

C. LA CONVERGENCE ENTRE RÉGULATION ET SUPERVISION

1. La spécificité classique de la supervision, réservée au secteur bancaire et assurantiel

II. LA RÉGULATION AU CŒUR DES SOCIÉTÉS COTÉES

C. LA CONVERGENCE ENTRE RÉGULATION ET SUPERVISION

2. L'extension de la supervision à la
totalité des sociétés exposées aux
marchés financiers

