

## **Introduction**

Marine Michineau

► **To cite this version:**

Marine Michineau. Introduction. La protection des droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, pp.17-40, 2016, 978-2-7314-1026-6. hal-01972124

**HAL Id: hal-01972124**

**<https://hal-univ-paris10.archives-ouvertes.fr/hal-01972124>**

Submitted on 24 Jan 2019

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITÉ D'AIX-MARSEILLE  
Faculté de Droit et de Science Politique

COLLECTION DE L'INSTITUT DE DROIT DES AFFAIRES

**Marine MICHINEAU**

**LA PROTECTION DES DROITS  
DES PORTEURS DE VALEURS MOBILIÈRES  
DONNANT ACCÈS AU CAPITAL**

Préface

Hervé LE NABASQUE

*Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne Paris 1*

*Prix André Isoré*

*Prix de thèse de la Chancellerie des Universités de Paris*







**LA PROTECTION DES DROITS  
DES PORTEURS DE VALEURS MOBILIÈRES  
DONNANT ACCÈS AU CAPITAL**

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a) d'une part que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

UNIVERSITÉ D'AIX-MARSEILLE

COLLECTION DE L'INSTITUT DE DROIT DES AFFAIRES

**Marine MICHINEAU**

**LA PROTECTION DES DROITS  
DES PORTEURS DE VALEURS MOBILIÈRES  
DONNANT ACCÈS AU CAPITAL**

Préface

Hervé Le Nabasque

*Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne Paris 1*

*Prix André Isoré*

*Prix de thèse de la Chancellerie des Universités de Paris*

PRESSES UNIVERSITAIRES D'AIX-MARSEILLE  
- 2016 -



PUAM – Presses Universitaires d’Aix-Marseille  
Maison de la Recherche  
29 avenue Robert Schuman,  
13621 Aix-en-Provence Cedex 1.

[puam@univ-amu.fr](mailto:puam@univ-amu.fr)  
<http://presses-universitaires.univ-amu.fr>

---

Titre : La protection des droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital

---

© PUAM, 2016  
ISBN : 978-2-7314-1026-6

# SOMMAIRE

## PREMIÈRE PARTIE LES FONDEMENTS DE LA PROTECTION

- Titre 1**      **La nature ambiguë des valeurs mobilières donnant accès au capital**  
Chapitre I    Régime juridique des droits d'accès au capital  
Chapitre II    Objet et nature des mesures de protection
- Titre 2**      **Les opérations susceptibles d'affecter les droits des porteurs**  
Chapitre I    Opérations réglementées  
Chapitre II    Opérations non réglementées et dispositions protectrices d'origine conventionnelle

## SECONDE PARTIE LES INSTRUMENTS DE LA PROTECTION

- Titre 1**      **Instruments de protection propres aux promesses d'accès au capital**  
Chapitre I    Mesures de protection spécifiques aux valeurs mobilières complexes  
Chapitre II    Protection spécifique en présence de stock-options ou en cas d'émission intragroupe
- Titre 2**      **Emprunt aux mécanismes de protection des intérêts des actionnaires**  
Chapitre I    Représentation collective des porteurs inspirée de l'assemblée des actionnaires  
Chapitre II    Protection issue de la force obligatoire des contrats et de l'ordre public sociétaire



## PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

ABSA	Action à bon de souscription d'action
<i>Act. prat.</i>	Actes pratiques et ingénierie sociétaire
AFEP	Association française des entreprises privées
AGE	Assemblée générale extraordinaire
AGO	Assemblée générale ordinaire
Al.	Alinéa
AMAFI	Association française des marchés financiers
AMF	Autorité des marchés financiers
Anc.	Ancien
ANSA	Association nationale des sociétés par actions
Ass. plén.	Assemblées plénières
Art.	Article
BSA	Bon de souscription d'action
BSAA	Bon de souscription ou d'achat d'action
BSAAR	Bon de souscription ou d'achat d'action remboursable
BSAR	Bon de souscription d'action remboursable
<i>Bull. civ.</i>	Bulletin des arrêts de la chambre civile de la Cour de cassation
<i>Bull. Joly bourse</i>	Bulletin Joly Bourse
<i>Bull. Joly</i>	Bulletin Joly Sociétés
CA	Cour d'appel
CAC	Commissaire aux comptes
CAA	Cour administrative d'appel
Cass.	Cour de cassation
CC	Conseil constitutionnel
Cc.	Code civil
C. com.	Code de commerce
CE	Conseil d'État
CEDH	Cour européenne des droits de l'Homme
CESR	Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (Committee of European Securities Regulators)
Civ.	Chambre civile (de la Cour de cassation)
CMF	Conseil des marchés financiers
CNCC	Compagnie nationale des commissaires aux comptes
COB	Commission des opérations de bourse
Com.	Chambre commerciale (de la Cour de cassation)
Concl.	Conclusions
<i>Contra</i>	En sens contraire
D.	Décret
<i>D.</i>	Recueil Dalloz
<i>D. aff.</i>	Dalloz affaires
<i>Defrénois</i>	Répertoire du notariat Defrénois

Dir.	Sous la direction de
DPS	Droit préférentiel de souscription
<i>Dr. et patrimoine</i>	Revue Droit et patrimoine
<i>Dr. sociétés</i>	Revue Droit des sociétés
Ed.	Edition
ESMA	Autorité européenne des marchés financiers (European Securities and Markets Authority)
Fasc.	Fascicule
<i>Gaz. Pal.</i>	Gazette du Palais
<i>Ibid.</i>	Ibidem (au même endroit)
<i>In</i>	Dans
<i>Infra</i>	Ci-dessous
<i>J.-Cl.</i>	Juris-classeur
<i>JCP éd. E</i>	Juris-classeur périodique (semaine juridique), édition entreprise
<i>JCP éd. G</i>	Juris-classeur périodique (semaine juridique), édition générale
<i>JCP éd. N</i>	Juris-classeur périodique (semaine juridique), édition notariale
JO	Journal officiel
Jur.	Jurisprudence
L.	Loi
<i>Lamy dr. aff.</i>	Revue Lamy droit des affaires
MEDEF	Mouvement des entreprises de France
N°	Numéro
Obs.	Observations
OBSA	Obligation assortie d'un bon de souscription d'action
OCA	Obligation convertible en action
OCEANE	Obligation convertible ou échangeable en action nouvelle ou existante
ODIRNANE	Obligation à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou en action nouvelle ou existante
OEA	Obligation échangeable en action
<i>Op. cit.</i>	Cité précédemment
<i>Option fin.</i>	Option finance
ORA	Obligation remboursable en action
Ord.	Ordonnance
OSRA	Obligation subordonnée remboursable en actions
OSRANE	Obligation subordonnée remboursable en action nouvelle ou existante
P.	Page
<i>Petites aff.</i>	Les petites affiches
Rapp.	Rapport
<i>RDBF</i>	Revue de droit bancaire et financier
RDC	Revue des contrats
<i>Rép. civ. Dalloz</i>	Encyclopédie juridique Dalloz, répertoire de droit civil
<i>Rép. soc. Dalloz</i>	Encyclopédie juridique Dalloz, répertoire des sociétés
Req.	Chambre des requêtes (de la Cour de cassation)
<i>Rev. banque</i>	Revue banque
<i>Rev. int. services fin.</i>	Revue internationale des services financiers
<i>Rev. jur. com.</i>	Revue de jurisprudence commerciale

<i>Rev. proc. coll.</i>	Revue de procédure collective
<i>Rev. soc.</i>	Revue des sociétés
<i>RJDA</i>	Revue de jurisprudence de droit des affaires
<i>RTD civ.</i>	Revue trimestrielle de droit civil
<i>RTD com.</i>	Revue trimestrielle de droit commercial
<i>RTD fin.</i>	Revue trimestrielle de droit financier
<i>S.</i>	Recueil Sirey
SAS	Société par actions simplifiée
<i>Sic</i>	Ainsi retranscrits
Soc.	Chambre sociale (de la Cour de cassation)
Somm.	Sommaire
<i>Supra</i>	Ci-dessus
T.	Tome
TC	Tribunal de commerce
TGI	Tribunal de grande instance
V°	Verbo
VMDAC	Valeur mobilière donnant accès au capital
Vol.	Volume

## **AVERTISSEMENT**

La présente thèse a été soutenue le 26 septembre 2013, à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, puis a fait l'objet d'une mise à jour prenant notamment en compte l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, ayant retouché le régime d'émission et de protection des valeurs mobilières complexes, la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (dite loi « Macron ») ou l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.

# INTRODUCTION

Marine MICHINEAU

« *It is wrong to believe that you can eliminate risk just because you can measure it* »

Robert C. MERTON<sup>1</sup>

**1. - Évolution du droit positif.** Il n'est point d'équilibre qui ne résulte de la rencontre de forces contraires. Illustrant ce postulat, l'un des piliers du droit civil des contrats réside en effet dans la volonté du législateur d'assurer une conciliation des intérêts contradictoires des parties à un acte<sup>2</sup>. Pour évincer la situation tenant à la manifestation abrupte de la loi du plus fort, la construction d'un dispositif juridique de protection s'appuie sur des outils préventifs et répressifs, à l'intérieur d'un objectif intangible : la mesure, sans quoi l'impératif de justice ne peut prospérer. D'ordre préventif, la protection des valeurs mobilières donnant accès au capital s'inscrit directement dans ce schéma.

Ces titres puisent leur source dans un contrat d'émission. Ainsi, leur souscription cristallise la rencontre des volontés de deux protagonistes : la société émettrice et l'investisseur. D'une part, la société s'engage à ouvrir à terme son capital social aux investisseurs. D'autre part, ces derniers disposent de la faculté de devenir actionnaire. Ainsi, les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital ne sont pas actionnaires ; ils jouissent d'un statut intermédiaire, leur conférant l'opportunité de le devenir à terme.

Singulièrement, ils acquièrent un droit d'accès différé au capital social. Ils profitent alors d'une perspective de plus-value en cas de hausse de la valeur des actions escomptées, pendant la période qui sépare, d'une part, l'acquisition du titre primaire et, d'autre part, l'accès au titre secondaire (l'action). En d'autres termes, l'investisseur escompte, pendant la durée de l'option, une hausse de la valeur de la société dans laquelle il est destiné à devenir actionnaire. Il est donc inhérent à ces valeurs mobilières complexes, et il en va de leur intérêt, que l'espérance de succès de leur titulaire ne puisse être bridée, discrétionnairement, par la société émettrice. Tel est l'esprit du dispositif légal de protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital social.

Cette perspective de gains, associée à l'imagination des agents économiques, a favorisé l'essor de ces titres<sup>3</sup>. Les besoins de financement des entreprises, confrontées à

---

<sup>1</sup> Robert C. MERTON, prix nobel, « *Risk without reward-when an investment model melted down* », janv.-fév. 2001, in Harvard Magazine. Trad. Libre : « il est erroné de penser que vous pouvez éliminer un risque juste parce que vous pouvez le mesurer ».

<sup>2</sup> V. Y. Strickler, « La protection de la partie faible en droit civil », *LPA*, n° 213, 25 oct. 2004, p. 6.

<sup>3</sup> Constatant le recours massif aux valeurs mobilières complexes en matière de *public equity* comme de *private equity*, aux fins de financement, de restructuration de dette ou même de rémunération innovante



un environnement concurrentiel international des plus exigeants, ont également contribué au faste développement des valeurs mobilières donnant accès au capital. C'est pourquoi, encore aujourd'hui, les émissions de valeurs mobilières complexes représentent des montants colossaux. Par exemple, de 2013 à 2015, les sociétés françaises ont émis près de 660 millions de valeurs mobilières donnant accès au capital, représentatives de plus de 3,8 milliards d'euros<sup>4</sup>.

**2. - Des titres d'origine anglo-saxonne.** Précurseurs en la matière, les premières valeurs mobilières donnant accès au capital virent le jour sur les marchés américains. L'internationalisation des investissements et le succès rencontré par ces titres aux États-Unis, œuvrèrent en faveur de leur transposition, malgré les fortes réticences<sup>5</sup> initialement exprimées à l'encontre de leur introduction en droit français.

Encore aujourd'hui, les créations françaises s'inspirent pour l'essentiel des pratiques anglo-saxonnes. On songe par exemple aux « obligations à warrant »<sup>6</sup> (à l'origine de nos OBSA) ou aux *equity warrants* ou *stock warrants* bien connus des marchés internationaux, et spécifiquement de ceux nord-américains, précurseurs des bons autonomes consacrés en France par la loi du 14 décembre 1985<sup>7</sup>. Il en est de même de la pratique consistant à prévoir, dès l'origine, le caractère évolutif du prix de souscription des actions promises. Cette pratique est usuelle aux États-Unis<sup>8</sup>. En France, certains doutèrent de sa régularité. Pourtant, s'il en va de l'essence même des bons de souscription d'actions que le prix d'exercice de l'option d'accès au capital soit fixe, rien ne s'oppose à ce que ce prix supporte, conventionnellement, une certaine variabilité, selon des critères décidés *ab initio*<sup>9</sup>.

La liberté contractuelle<sup>10</sup> offre ainsi un vaste terrain d'expression, de nature à favoriser la transposition des pratiques novatrices étrangères. À notre connaissance, n'a toutefois pas été franchie en France l'étape supplémentaire des « exercices forcés » répandus aux États-Unis<sup>11</sup>. Toutefois, compte tenu de la prédominance de la liberté

d'offres publiques, v. H. LE NABASQUE, A. PIETRAN COSTA, « Propositions de modification des dispositions du code de commerce relatives aux titres financiers complexes », *RTDF*, janv. 2014, p. 98.

<sup>4</sup> La base de données BDIF, administrée par l'Autorité des Marchés Financiers, a permis de recenser de 2013 à 2015, vingt-huit émissions de valeurs mobilières donnant accès au capital, représentatives de 3.823.953.681 euros. V. tableau récapitulatif des émissions de 2013 à 2015, p. 743.

<sup>5</sup> JO, doc. parl. Sénat, 1<sup>ère</sup> session ordinaire, 1968-1969, Rapp. J. FOYER, n° 34, p. 19.

<sup>6</sup> Les marchés internationaux se réfèrent à la notion de « *cum warrant* ».

<sup>7</sup> L. n° 85-1321, JO du 14 déc. 1985.

<sup>8</sup> Voir G. A. KUHLEMEYER, « Convertibles, exchangeables and warrants », in *Fundamentals of Financial Management*, 2004, p. 8 : « *conversion terms are not necessarily constant over time. Example : the conversion price on 20-year-convertible-debt might "step-up" over time from \$30 during the first 5 years, \$35 the next 5 years, and \$40 for the remaining 10 years until maturity* ». Trad. Libre : « le prix d'exercice n'est pas nécessairement constant. Par exemple, le prix d'exercice d'obligations convertibles sur 20 ans peut glisser au fil du temps, de \$30 durant les 5 premières années, à \$35 les 5 années suivantes et à \$40 pour les 10 années restantes à courant jusqu'à la maturité des obligations convertibles ».

<sup>9</sup> A. COURET, « Les droits des porteurs de titres de capital différé », *Petites aff.*, n° 89, 4 mai 2001, p. 23.

<sup>10</sup> A. LECOURT, « Obligations », *Rép. soc. Dalloz*, sept. 2011, n° 659 ; F. PALOMINO, Rapport CEPREMA, « Comment faut-il payer les patrons ? », 2011, p. 43.

<sup>11</sup> Voir « Convertibles, exchangeables and warrants », in *Fundamentals of Financial Management*, 2004, p. 8. Voir du même auteur : « *companies can force conversion by calling the issue. The company has an incentive to call only when the conversion price exceeds the call price by around 15 % and when the common dividend rate is less than the interest or preferred* ». Trad. Libre : « les émetteurs peuvent forcer la conversion en imposant l'accès au capital. Les sociétés auront un intérêt à forcer la conversion lorsque le

contractuelle, nous distinguons mal ce qui pourrait faire obstacle à l'apparition de telles prévisions dans les contrats d'émission français. En effet, l'article L. 228-91 du Code de commerce confère aux émetteurs une ample liberté<sup>12</sup>, leur permettant d'arbitrer entre diverses modalités d'accès au titre secondaire. L'accès au capital, au gré de l'investisseur, ne constitue plus<sup>13</sup> en effet une condition de régularité des valeurs mobilières complexes. Dès lors que le régime en vigueur n'interfère aucunement sur la désignation du bénéficiaire de l'option d'accès au capital, nous sommes favorables à la régularité d'une telle configuration, amplement répandue aux États-Unis.

**3. - Historique des valeurs mobilières complexes en droit français.** Inspirées des pratiques anglo-saxonnes et pour répondre au besoin de renforcement des ressources permanentes des sociétés françaises, les obligations convertibles en actions (ci-après « OCA ») complétèrent le paysage français des valeurs mobilières à la suite d'une loi de 1953<sup>14</sup>. Elles reposent sur un mécanisme novateur : assurer à l'investisseur une rémunération minimale (garantie par le remboursement de l'obligation), tout en lui attribuant la faculté de transformer, en action, le titre de créance initialement émis. « Ce sont donc des titres qui s'adressent à une épargne spontanément prudente, tout en lui offrant des perspectives intéressantes de plus-value »<sup>15</sup>. Dans un contexte de forte inflation, ces titres assurent une protection efficace contre les fluctuations monétaires<sup>16</sup>. Du point de vue de l'émetteur, lorsque l'émission se dénoue par la conversion des titres primaires, elle entraîne une augmentation de capital<sup>17</sup>. Des capitaux propres sont ainsi substitués à des capitaux d'emprunt. En outre, l'opération intervient dans des conditions financières séduisantes. L'option d'accès au capital consentie aux investisseurs justifie l'allocation, par l'émetteur, d'une rémunération inférieure à celle d'un emprunt ordinaire. Ainsi, même en l'absence d'exercice de l'option, l'émetteur aura perçu des capitaux dans des conditions financières satisfaisantes.

Issue de l'innovation financière, l'obligation échangeable en action (ci-après « OEA ») fut consacrée par le législateur en 1969<sup>18</sup>. Ces valeurs mobilières se sont inspirées des obligations convertibles, auxquelles elles ont apporté divers affinements. Premièrement, sont évacuées les contraintes temporelles qui emprisonnaient les options de conversion. Les obligations échangeables en actions sont exerçables à tout moment. Deuxièmement, elles présentent la vertu de constituer un apport immédiat en fonds propres<sup>19</sup>.

---

prix d'exercice excédera d'environ 15 % le prix de forçage, et quand le taux des dividendes sera inférieur aux intérêts de l'emprunt obligataire » (G.A. KUHLEMEYER, « Convertibles, exchangeables and warrants », in *Fundamentals of Financial Management*, 2004, p. 13).

<sup>12</sup> Sur la portée de cette liberté, voir *supra* n° 32.

<sup>13</sup> Comp. art. 5, L. n° 69-12 du 6 janv. 1969, selon lequel « la conversion ne peut avoir lieu qu'au gré des porteurs et seulement dans les conditions et sur les bases de conversion fixées par le contrat d'émission de ces obligations ».

<sup>14</sup> Les obligations « transformables en actions » sont apparues en droit positif français à l'issue d'une loi n°53-148 du 25 févr. 1953.

<sup>15</sup> A. COURET, H. LE NABASQUE (dir.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 539, p. 307.

<sup>16</sup> P. CASTERES, « Obligations convertibles à tout moment », *Gaz. Pal.*, 1970, p. 137.

<sup>17</sup> L'augmentation de capital survient par compensation avec la créance détenue contre l'émetteur, fondée sur l'emprunt obligataire.

<sup>18</sup> L. n° 69-12 du 6 janv. 1969.

<sup>19</sup> A. COURET, H. LE NABASQUE (dir.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 538, p. 305.

Le caractère instantané de l'allocation de ressources est intrinsèque au schéma de ces titres. Selon une première configuration, les actions préalablement émises, destinées aux investisseurs, sont souscrites par un tiers-souscripteur, auquel il appartiendra de satisfaire la levée des options d'échange. Selon une seconde configuration, l'augmentation de capital est concomitante à l'émission de l'emprunt obligataire. Le tiers-souscripteur s'engage alors à réserver les actions qu'il remettra à terme aux investisseurs.

Toutefois, les lourdeurs accusées par ce dispositif ont concouru à son faible succès. Les obligations convertibles leur sont préférées. Les obligations avec bons de souscription d'actions vinrent perfectionner la matière. Malgré les réticences exprimées<sup>20</sup> à l'encontre de l'introduction en droit français de la technique américaine des « obligations à warrant »<sup>21</sup>, l'internationalisation des marchés œuvra en faveur de leur transposition. Perçus comme des instruments permettant « de conforter la réanimation des marchés »<sup>22</sup>, ils vinrent alimenter l'offre française à la faveur d'une loi de 1983<sup>23</sup>.

Les obligations avec bon de souscription d'actions présentent une incontestable originalité<sup>24</sup>. À la différence des obligations convertibles ou échangeables, les OBSA reposent sur un cumul de qualités. Il s'ensuit que la levée de l'option d'accès au capital n'emporte pas le sacrifice du statut d'obligataire. En effet, le titre s'appuie sur l'association d'une obligation et d'un droit à la remise d'actions (matérialisé par un bon, pouvant être négocié séparément). L'OBSA constitue ainsi la première valeur mobilière « composée ». La divisibilité des obligations et des bons marqua une première étape vers l'introduction des bons autonomes. Indépendamment de toute émission, ils renferment un droit de souscrire ou d'acheter des titres représentatifs d'une quotité de capital<sup>25</sup>. La loi du 14 décembre 1985<sup>26</sup> est ainsi venue consacrer les *equity warrants* ou *stock warrants* bien connus des marchés internationaux, et spécifiquement de ceux nord-américains<sup>27</sup>. Les bons autonomes, également dits bons secs, séduisent les émetteurs, profitant d'une « augmentation de capital différée sans endettement immédiat »<sup>28</sup>. Lorsqu'ils sont consentis à titre onéreux, ils provoquent une collecte instantanée de capitaux, extérieure à la conclusion d'un emprunt. En outre, ces titres ont inspiré les « bons *manager* », proposés à titre gratuit aux salariés et mandataires sociaux, dans une recherche de fidélisation de l'actionnariat salarié<sup>29</sup>.

À la différence des configurations présentées, l'obligation remboursable en actions (ci-après « ORA »), n'a jamais fait l'objet d'une réglementation spécifique.

<sup>20</sup> JO, doc. parl. Sénat, 1<sup>ère</sup> session ordinaire, 1968-1969, Rapp. J. FOYER, n° 34, p. 19.

<sup>21</sup> Les marchés internationaux se réfèrent à la notion de « *cum warrant* ».

<sup>22</sup> J. FOYER, Rapp. précit.

<sup>23</sup> L. n° 83-1 du 3 janv. 1983.

<sup>24</sup> A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, th. Paris 1, 1999, n° 283, p. 152 et A. COURET, H. LE NABASQUE (dir.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 540, p. 307.

<sup>25</sup> Selon la formule consacrée par l'ancien article L. 228-195 C. com.

<sup>26</sup> L. n° 85-1321, JO du 14 déc. 1985.

<sup>27</sup> Voir H. DE LA BRUSLERIE, *Le marché secondaire euro-obligataire et la gestion de titres à revenu fixe*, th. Paris IX, 1979, p. 506, cité par A. PIETRANCOSTA, th. précit., n° 286, p. 154.

<sup>28</sup> JO, doc. parl. Sénat, 7 nov. 1985, rapp. E. DAILLY, p. 2812.

<sup>29</sup> Voir en ce sens Société Française des Evaluateurs, « Note de travail sur l'évaluation des BSAAR », avr. 2010, p. 2

À l'occasion de la loi précitée du 14 décembre 1985<sup>30</sup>, le remboursement est venu intégrer la liste des modalités d'accès au capital social. Dans sa conception originelle, l'ORA présentait un caractère atypique : la voie de l'obligation vers le capital était tracée. Le porteur était voué à accéder au capital de l'émetteur, soit lors d'une période d'exigibilité stipulée au contrat d'émission soit, au plus tard, au terme de l'emprunt. Toutefois, au fil des émissions<sup>31</sup>, l'exclusivité du remboursement en actions fut contredite. L'ordonnance du 24 juin 2004 – laissant les praticiens libres de décider des modalités que doit revêtir l'accès au titre secondaire – est venue entériner cette évolution.

Les valeurs mobilières donnant accès au capital offrent aux émetteurs une souplesse essentielle, cristallisée dans l'élaboration des conditions qui entourent leur émission. Exploitant la liberté qu'ils se sont vus accorder, les émetteurs ont adapté à leur situation les paramètres des émissions, en jouant tour à tour sur le taux d'intérêt, le prix ou la parité d'exercice, les périodes d'exercice ou encore l'exigibilité de l'option qu'ils soumettent parfois à une condition suspensive.

À l'intérieur de ces schémas, diverses configurations inspirées des principes qui viennent d'être présentés prospèrent. Ainsi, on dénombre les obligations à bons de souscription remboursables (qui évincent la survivance de la dette obligataire<sup>32</sup> par le jeu de la clause de remboursement), les obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (ci-après les « OCEANE ») ainsi que de nombreuses autres associations des formules identifiées.

Par ailleurs, dernière création en date, on relèvera l'émission en juillet 2014 d'une nouvelle forme de valeurs mobilières hybrides, dénommées ODIRNANE. Il s'agit d'obligations à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles ou existantes. Ces titres présentent deux spécificités. Premièrement, ils comportent une clause d'augmentation des intérêts à moyen terme, dite clause de « *step-up* »<sup>33</sup>. Par ailleurs, ils permettent à la société émettrice de suspendre le paiement des intérêts à tout moment. Ces intérêts dus, non versés, se transforment alors en intérêts différés, ultérieurement payés.

Favorisée par l'imagination des émetteurs, la diversification ambitionnée par le législateur<sup>34</sup> fut donc satisfaite. Néanmoins, cette accumulation successive de textes, sans effort d'harmonisation, fut très critiquée, car considérée comme source d'insécurité juridique<sup>35</sup>. Jusqu'à 2004, les réformes successives ont généré des textes « de plus en

<sup>30</sup> L. n° 85-1321, JO du 14 déc. 1985.

<sup>31</sup> Voir A. GRENOT DEVEDJIAN, *Les valeurs mobilières composées*, th. Paris 1, 2009, n° 237, p. 235.

<sup>32</sup> Dans la configuration d'une OBSA, l'exercice des bons ne fait pas disparaître la dette obligataire. Ainsi, à défaut d'option de remboursement à la main de l'émetteur, celui reste tenu par le remboursement de la dette obligataire.

<sup>33</sup> L'émission réalisée par la société Assystem, en juillet 2014, prévoyait un coupon annuel de 4,5 % entre 2015 et 2021, lequel passera à Euribor + 8 % à compter de 2021. V. note d'opération, société Assystem, visa AMF n° 14-0380, 9 juill. 2014.

<sup>34</sup> La caractéristique associée à la réforme fut de dessiner « un cadre juridique à l'intérieur duquel pourront se développer et se diversifier les initiatives des agents économiques » (A.N., Rapp. A. RENAULT, fait au nom de la Commission des lois, sur le projet de loi relatif aux valeurs mobilières, n° 2968, séance du 3 oct. 1985, p.3.

<sup>35</sup> Etablissant ce constat, en avril 1993, la Commission juridique du CNPF a présenté un rapport sur la réforme des procédures d'émission des titres de capital et du régime des valeurs mobilières. Voir aussi sur cette problématique Messieurs H. HOVASSE et J. PRIEUR, lesquels relevaient en 1997 que « l'élaboration de la législation sur les titres complexes, marquée par des étapes successives, a fait naître des sources de complexité, d'incohérence voire de contradictions » (H. HOVASSE et J. PRIEUR, « Titres complexes et

plus techniques et complexes, se résumant parfois à des dialogues entre professionnels de la finance, difficilement accessibles et lisibles »<sup>36</sup>. La situation fut aggravée par les pratiques de certaines sociétés élaborant des titres originaux<sup>37</sup>, ne rentrant dans aucune des catégories proposées par les textes. Faute de régime propre, les dirigeants sociaux se montraient néanmoins prudents en s'imposant l'application de mesures détaillées, prévues en matière d'obligations avec bons de souscription d'actions<sup>38</sup>.

Dans la continuité de cette unification de fait, l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>39</sup> a finalement instauré un régime légal de droit commun, principalement imprégné des règles relatives aux OBSA, OCA et OEA. Ce tronc commun permit aux émetteurs d'imaginer des outils de financement *sui generis*<sup>40</sup>. Le décret du 11 décembre 2006<sup>41</sup> a poursuivi cet effort d'unification en mettant fin à l'essentiel du droit spécial qui régissait antérieurement la protection des bénéficiaires d'options de souscription ou d'achat d'actions. Aux règles propres aux stock-options qui, par leur caractère atypique, concouraient à la complexité, sont désormais préférées les règles plus générales applicables aux valeurs mobilières complexes<sup>42</sup>. Ainsi, l'ambitieuse réforme du 24 juin 2004<sup>43</sup> a été conçue comme celle permettant aux acteurs économiques de « créer les titres dont ils ont besoin tout en disposant d'une sécurité juridique quant à leur régime »<sup>44</sup>.

---

capitaux propres des sociétés non cotées », *Dr. soc.*, n° 31, janv.-févr. 1997, n° 24, p. 10) et A. COURET, H. LE NABASQUE, *Valeurs mobilières-Augmentation de capital*, F. Lefebvre, 2004, p. 157.

<sup>36</sup> A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, th. Paris 1, 1999, n° 7, p. 5. Sur ce constat, voir également C. GAVALDA, « L'acculturation dans la législation française de la formule du GEIE », in *Mélanges DERRUPE*, Litec, 1991, p. 38.

<sup>37</sup> Nous faisons référence aux créations d'obligations à bons de souscription d'obligation (OBOS), aux obligations avec bons de souscription de certificats d'investissement (OBSCI), aux obligations à bons de souscription de titres participatifs (OBSTP)... Pour une présentation des créations de la pratique, voir A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, th. Paris 1, 1999, n° 290, p. 156.

<sup>38</sup> F. PELTIER, « Les emprunts obligataires assortis d'un mécanisme d'accès au capital d'un filiale de l'émetteur », *RDBB* janv.-févr. 1993, n° 35, p. 44, selon lequel « les émetteurs, sous l'impulsion de la COB, ont fait des dispositions légales propres aux obligations à bons de souscription, obligations convertibles et échangeables, une sorte de standard en matière de protection des droits de l'actionnaire potentiel dans une valeur mobilière composée, quelle qu'elle soit ». Voir aussi du même auteur, « La nature juridique des obligations remboursables en actions », *JCP éd. E* 1992, n° 155, p. 181 ; A. COURET, J.-L. GUILLOT, F. PELTIER, « Les emprunts obligataires donnant droit à des actions », *Actes prat.* janv. 1993, n° 8, p. 1 ; H. HOVASSE et J. PRIEUR, « Titres complexes et capitaux propres des sociétés non cotées », *Dr. soc.*, n° 31, janv.-févr. 1997, n° 24, p. 10 ; A. COURET, H. LE NABASQUE, *op. cit.*, n° 653-2, p. 266 et A. PIETRANCOSTA, « La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004 », *Dr. soc.* janv. 2005, p. 5.

<sup>39</sup> Ord. n° 2004-604 du 24 juin 2004.

<sup>40</sup> F.-R. DANNENBERGER, th. préc., n° 105, p. 81.

<sup>41</sup> Décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006, JO du 12 décembre 2006.

<sup>42</sup> Sur l'articulation de ces deux régimes en matière de stock-options, voir *infra* n° 308.

<sup>43</sup> Ord. n° 2004-604 du 24 juin 2004.

<sup>44</sup> Rapp. au Président de la République, « relatif à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », p. 1. Voir sur cette question F. DRUMMOND, « Un nouveau principe : la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières », *RDBF* sept.-oct. 2004, n° 1, p. 361. Voir également F.-R. DANNENBERGER, th. préc., n° 242, p. 143, selon lequel « la liberté de créer des titres de capital et des titres donnant accès au capital permet des combinaisons qui, selon toute vraisemblance, offriront aux émetteurs la possibilité de mettre en place les montages les plus complexes, de nature à favoriser une négociation faciale avec les partenaires de leur développement. Sur les marchés, le goût des investisseurs pour les produits sophistiqués pourra, lui aussi, être satisfait ». Voir aussi Monsieur

Cette longue maturation – imputable au caractère éminemment technique de la matière<sup>45</sup> – ponctuée par des réformes successives (espacées d'environ dix ans), est fortement marquée par le rôle grandissant du contrat d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital. L'ordonnance de 2004 lui a en effet confié une place primordiale, s'inscrivant ainsi dans une tendance du droit des sociétés vers une contractualisation toujours plus poussée<sup>46</sup>. La promotion législative des stipulations contractuelles<sup>47</sup> souligne la volonté d'adapter notre droit aux contraintes du marché, en particulier en favorisant la variété des produits susceptibles de lui être proposée. C'est pourquoi nous serons amenés à nous demander si la protection des candidats au capital social doit s'effacer devant le libéralisme accordé aux émetteurs.

**4. - La réforme du 31 juillet 2014<sup>48</sup>.** La refonte s'inscrit dans le prolongement des précédentes retouches et dans la tradition française des révisions fractionnées, par étapes successives. Comme il est désormais usuel, l'ordonnance de 2014 s'inspire essentiellement des travaux menés par un groupe de réflexions. Tirant les conséquences des écueils relevés tant par les praticiens que par la doctrine, le groupe constitué sous la direction de Messieurs H. LE NABASQUE et A. PIETRANCOSTA, au sein de Paris Europlace<sup>49</sup>, s'est attaché à proposer une refonte transversale et cohérente de la matière. Leurs travaux furent motivés par l'impératif de perfectionnement technique du dispositif d'émission et de protection des valeurs mobilières complexes, afin d'en améliorer la lisibilité et la sécurité. L'attractivité de la place financière est ainsi au cœur de la réforme.

C'est à un véritable exercice d'acrobatie que les rédacteurs de l'ordonnance de 2014 ont été soumis, inspirés par la recherche d'équilibre entre l'esprit libéral que revêt notre droit des sociétés et les impératifs de protection qui animent le dispositif des prérogatives d'accès au capital. L'expérience<sup>50</sup> a en effet montré en la matière qu'une protection démesurée finit, infailliblement, par se retourner contre celui qu'elle entend défendre. Apprécier le dispositif de sauvegarde des valeurs mobilières complexes revient donc à un exercice d'arbitrage, entre l'impératif de protection de l'épargne investie et la liberté de gestion des affaires de la société émettrice. Cette conciliation

---

B. ZABALA selon qui « l'ordonnance du 24 juin 2004 marque la libéralisation maîtrisée des conditions d'émission des valeurs mobilières composées, destinées à procurer la flexibilité et la souplesse réclamée par les émetteurs » (B. ZABALA, « Libéralisation du régime des valeurs mobilières composées et ses enjeux », *Rev. banque* janv. 2006, p. 50).

<sup>45</sup> Ph. BISSARA, « Présentation générale de l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions », *Rev. soc.* 2004, n° 1, p. 461.

<sup>46</sup> B. ZABALA, « Libéralisation du régime des valeurs mobilières composées et ses enjeux », *Rev. banque*, janv. 2006, p. 50.

<sup>47</sup> Ph. BISSARA, *op. cit.*, n° 12, p. 461.

<sup>48</sup> Ord. n° 2014-863 du 31 juill. 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'art. 3 de la loi n° 2014-1 du 2 janv. 2014 habitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises.

<sup>49</sup> H. LE NABASQUE, A. PIETRANCOSTA, « Propositions de modification des dispositions du code de commerce relatives aux titres financiers complexes », *RTDF*, janv. 2014, p. 98.

<sup>50</sup> Sous l'égide du régime antérieur, une société émettrice d'obligations convertibles en actions ne pouvait réduire son capital social pendant leur durée de vie. Cette prohibition avait conduit une société à solliciter, auprès des titulaires d'OCA, la renonciation à leur option de conversion. Cette illustration témoigne des effets pervers d'une protection excessive, pouvant déboucher sur l'abdication des prérogatives d'accès au capital. V. COB, « Abandon de la convertibilité des obligations convertibles », *Bull. mens.*, n° 113, mars 1979, p. 8.



d'intérêts s'exprime pleinement à travers les instruments de protection dont l'émetteur doit se saisir pour assurer la défense de ces droits en gestation.

Une avancée remarquable se dégageait de l'ordonnance de 2004 : la volonté de supprimer toute catégorie de valeurs mobilières complexes, pour ne retenir qu'une catégorie générique. Malgré cet effort d'harmonisation, nombre d'incohérences – non dissipées par l'ordonnance de 2014 – demeurent. Notamment, le dispositif de la masse rompt avec l'unité ambitionnée. Singulièrement, deux régimes coexistent : celui propre aux titres complexes de nature intercalaire (OCA, ORA et OEA), distinct<sup>51</sup> du droit commun de la masse réunissant les autres titres (BSA, OBSA). De manière aussi incongrue, l'exercice du droit de communication diffère selon la nature du titre primaire (obligataire ou non). En outre, au-delà du maintien de ces contradictions parasites, un autre pas vers l'unification et la rationalisation de la protection n'a pas été franchi par la récente réforme. Sont maintenues, en dépit de l'impulsion du groupe Paris Europlace, les différences de traitement entre les porteurs de valeurs mobilières complexes et les bénéficiaires de stock-options ou de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise. Pourtant, ces trois instruments d'accès au capital puisent leur source dans un mécanisme similaire : ils s'inspirent directement de la technique civiliste de la promesse de contrat<sup>52</sup>, dont ils partagent les enjeux, à savoir l'altération de la substance de l'option consentie<sup>53</sup>.

En définitive, la réforme apparaît en deçà des attentes et en particulier « en retrait »<sup>54</sup> des propositions émanant du groupe de travail Paris Europlace. Si une explication devait être fournie à ce constat, il conviendrait d'avancer la démarche poursuivie. Si l'objectif est louable – renforcer la compétitivité des sociétés françaises par un effort de rationalisation et de libéralisation – la méthode n'est pas sans inconvénient<sup>55</sup>. Le fractionnement des réformes (ne devrait-on pas d'ailleurs préférer le terme « retouches ») conduit à un manque de cohérence de la matière. Si le sentiment partagé au lendemain de l'ordonnance du 24 juin 2004 était celui d'une réforme en profondeur, cohérente, il fait défaut à la récente retouche. La cause en est que les propositions du groupe de Paris Europlace n'ont été que partiellement suivies. Résultat

<sup>51</sup> Par exemple, en cas de procédure collective, la déclaration des créances s'exécute par le truchement du représentant de la masse en présence d'obligations de nature intercalaire (OCA, ORA, OEA). En revanche, les porteurs de valeurs mobilières complexes n'appartenant pas à cette catégorie sont parfois soumis individuellement à ce formalisme.

<sup>52</sup> En faveur de la qualification de promesse unilatérale appliquée aux stock-options, v. Cass., 2<sup>ème</sup> civ., 20 sept. 2005, n° 03-30709, *JCP éd. E*, janv. 2006, p. 1047, obs. R. VATINET. V. égaL. R. VATINET, « Le clair-obscur des stock-options à la française », *Rev. soc.*, janv. 1997, n° 13, p. 31 ; L. MERLAND, *Recherches sur le provisoire en droit privé*, th. Aix-Marseille, PUAM, 2001, n° 103, p. 110 ; A. COURET, H. LE NABASQUE (dir.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 516, p. 293.

<sup>53</sup> Sur les obstacles, non infranchissables, à l'application aux stock-options et aux actions gratuites des mesures de protection propres aux valeurs mobilières complexes, v. les positions de l'administration fiscale, non opposée à l'instauration d'un régime conventionnel de protection des bénéficiaires d'actions gratuites : BOI, 5 F-17-06, 10 nov. 2006, n° 40, RES, n° 2009/39 (FP), 23 juin 2009 et RES, n° 2012/17 (FP), 20 mars 2012.

<sup>54</sup> ANSA, « Régime d'autorisation des émissions de valeurs mobilières complexes », févr. 2015, n° 15-004. V. égaL. P.-Y. CHABERT et R. ELINEAU, *op. cit.*, p. 638 ; S. TORCK, *op. cit.*, comm. 150 ; A. REYGROBELLET, « La réforme des valeurs mobilières complexes par l'ordonnance du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés », *Bull. Joly*, nov. 2014, p. 564, spéc. n° 26 ; J.-M. DESACHE, B. DONDERO, *op. cit.* comm. 1216.

<sup>55</sup> I. URBAIN-PARLEANI, P.-H. CONAC, « Présentation générale de l'ordonnance du 31 juillet 2014, et réflexions sur la simplification et la réforme du droit des sociétés », *Rev. soc.* 2014, p. 611.

d'un mystérieux<sup>56</sup> tri, l'ordonnance du 31 juillet 2014 constitue une remarquable et nouvelle avancée dans la voie de la modernisation du droit des sociétés, mais elle ne constitue qu'une étape<sup>57</sup>.

C'est pourquoi la présente étude poursuivra l'objectif d'identifier les incohérences, nouvelles ou persistantes, qui affaiblissent la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital. Pour ce faire, il convient au préalable de saisir pour quoi la sauvegarde de leurs droits constitue un véritable enjeu.

**5. - Une protection commandée par l'appartenance des valeurs mobilières complexes à la catégorie des promesses de contrat.** Alors que les qualifications d'obligation alternative et d'obligation sous condition suspensive ne traduisent pas la nature fondamentale des valeurs mobilières complexes, celle de promesse de contrat retiendra l'attention. L'étude approfondie de ces titres invite en effet au constat de leur parfaite adaptation au « moule » de la promesse de contrat, illustrant ainsi la capacité d'adaptation de cette technique civiliste. C'est donc une théorie générale des valeurs mobilières complexes que propose de dresser cette étude, à la lumière de leur appartenance à la figure des promesses de contrat.

En effet, la promesse de contrat a pour principale caractéristique de ne pas requérir le renouvellement de l'engagement du promettant. Dans la configuration de la promesse unilatérale, l'engagement du promettant est gelé pendant la durée de l'option, alors perçue comme le délai laissé au bénéficiaire pour décider s'il entend ou non consentir au contrat. Ainsi, dans le schéma des valeurs mobilières complexes<sup>58</sup>, la fenêtre d'option confère au porteur le temps de la réflexion. Il dispose d'un droit potestatif lui permettant d'apprécier l'opportunité de son accès au capital de telle société. Corollairement, le consentement à terme du promettant n'est pas sollicité. Par l'effet de la promesse, l'émetteur s'est irrévocablement engagé sur les conditions et modalités du contrat définitif. En conséquence, la levée de l'option a pour effet mécanique de former le contrat définitif.

Mais alors, pourquoi ces titres, et pourquoi eux en particulier, bénéficient-ils d'une protection spécifique ? Observons, par comparaison, que lorsqu'une promesse est conclue en marge de la société, c'est-à-dire entre tiers (deux actionnaires par exemple), les conséquences des opérations de nature à diminuer la valeur des actions promises sont appréhendées par les parties dans le contrat préparatoire à la vente de droits sociaux, faute de quoi ces événements sont indifférents. Le rejet, jusqu'à la récente réforme du droit des obligations, de la théorie de l'imprévision motivait cette position<sup>59</sup>. Par opposition à cette première configuration, lorsqu'elle émet des valeurs mobilières complexes, la société occupe une place privilégiée : elle devient partie au contrat préparatoire à l'acquisition de ses propres titres. Par décision unilatérale, la société se trouve donc à même d'influer sur l'évolution de la valeur des actions promises. Ce faisant, la société dépossède, en partie, la promesse de son caractère aléatoire, à l'instar d'un cocontractant provoquant ou empêchant la réalisation d'une condition et

<sup>56</sup> La voie adoptée, celle de l'ordonnance (opposée à celle de la voie parlementaire, nourrie de débats), entretient ce mystère.

<sup>57</sup> I. URBAIN-PARLEANI, P.-H. CONAC, *op. cit.*, p. 611.

<sup>58</sup> A l'exception de l'obligation remboursable en action.

<sup>59</sup> E. SCHLUMBERGER, *Les contrats préparatoires à l'acquisition de droits sociaux*, Dalloz 2013, n° 709, p. 604.



la rendant ainsi potestative<sup>60</sup>. Ainsi, dès lors que la société émettrice, partie au contrat d'émission, est à l'origine des opérations de nature à diminuer la valeur des actions promises, la protection des investisseurs s'impose.

À l'instar du bénéficiaire d'une promesse de vente immobilière, le porteur est susceptible de subir une dépréciation du patrimoine (de la société), qui se traduit par une perte de la valeur des actions escomptées<sup>61</sup>. Spécifiquement, au cours de la vie des titres, la société émettrice peut être amenée à réaliser diverses opérations portant sur sa structure ou sa substance, encouragées par un changement d'environnement économique et financier. Dès lors, au risque de maltraiter les droits des porteurs et ainsi affaiblir la confiance des investisseurs dans l'épargne, leur protection s'impose.

**6. - Interventionnisme économique et place de l'ordre public économique.** Les valeurs mobilières donnant accès au capital sont nées en réponse au besoin éprouvé par les sociétés commerciales d'attirer de nouveaux investisseurs. Parce qu'elles permettent de satisfaire différents besoins qui animent les sociétés commerciales, en attente d'un apport de capitaux immédiat, futur ou simplement éventuel, les valeurs mobilières donnant accès au capital ont connu une large diversification. S'agissant de titres participant au renforcement des ressources permanentes des sociétés commerciales, leur émission fut encouragée par les politiques économiques successives. En effet, dès 1979, le Gouvernement recensait le renforcement des fonds propres des entreprises parmi les objectifs prioritaires de la politique économique française<sup>62</sup>. Cette problématique ne s'est pas épuisée.

C'est parce qu'il répond à des exigences de politiques économiques que le dispositif de protection est fortement teinté d'ordre public économique. Cette notion renvoie en effet à ce qui est suffisamment fondamental dans les rapports économiques d'une société donnée pour que l'État le garantisse<sup>63</sup>. Ainsi, les prescriptions de cet ordre public ont pour objet d'orienter les activités économiques dans une direction jugée désirable par les pouvoirs publics, du point de vue d'une politique économique. Alors que dans le droit civil classique, le principe est celui de la liberté contractuelle, l'ordre public n'y faisant obstacle que dans des cas exceptionnels, les contrats sur lesquels

<sup>60</sup> A. COURET, H. LE NABASQUE (dir.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 522, p. 357.

<sup>61</sup> Le critère de la diminution de la valeur des actions promises fut mis en lumière par la Cour de cassation, arrêtant que : « les dispositions [...] destinées à préserver les intérêts des titulaires de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'actions s'appliquent à toute opération affectant les fonds propres susceptible d'entraîner pour la société émettrice une perte de substance impliquant une baisse de la valeur des actions ». V. Cass. com. 27 févr. 2001, n° 99-18646, *JCP E* 2001, n° 87, obs. J.-J. DAIGRE ; *D. actualité* 28 mars 2001, obs. M. BOIZARD ; *Option fin.*, n° 638, 17 avr. 2001, p. 29, obs. A. CHAVERIAT.

<sup>62</sup> R. MONORY, Lettre de mission adressée à M. PEROUSE, 24 juil. 1979 : « Le renforcement des fonds propres des entreprises françaises constitue un objectif prioritaire de la politique économique du Gouvernement. Si l'amélioration de l'autofinancement de nos entreprises doit jouer un rôle privilégié dans ce domaine, les augmentations de capital n'en constituent pas moins un moyen essentiel d'atteindre cet objectif ». Voir E. SERMONDADAZ, *La modernisation du régime des valeurs mobilières et du marché*, th. Paris 1, 1985, p. 3. Voir aussi Messieurs H. HOVASSE, J. PRIEUR selon lesquels « le renforcement des fonds propres des PME pour financer leur développement et donc l'emploi, constitue un enjeu majeur pour notre économie » (H. HOVASSE, J. PRIEUR, « Titres complexes et capitaux propres des sociétés non cotées », *Dr. soc.*, n° 31, janv.-févr. 1997, n° 3, p. 2). Voir dans le même sens Monsieur Y. BACHELOT, selon lequel « le renforcement des fonds propres est en effet un leitmotiv de la politique gouvernementale en faveur des PME » (Y. BACHELOT, « Prêts participatifs », *J.-CL. Banque-Crédit-Bourses* sept. 2003, n° 1).

<sup>63</sup> G. MARCOU, « L'ordre public économique aujourd'hui – Un essai de redéfinition », in Th. REVET, L. VIDAL (dir.), *Annales de la régulation*, éd. IRJS, 2008-2009, p. 79.

reposent aujourd'hui la vie sociale et économique sont aujourd'hui réglementés (contrat de bail, contrat d'assurance, mais également, bien que dans une moindre mesure, contrat d'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital). S'ajoute alors dans ces contrats une réglementation dont l'intérêt dépasse les rapports entre les parties et répond alors à des impératifs dont l'État assure la responsabilité. En matière d'émission de valeurs mobilières complexes, il s'agit de la protection du marché et de la confiance des investisseurs dans l'économie, essentielles au renforcement des ressources permanentes des sociétés, poursuivi par les politiques économiques modernes.

C'est donc à deux mouvements contradictoires que nous sommes confrontés. D'une part, les réformes successives de la protection des valeurs mobilières donnant accès au capital sont fortement marquées par le rôle grandissant conféré au contrat d'émission. On prendra pour exemple la faculté offerte, depuis la réforme de 2014, de renforcer la protection sur une base conventionnelle, par l'intégration dans le contrat d'émission « de mesures de protection supplémentaires destinées à tous les porteurs »<sup>64</sup>. C'est, ici, la nature privée des rapports entre les parties au contrat qui vient à s'exprimer. Face à cette liberté contractuelle grandissante, l'intervention de la puissance publique dans ces relations contractuelles ne connaît aucun recul. Inflexible en ce domaine depuis 2004, le dispositif de protection des valeurs mobilières donnant accès au capital n'a rien perdu de son impérativité.

Dans cette perspective de financement de l'activité économique, le dispositif de protection tend à assurer la neutralité des opérations survenant pendant la période de maturation des titres, de telle sorte que les porteurs puissent recevoir, pour le même investissement – dans les conditions fixées lors de l'émission – la même valeur en titres ; et pour cause, ces titres se déployant dans le temps.

**7. - Portée du déploiement dans le temps des droits d'accès au capital.** Le décalage dans le temps des consentements caractérise les contrats d'option<sup>65</sup>. C'est donc la nature même du contrat, choisi par les parties, qui implique l'existence d'un décalage temporel<sup>66</sup>. La vocation différée des droits attachés à ces titres exige un traitement singulier. Ainsi que l'exprime Monsieur J.-M. DE BERMOND DE VAULX<sup>67</sup>, l'observation presque immuable, à laquelle conduit l'étude des cas de formation successive des droits, est la suivante : « des prérogatives d'ordre conservatoire ou des mesures prévues par des dispositions légales sont reconnues aux intéressés ; quels que soient leur origine et leur mode d'exercice, elles ont toutes pour caractère et pour but de garantir l'acquisition du droit en cours de formation », à savoir le droit d'accès au capital dans la situation qui nous préoccupe. Pendant cette période – qui sépare la naissance du droit potestatif de l'investisseur et la date de la levée de l'option – le régime des promesses d'actions a pour vocation de les protéger contre les variations de la valeur de l'action sous-jacente.

L'illustration la plus parlante des droits en gestation relève du domaine des promesses unilatérales de vente immobilière. Dans ces configurations, le promettant

<sup>64</sup> V. art. L. 228-99, 1<sup>er</sup> al. C. com., issu Ord. n° 2014-863 du 31 juill. 2014, art. 34.

<sup>65</sup> A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, 9<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011, n° 85, p. 66.

<sup>66</sup> Sur le décalage temporel, comme caractère inhérent aux contrats d'options en matière financière, voir notamment A. GAUDEMET, *Contribution à l'étude juridique des dérivés*, th. Paris 2, n° 161, p. 94.

<sup>67</sup> J.-M. DE BERMOND DE VAULX, *Les droits latents des actionnaires sur les réserves dans les sociétés anonymes*, th. Paris, 1965, p. 146.

s'engage irrévocablement à transférer, à terme, le bien sur lequel porte la promesse. Le régime attaché à ces conventions commande que le promettant subisse les éventuelles conséquences de l'appauvrissement subi par l'immeuble : de la simple dégradation à la disparition. En qualité de propriétaire (jusqu'à la levée de l'option qui emporte le transfert de propriété au bénéficiaire de la promesse), ce premier demeure exposé aux aléas supportés par le bien.

Dans le schéma des droits différés d'accès au capital, lequel repose essentiellement<sup>68</sup> sur une option, le porteur est susceptible de subir une « dépréciation du patrimoine de la société »<sup>69</sup>. En effet, lorsqu'il participe à l'émission de valeurs mobilières complexes, l'investisseur souscrit sur le fondement de la valeur des actions qu'il a vocation à recevoir. À l'instar de l'immeuble, la valeur escomptée du bien est susceptible d'être altérée sous l'effet du temps. Si son écoulement n'est pas, en lui-même, source de dépréciation des titres, les multiples opérations initiées ou exigées pendant la durée de l'option pourront concourir à la dévalorisation de l'action.

Monsieur J.-M. VERDIER nous rappelle avec justesse que « l'acquisition du droit futur est fonction d'une double exigence : la réalisation entière de la situation de fait nécessaire, d'une part, le **maintien des conditions essentielles antérieurement acquises, jusqu'à leur réunion totale**, d'autre part »<sup>70</sup>. Dès lors, au risque de remettre en cause l'équilibre initial convenu entre les parties, le propriétaire ne peut librement disposer de l'objet sur lequel porte l'option. Cette observation s'impose donc tant pour les promesses de vente immobilière qu'à l'égard des valeurs mobilières donnant accès au capital.

Le régime de protection des porteurs de valeurs mobilières complexes s'inscrit pleinement dans une perspective protectrice de droits perçus comme éventuels. C'est dans la poursuite de ce dessein que la réglementation a assis son vœu de protection et d'uniformisation. Afin de pouvoir se satisfaire ou non de l'atteinte de cet objectif, à la lumière de la récente réforme de 2014, encore conviendra-t-il d'évaluer les contours de cette protection et son efficacité.

**8. - Périlleux exercice de conciliation d'intérêts contradictoires.** Traditionnellement, la prohibition des opérations susceptibles de porter atteinte aux porteurs était perçue comme un outil privilégié au service de la défense de leurs droits. Toutefois, la pratique, comme la doctrine, ont associé à cette démarche des effets diamétralement opposés.

Par exemple, la rencontre de difficultés financières a incité la société Sacilor à interroger la COB<sup>71</sup> sur les modalités qui entourent la renonciation<sup>72</sup> à l'option de conversion attachée aux OCA. L'émetteur invoquait que la présence de ces valeurs mobilières complexes rendait impossible un coup d'accordéon, commandé par la survie

<sup>68</sup> À l'exception des obligations remboursables en actions, lesquelles ne reposent pas sur une option unilatérale, la voie vers l'accès au capital étant tracée.

<sup>69</sup> H. HOVASSE et J. PRIEUR, *op. cit.*, n° 32, p. 12.

<sup>70</sup> J.-M. VERDIER, *Les droits éventuels-Contribution à l'étude de la formation successive des Droits*, th. Paris, Rousseau & Cie, 1955, n° 200, p. 167. Spécifiquement, dans le domaine des valeurs mobilières donnant accès au capital, Monsieur J.-Ph. DOM conditionne la portée du régime de sauvegarde de leur titulaire par « la constance de la protection attachée aux bons » (J.-Ph. DOM, « La protection des titulaires de bons de souscription d'actions admises sur un marché réglementé », *Rev. soc.*, n° 2, avr.-juin 2001, n° 18 et 20, p. 372).

<sup>71</sup> COB, « Abandon de la convertibilité des obligations convertibles », *Bull. mens.*, n° 113, mars 1979, p. 8 et 9.

<sup>72</sup> Pour une appréciation de cette renonciation et des conditions qui l'encadrent, voir *infra* n° 449.

de la société. Dans cette affaire, c'est la protection excessive des porteurs – illustrée par l'interdiction faite à la société de réduire son capital quand bien même l'opération conditionne sa survie – qui l'avait conduit à solliciter, puis obtenir, l'abandon du droit de conversion. Cet exemple illustre qu'une protection démesurée des droits des porteurs peut conduire à une situation paradoxale : alors qu'elle a pour objectif d'assurer leur défense, un régime excessif et rigide de protection des droits d'accès au capital est susceptible de desservir les intérêts des actionnaires en puissance.

Dans l'esprit du législateur<sup>73</sup> depuis 2004, et par opposition aux dispositifs antérieurs, la sauvegarde des intérêts des porteurs ne doit plus passer par une suspension des opérations. Ainsi, l'interdiction des opérations, de nature à léser les titulaires de valeurs mobilières complexes, est perçue comme un véritable frein<sup>74</sup> à l'évolution des affaires de la société. La tentation demeure cependant forte de systématiser la protection. « Il serait toutefois dangereux d'y céder trop facilement. Le problème touche à la liberté financière de la société que toute mesure de protection conduit nécessairement à limiter »<sup>75</sup>. Cette approche reçoit notre faveur. La résolution des conflits d'intérêts, qui naissent de la confrontation des besoins de protection et de liberté de gestion financière, devrait s'inspirer de l'objectif primordial<sup>76</sup> de financement des entreprises<sup>77</sup>.

Dans le dénouement de ce conflit, nous serons invités à garder à l'esprit que le financement de l'économie est perçu comme nécessaire à la prospérité des sociétés modernes. La philosophie poursuivie par les réformes de 2004 et 2014 fut donc de limiter le nombre des opérations prohibées en présence de valeurs mobilières complexes. La préférence de ses rédacteurs s'est portée sur l'identification de ces opérations, produisant

<sup>73</sup> Monsieur J.-Ph. DOM, lorsqu'il commentait le projet de loi portant Diverses Dispositions d'Ordre Économique et Financier (DDOEF, 29 mai 2001, art. XXV et s.), considérait déjà que cette réforme « possède en outre l'intérêt de ne pas bloquer la société émettrice du sous-jacent dans la gestion de son actionariat et de sa politique de développement » (J.-Ph. DOM, « La protection des titulaires de bons de souscription d'actions admises sur un marché réglementé », *Rev. soc.*, n° 2, avr.-juin 2001, n° 8, p. 367). Voir également A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, p. 5 et D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3<sup>ème</sup> éd., Litec, 2008, n° 187 et 190.

<sup>74</sup> Sur le succès relatif des valeurs mobilières composées avant la réforme de 2004 eu égard aux freins que produisaient de telles émissions, voir B. CORDIER, *Le renforcement des fonds propres dans les sociétés anonymes*, LGDJ, 1989, n° 1-129, p. 171 ; Rapp. mission ESAMBERT, *Bull. COB*, janv. 1998, p. 31 ; Y. GUYON, *Les sociétés-Traité des contrats*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2002, n° 71, p. 133 et du même auteur, *Droit des affaires*, t. 1, 12<sup>ème</sup> éd., 2003, n° 769, p. 823. Monsieur P. LE CANNU qualifiait la situation d'une société émettrice de « franchement handicapante » (P. LE CANNU, « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et les valeurs mobilières composées : bref aperçu », *RTD com.* 2004, p. 761 et du même auteur, voir « La protection des porteurs », *Rev. soc.*, n° 3, 2004, n° 28, p. 575).

<sup>75</sup> J.-M. DE BERMOND DE VAULX, *Les droits latents des actionnaires sur les réserves dans les sociétés anonymes*, th. Paris, 1965, p. 8. L'auteur poursuit : « l'exemple des obligations convertibles en actions est là pour montrer qu'une trop grande protection a nui au succès de l'institution. La société – c'est à dire la majorité – doit demeurer maîtresse de l'affectation des réserves dans l'intérêt commun ; la protection des droits latents des actionnaires, pour nécessaire qu'elle soit, ne doit pas devenir un obstacle excessif ».

<sup>76</sup> Dans la poursuite de cet objectif, la Commission européenne a publié, le 20 mars 2013, un livre vert sur l'investissement à long terme dont l'objectif affiché est de susciter le débat le plus large sur la capacité du système financier à orienter l'épargne vers l'investissement à long terme (CE, « Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne », 25 mars 2013).

<sup>77</sup> P. LE CANNU, *ibid.* Le même auteur considère que, « de fait, les grandes lignes qui dessinent le texte sont essentiellement tournées vers la satisfaction du besoin de financement, plus que vers la sécurité des investissements. Cela ne signifie pas que cette dernière préoccupation ait été absente, même si elle n'occupe pas la plus haute marche dans l'échelle des valeurs des auteurs de l'ordonnance » (P. LE CANNU, « La protection des porteurs », *Rev. soc.*, n° 3, 2004, p. 576).

les incertitudes<sup>78</sup> inhérentes à toute méthode énumérative. Ce virage<sup>79</sup> conceptuel a mis en exergue le souhait de créer un climat favorable à l'investissement. Pour ce faire, les acteurs disposent d'un large éventail de valeurs mobilières dont le régime garantit une protection de leurs intérêts et assure aux émetteurs des règles précises et simplifiées d'émission. Par suite, la protection des porteurs de titres hybrides ne doit pas faire échec à l'indispensable rencontre de l'épargne et des projets d'investissement. Si le paroxysme de la sauvegarde des droits d'accès au capital est atteint par l'interdiction ou la compensation de toutes altérations des promesses consenties, une telle consécration rompt inévitablement avec l'équilibre préétabli avec les autres créanciers. Une protection démesurée conduirait nécessairement à l'appauvrissement, illégitime, des actionnaires actuels et des divers créanciers qui verront leur gage diminuer à proportion. L'effet de « vases communicants » impliqué par une défense excessive des droits sous option conduit inévitablement à l'allègement des prérogatives des autres protagonistes auprès desquels la société est engagée.

L'identification et le placement de ce curseur constituent ainsi un enjeu essentiel. A titre d'illustration, il est vrai que le changement de dénomination de l'émetteur est susceptible de porter préjudice à l'actionnaire potentiel. Il souscrit au titre primaire en considération de divers paramètres ; potentiellement y compris en fonction de la dénomination de la société dans laquelle il a vocation à devenir actionnaire. Par ailleurs, il est vrai que le contrat d'émission, qui soude les engagements réciproques des parties, comprend cette dénomination. Est-elle pour autant scellée, par exemple en vertu du principe de la force obligatoire des contrats ? Nous ne le pensons pas. Nous considérons qu'il en va de l'intérêt des valeurs mobilières donnant accès au capital qu'elles concèdent aux émetteurs une certaine souplesse. C'est pourquoi, selon nous, les articles L. 228-98 et L. 228-99 du Code de commerce ne s'émeuvent pas du péril issu de la modification de la dénomination sociale. En revanche, pour des motifs que nous proposons de présenter et d'apprécier, les altérations de la forme ou de l'objet de l'émetteur sont envisagées. Et il convient de s'en satisfaire.

Si l'exemple de la modification de la dénomination sociale de l'émetteur suscite peu de controverses, il est d'autres situations qui nécessitent que nous nous y attardions. Notamment, nous pouvons d'ores et déjà évoquer l'hypothèse de la modification de l'objet de la société. L'article L. 228-98 vise sa révision mais ne la définit pas.

<sup>78</sup> Sur cette question, voir A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, selon lequel « Le législateur, par prudence sans doute, a préféré au système de la *clausula generalis* la solution empirique traditionnelle consistant à lister un certain nombre d'opérations jugées sensibles, avec les inconvénients inhérents à cette méthode ». Voir aussi Monsieur B. ZABALA, lequel considère que « l'œuvre de généralisation s'avère inachevée, l'ordonnance s'étant limitée à une énumération d'opérations exigeant la protection des droits des titulaires, ce qui ne manque pas de poser question pour les cas non prévus par la loi » (B. ZABALA, « Libéralisation du régime des valeurs mobilières composées et ses enjeux », *Rev. banque*, n° 676, janv. 2006, p. 55). Voir aussi M. BANDRAC, P. BIROTHEAU, C. DEBIN, J.-Ph. DOM, S. GAILLET, F. LE ROCQUAIS et M. SUPLOT, « Unification des procédures d'émission - Le régime et l'émission des valeurs mobilières après l'ordonnance de 2004 : les valeurs mobilières », *Actes prat.* sept.-oct. 2004, n° 69 ; D. OHL, *op. cit.*, n° 187 et D. GALLOIS-COCHET, « Autorisation du coup d'accordéon par l'assemblée des porteurs d'ORA », *Dr. soc.*, n° 11, nov. 2012, comm. 182.

<sup>79</sup> Selon Monsieur J.-J. DAIGRE, l'ordonnance de 2004 est en rupture avec les principes antérieurs : « L'ordonnance écarte sur de nombreux points les restes de la conception classique de la société. Elle n'est plus vue comme un groupement démocratique de personnes, mais comme un instrument de levée de fonds en vue du financement d'une activité » (J.-J. DAIGRE, « Les émissions sans droit préférentiel de souscription », *Rev. soc.* 2004, p. 479 et s. ).

Deux courants se font alors face : celui consistant à assortir de mesures protectrices toute refonte de l'objet et celui concluant à leur activation dans l'unique circonstance de l'altération des prérogatives des porteurs d'options. Les deux théories présentent des arguments légitimes, qu'il conviendra de confronter. À l'occasion d'autres opérations, un seuil de difficultés est franchi. L'exemple le plus frappant est celui du sort des options en cas de réduction du capital, *a fortiori* à l'issue d'un coup d'accordéon. Compte tenu des intérêts contradictoires qu'elle éveille, cette opération demeure le siège de nombreuses incertitudes : au-delà de la problématique du maintien des droits d'accès au capital en suite de l'opération, il y a lieu d'apprécier la teneur et la vigueur des droits qui y résistent. Par exemple, bien que non actionnaires, les porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital sont-ils légitimes à invoquer le bénéfice d'un droit préférentiel de souscription à l'occasion de l'augmentation de capital corrective ? La transposition des effets de l'opération sur les droits des investisseurs, par comparaison au sort supporté par les actionnaires (par application de l'article L. 228-98 traitant les porteurs « comme s'ils » étaient associés), pose en la matière autant de questions qu'elle n'en résout.

Ces quelques exemples soulignent les intérêts attachés à l'étude des faits générateurs de la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital. Ils suggèrent que la comparaison avec la qualité d'associé n'épuise pas la question.

Ces multiples problématiques n'ont pas fait l'objet d'une véritable étude transversale, dont l'objectif serait d'identifier, sinon d'évacuer, les difficultés attachées à la mise en œuvre des mesures de protection. C'est l'exercice auquel nous proposons de nous soumettre. Il invite à explorer le régime juridique des droits donnant accès au capital et d'en dégager une source universelle, afin d'évaluer et de tenter d'évincer les lacunes qui freinent l'attractivité de ces titres. Nous tâcherons donc de dominer la lettre des textes, pour mettre en exergue leurs incidences, tant à l'égard des émetteurs que des investisseurs.

La nature fondamentale des droits d'accès au capital reste à ce jour partiellement inexplorée. L'absence de réflexion globale se comprendrait aisément si elle ne soulevait pas de multiples difficultés. Or, c'est d'elle que dépendra la résolution des divers conflits et questions. Notamment, le régime de sanction qui découle de l'irrespect des prérogatives des porteurs est nécessairement lié à l'essence de ces droits éventuels. Une appréhension convaincante nous semble donc conditionnée par l'étude liminaire de la nature intrinsèque de ces titres. Cette démarche échelonnée est exigée par notre volonté de saisir dans toutes ses dimensions les principes gouvernant la protection des droits d'accès au capital.

Nombreuses sont les hypothèses où, des fondements sur lesquels reposent les titres, dépendront le dénouement d'un conflit. Ainsi, nous pouvons esquisser la problématique de la régularité de la renonciation à une mesure protectrice. Peut-elle produire les effets escomptés et, si oui, sous quelles réserves ? Nous pouvons aussi évoquer la question de l'exécution forcée des droits d'accès au capital en cas d'inertie ou de réticence de l'émetteur.

Diverses difficultés issues de la mise en pratique des instruments de défense des actionnaires potentiels demeurent non résolues. L'apparition de nouvelles figures juridiques participe de ce constat. Nous sommes donc invités à présenter tour à tour ces situations et tâcher de les résoudre. Pour ce faire, une appréciation des intérêts en cause



s'avère indispensable, car les solutions envisagées ne pourront ni négliger ni passer outre l'observation des forces contraires en présence.

Traditionnellement, le vote en assemblée d'actionnaires est perçu comme un contrepoids dans le processus décisionnel sociétaire. Ce droit est analysé comme le pouvoir ultime au sein des sociétés<sup>80</sup>. Sous l'angle des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital, leur réunion en assemblée est perçue comme un outil essentiel<sup>81</sup> au service de l'équilibre du dispositif de libéralisation des valeurs mobilières composées. Avant l'ordonnance de 2004, la représentation collective des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital émergeait en filigrane. La refonte de 2004 a donc cherché à mettre fin aux distorsions légales, par la création d'un régime voulu unifié. Malgré le vœu d'unification porté par la réforme, il apparaît toutefois que les voies d'expression de la masse présentent quelques dissemblances selon la nature des titres considérés. Nous tâcherons d'identifier les fondements d'une telle hétérogénéité et la portée de ses effets à l'égard du souhait d'unité, prôné par les rédacteurs de l'ordonnance de 2004.

**9. - Enjeu de l'identification des opérations réglementées.** Lorsque l'option est pendante, la société émettrice peut être amenée à réaliser un certain nombre d'opérations portant sur sa structure et/ou sa substance. En ce cas, elle est tenue d'assurer la neutralité des opérations de nature à affecter les fonds propres pris en compte lors de l'émission des titres composés, au risque de rompre avec l'équilibre initialement convenu entre émetteur et porteurs.

Toutefois, il n'incombe ni à la société débitrice ni au régulateur d'assurer que les sommes employées procurent à l'actionnaire en puissance un bon retour sur investissement, ni même qu'elles lui soient restituées en cas de cession des titres<sup>82</sup>. En revanche, la réglementation le protège contre toute atteinte émanant de la société dans laquelle il a vocation à devenir actionnaire, cette société étant partie au contrat d'émission. L'esprit du dispositif de protection tend ainsi à protéger l'investisseur contre « la remise en cause indirecte, unilatérale et potestative de l'économie de la convention initiale de la société débitrice »<sup>83</sup>. L'identification des opérations susceptibles

<sup>80</sup> Sur cette question, voir A. CONSTANTIN, *Les rapports de pouvoir entre actionnaires*, th. Paris 1, 1998 et C. COUPET, *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, th. Paris 2, 2012.

<sup>81</sup> B. ZABALA, « Libéralisation du régime des valeurs mobilières composées et ses enjeux », *Rev. banque*, n° 676, janv. 2006, p. 53.

<sup>82</sup> J.-F. LEPETIT, « Le rôle du contrôle institutionnel au plan national », *Petites aff.* 31 juil. 2003, p. 7 : « Protéger l'épargne est une mission qui prête à confusion. Le marché lui assure en principe la liquidité de son investissement, c'est à dire la possibilité de vendre à tout moment ses titres. En revanche, il ne saurait lui garantir un prix de cession, et moins encore un rendement ». Dans le même sens J.-Ph. DOM, « La protection des titulaires de bons de souscription d'actions admises sur un marché réglementé », *Rev. soc.*, n° 2, avr.-juin 2001, n° 17, p. 371, selon lequel « le but de l'émission de bons de souscription attachés n'est donc pas de garantir, coûte que coûte, au souscripteur du titre final la valeur de l'actif sous-jacent ».

<sup>83</sup> A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, p. 5 et s. Dit autrement, « l'accès au capital de façon différée soumet ces porteurs au risque de remise en cause de l'équilibre de la convention initiale » (M. BANDRAC, P. BIROTHEAU, C. DEBIN, J.-Ph. DOM, S. GAILLET, F. LE ROCQUAIS et M. SUPLOT, « Le régime et l'émission des valeurs mobilières après l'ordonnance de 2004 : les valeurs mobilières composées », *Act. prat.*, sept.-oct. 2004, p. 16). Messieurs H. HOVASSE et J. PRIEUR relèvent qu'« il serait particulièrement déloyal pour la société émettrice, tant que les droits d'accès n'ont pas été exercés, de modifier des aspects essentiels de la situation juridique et financière de la société, de nature à entraîner une perte de la valeur des droits attribués. Par ailleurs, la réalisation de nouvelles opérations de restructuration financière de la société porte en germe des risques de dépréciation pour les titulaires de titres complexes déjà émis » (H. HOVASSE et J. PRIEUR,

d'emporter de tels effets s'impose alors. Or, cet examen se révèle pour le moins délicat. En effet, les rédacteurs de l'ordonnance de 2004 ont pris le parti de l'énumération, rompant avec l'amorce de définition générale esquissée par la Cour de cassation en 2001, à l'occasion d'un arrêt « Lagardère c/ ABC arbitrage »<sup>84</sup>. Le recours au procédé de l'inventaire<sup>85</sup> traduit le rejet d'une définition conceptuelle, une *clausula generalis*, conforme à l'idéal traditionnel du droit français<sup>86</sup>. Après avoir identifié et délimité le curseur d'activation de la protection, nous serons invités à apprécier le bien-fondé de la technique de l'inventaire, privilégiée par le législateur depuis l'ordonnance de 2004. En outre, nous sommes amenés à nous demander s'il convient de s'en tenir strictement aux opérations listées ou s'il ne convient pas, au contraire, de dégager divers traits communs aux sources d'activation de la protection, afin d'éventuellement les extrapoler.

L'examen des opératrices réglementées permet-il de discerner les critères d'activation de la protection ? Nombre d'entre elles s'appuient sur la manifestation d'un préjudice évaluable et réparable en argent (par exemple, l'émission d'actions de préférence assorties de droits financiers). D'autres, trouvent leur source dans la diminution de la valeur des fonds propres de la société débitrice (telles les distributions de réserves, à la différence des distributions de bénéfices). Enfin, le dispositif de défense est marqué par le refus d'instaurer au bénéfice des actionnaires potentiels des droits outrepassant ceux reconnus aux associés actuels (en témoigne la prise en compte des seules augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription). Ces paramètres s'apprécient-ils cumulativement ? Dans le silence des textes, la réalisation d'opérations répondant à ces critères commande-t-elle l'activation de la protection ? Nous songeons par exemple aux émissions de titres de capital assorties d'un délai de priorité. Aussi, l'étude invite à se demander si certaines opérations peuvent faire l'objet d'une protection conventionnelle, à la lumière de la réforme du 31 juillet 2014, admettant désormais l'adjonction de « mesures de protection supplémentaires » ? Et si oui, sous quelles conditions ? Voilà autant de questions qui sollicitent notre attention et auxquelles il nous semble nécessaire de consacrer une partie de l'étude. Toutefois, si ces problématiques se cristallisent en amont du régime de sauvegarde des droits en gestation, d'autres se situent en aval. En particulier, passée l'identification des opérations intervenant au préjudice des actionnaires en puissance, l'application concrète des outils de défense offerts aux investisseurs retiendra notre attention.

Plusieurs voies sont suggérées. La réglementation ouvre deux modalités de réparation en nature, à savoir la déchéance du terme et la réservation des droits. Ce premier procédé, à la différence de celui de la réservation des droits ou de l'ajustement, ne constitue pas un outil de compensation. Alors que ces dernières mesures ont pour objectif de réparer une atteinte aux droits en formation, supportée par les investisseurs, la méthode de la déchéance a pour vertu d'empêcher la naissance du dommage. Elle offre

---

« Titres complexes et capitaux propres des sociétés non cotées », *Dr. soc.*, n° 31, janv.-févr. 1997, n° 24, p. 10). Dans le même sens, Ph. BISSARA et J.-P. BOUERE, « Les propositions du CNPF de modernisation du régime des émissions de titres de capital », *Bull. Joly* janv. 1994, p. 13 ; B. ZABALA, « Libéralisation du régime des valeurs mobilières composées et ses enjeux », *Rev. banque*, n° 676, janv. 2006, p. 55.

<sup>84</sup> Cass. com. 27 févr. 2001, n° 99-18646, *JCP éd. E* 2001, n° 87, obs. J.-J. DAIGRE ; *D. actualité* 28 mars 2001, obs. M. BOIZARD ; *Option fin.*, n° 638, 17 avr. 2001, p. 29, obs. A. CHARVERIAT.

<sup>85</sup> Nous ne pouvons toutefois pas parler de « d'inventaire à la Prévert », consistant en une énumération hétéroclite d'éléments sans lien apparent entre eux.

<sup>86</sup> Voir G. CORNU, « Les définitions dans la loi », in *L'art du droit en quête de sagesse*, PUF, coll. Doctrine juridique, 1998, p. 259.



aux porteurs la faculté de participer directement à l'opération susceptible de les léser. Ils sont invités à y concourir dans des conditions identiques à celles offertes aux associés ; et pour cause, ils en partagent le statut. Deuxièmement, la technique de la réservation des droits est perçue comme aussi protectrice que la déchéance, mais se révèle d'un maniement plus délicat<sup>87</sup>. Elle permet aux porteurs de profiter à terme de prérogatives, dans des conditions identiques à celles offertes aux actionnaires ayant participé à l'opération considérée<sup>88</sup>. Pour ce faire, la société doit mettre les anciens titulaires de valeurs mobilières complexes en mesure de participer, de manière différée, aux opérations portant atteinte à leurs droits en gestation. Par exemple, lorsqu'elle procède à une distribution de fonds propres au profit des actionnaires actuels, la société débitrice doit<sup>89</sup> virer à un compte de réserves indisponibles les sommes nécessaires pour satisfaire les droits des bénéficiaires d'options d'accès au capital, une fois celles-ci levées. Enfin, l'article L. 228-99 ouvre la voie d'une réparation par équivalent. Il s'agit de l'ajustement des bases d'exercice des valeurs mobilières donnant accès au capital. Concrètement, en cas d'atteinte à la substance des actions, par amputation d'une fraction des capitaux propres, les investisseurs se voient remettre à terme un nombre compensé (c'est-à-dire ajusté à la hausse) de sous-jacents. Malgré leurs vertus protectrices, l'exigence de maniabilité, inhérente aux techniques de réparation par équivalent, conduit les praticiens à privilégier la méthode de l'ajustement des bases d'exercice des valeurs mobilières complexes. En outre, la réforme de 2004, non contredite sur ce point par celle de 2014, a fait de cette technique le droit commun des mesures de défense. Nous serons donc invités à en présenter les contours afin d'apprécier ce statut privilégié.

**10. - Essor de l'innovation financière et impératif d'unification.** Divers auteurs ont vu dans le décret du 3 septembre 1953<sup>90</sup>, instaurant les obligations convertibles en actions, les prémisses du droit financier moderne. L'impulsion de l'ingénierie financière a généré de profondes mutations dans le fonctionnement des sociétés. En outre, l'apparition massive d'investisseurs professionnels a permis l'élaboration de produits de plus en plus sophistiqués, conduisant à une complexification des instruments émis, notamment ceux permettant des arbitrages entre dette et capital. L'apparition de passerelles entre ces deux variétés, ouvertes par les réformes successives, résulte de l'influence des acteurs de l'économie moderne. Jusqu'à 2004, les refontes juxtaposèrent des régimes spécifiques, propres à chacune des variétés de valeurs mobilières complexes nommées. Seules les contingences en vigueur au temps de leur adoption expliquaient

<sup>87</sup> H. HOVASSE, J. PRIEUR, « Titres complexes et capitaux propres des sociétés non cotées », *Dr. soc.*, n° 31, janv.-févr. 1997, n° 21, p. 8 et H. HOVASSE, *Les augmentations de capital à souscription conditionnelle*, *Economica*, 1987, n° 59, p. 39.

<sup>88</sup> V. T. NGUYEN, *La protection des créanciers sociaux dans les opérations emportant transmission universelle de patrimoine*, th. Paris 2, 2003, n° 414, p. 351.

<sup>89</sup> V. art. R. 228-89 C. com. : « Pour l'application du 2° de l'article L. 228-99, lorsqu'il existe des valeurs mobilières donnant accès au capital, la société qui procède à la distribution de réserves, en espèces ou en nature, ou de primes d'émission, vire à un compte de réserve indisponible la somme et, le cas échéant, conserve les biens en nature nécessaires pour remettre aux titulaires des droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital qui exerceraient leur droit ultérieurement la somme ou les biens qu'ils auraient reçus s'ils avaient été actionnaires au moment de la distribution ».

<sup>90</sup> P. CORDONNIER, « L'émission d'obligations convertibles », *Journ. Soc.*, 1954, n° 129 et s. ; X. BANCILHON, « La convertibilité des obligations en actions : conséquences de l'option de convertibilité », *Rev. soc.* 1960, p. 390 et A. COURET, H. LE NABASQUE (dir.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 10, p. 9.

l'absence d'unité et parfois de cohérence entre ces dispositifs<sup>91</sup>. Dit autrement, ces régimes reflétaient l'air du temps<sup>92</sup>.

La liberté des émetteurs se résumait ainsi à l'éventail proposé par les réformes successives<sup>93</sup>. Dans cette perspective, l'intervention du législateur ou l'aval de l'autorité de marché était perçu comme un prérequis conditionnant la régularité des titres exorbitants du dispositif légal. Jusqu'en 1985, le législateur conserva le monopole de la création de ces valeurs hybrides. Puis, par pragmatisme, la loi du 14 décembre 1985<sup>94</sup> instaura un régime dit « par défaut »<sup>95</sup> auquel toute création, en l'absence d'encadrement juridique spécial, était soumise. Confirmant les attentes des acteurs économiques, les émissions de valeurs mobilières donnant accès au capital ont connu un véritable essor à compter des années 1980<sup>96</sup>. Paradoxalement, en marge de la création d'un régime par défaut, la loi de 1985 a introduit une nouvelle variété de titres nommés : les bons de souscription d'actions. Il était donc légitime de s'interroger sur la portée de la liberté offerte aux émetteurs : s'agissait-il d'une liberté consacrée ou alors d'une simple faculté de constituer de nouveaux titres sur la base d'une combinaison de titres existants et réglementés<sup>97</sup> ? L'ordonnance du 24 juin 2004<sup>98</sup> a finalement instauré un régime légal de droit commun, permettant aux émetteurs d'imaginer des outils de financement *sui generis*<sup>99</sup>, dont le dernier en date a été créé en juillet 2014<sup>100</sup>.

Une avancée remarquable se dégageait de l'ordonnance de 2004 : la volonté de supprimer toute catégorie de valeurs mobilières composées, pour ne retenir qu'une catégorie générique, celle des valeurs mobilières donnant accès au capital. La finalité poursuivie était alors celle d'offrir un cadre juridique unifié<sup>101</sup> aux acteurs économiques

<sup>91</sup> Ph. Bissara, « Présentation générale de l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions », *Rev. soc.* 2004, p. 461.

<sup>92</sup> Sur cette évolution, voir F. DANNENBERGER, *La liberté de créer des valeurs mobilières donnant accès au capital*, th. Strasbourg, 2007, n° 9, p. 16.

<sup>93</sup> F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 3, p. 361.

<sup>94</sup> L. n° 85-1321, JO du 15 décembre 1985.

<sup>95</sup> F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 3, p. 361.

<sup>96</sup> N. MOURGUES, *Capitaux propres et quasi-fonds propres*, *Economica*, 1996, p. 54 ; H. HOVASSE, « La diversification des valeurs mobilières émises par les sociétés », *Dr. soc.* 2000, n° 181 ; A. COURET et H. LE NABASQUE, *Valeurs mobilières-Augmentation de capital*, F. Lefebvre, 2004, n° 620, p. 252 ; D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3<sup>ème</sup> éd., Litec, 2008, n° 319, p. 196 et Ph. MERLE, *Droit commercial-sociétés commerciales*, 14<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2010, n° 346, p. 412.

<sup>97</sup> Sur cette problématique, voir A. REYGROBELLET, *La notion de valeur mobilière*, th. Paris 2, 1995, p. 320 ; Th. BONNEAU et M. ANDREATOS, « Valeurs mobilières composées », *Actes prat.* mars-avr. 2005, n° 26, p. 9 et F.-D. DANNENBERGER, *La liberté de créer des valeurs mobilières donnant accès au capital*, th. Strasbourg, 2007, n° 106, p. 82.

<sup>98</sup> Ord. n° 2004-604 du 24 juin 2004.

<sup>99</sup> F.-R. DANNENBERGER, th. préc., n° 105, p. 81.

<sup>100</sup> Il s'agit d'obligations à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ODIRNANE). V. note d'opération, société Assystem, visa AMF n° 14-0380, 9 juillet 2014.

<sup>101</sup> Mettant en avant la complexité juridique due à la disparité des régimes juridiques avant l'ordonnance de 2004, voir le Livre Blanc, Comité de droit financier, Paris Europlace, « Proposition pour une classification rationnelle des instruments financiers », déc. 2003, p. 26, accessible sur <http://www.paris-europlace.com> et P. BISSARA et J.-P. BOUERE, « Les propositions du CNPF de modernisation du régime des émissions de titres de capital », *Bull. Joly* janv. 1994, p. 9. Sur l'effet d'unification consacré par l'ordonnance du 24 juin 2004, voir notamment : J.-M. LEPETRE et G. KELLNER, « La réforme du régime des valeurs mobilières : simplicité, souplesse et liberté au service des émetteurs », *Option fin.* 19 juil. 2004, n° 794, p. 26. Certains relèvent que « Ce regroupement de l'ensemble des VMC au sein d'un seul et même régime était attendu de

qui sollicitent le marché. L'étude des outils de protection sera alors l'occasion d'apprécier l'atteinte de l'objectif d'unification porté par le législateur depuis l'ordonnance de 2004.

### 11. - La protection légale des valeurs mobilières complexes, une spécificité française.

Depuis les récentes crises qui ont frappé les marchés financiers, le secteur bancaire et financier est en forte mutation, notamment à l'échelle de l'Union européenne. Nombreux sont les domaines réformés au lendemain de ces crises, ce dont témoignent les nouvelles règles élaborées ou révisées depuis lors : surveillance renforcée des conglomérats financiers<sup>102</sup>, encadrement des ventes à découvert et des contrats d'échange sur risque de crédit<sup>103</sup>, révision des règles en matière de transparence<sup>104</sup>, abus de marché<sup>105</sup>... A ce jour, la Commission européenne a présenté les principales propositions législatives correspondant aux engagements du G20<sup>106</sup>, et la plupart<sup>107</sup> de ces mesures, notamment les paquets législatifs relatifs aux exigences prudentielles applicables aux banques et à la réglementation des marchés de capitaux, sont désormais en vigueur<sup>108</sup>.

Pourtant, si on trouve quelques références<sup>109</sup> aux valeurs mobilières complexes dans ces nouvelles réglementations, l'Union européenne ne s'est pas saisie de cette

---

longue date et ne peut qu'être salué par les sociétés. Il aura le mérite de limiter les interférences juridiques dans le choix du type de valeurs mobilières à émettre, pour se concentrer sur les aspects financiers de l'émission » (M. BANDRAC, P. BIROTHEAU, C. DEBIN, J.-Ph. DOM, S. GAILLET, F. LE ROCQUAIS et M. SUPIOT, « Unification des procédures d'émission - Le régime et l'émission des valeurs mobilières après l'ordonnance de 2004 : les valeurs mobilières », *Actes prat.* sept.-oct. 2004, n° 64, p. 16). Dans le même sens B. ZABALA, « Libéralisation du régime des valeurs mobilières composées et ses enjeux », *Rev. banque*, n° 676, janv. 2006, p. 50.

<sup>102</sup> Dir. 2011/89/UE du Parlement européen et du Conseil, du 16 nov. 2011, modifiant les directives 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE et 2009/138/CE en ce qui concerne la surveillance complémentaire des entités financières des conglomérats financiers. Sur cette directive, v. M. MICHINEAU, « Surveillance européenne complémentaire des conglomérats financiers – Enjeux et méthodes », *Rev. int. services fin.*, juin 2015, p. 49.

<sup>103</sup> Règl. n° 236/2012/UE du Parlement européen et du Conseil, du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

<sup>104</sup> Dir. 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil, du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil 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.

<sup>105</sup> Règl. n° 596/2014/UE du Parlement européen et du Conseil, du 16 avr. 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission.

<sup>106</sup> Le sommet du G20 de Washington, le 15 novembre 2008, a donné le coup d'envoi des travaux destinés à pallier les faiblesses de l'architecture du système financier international. En arrêtant un plan d'action fondé sur la nécessité de renforcer la transparence, d'améliorer la réglementation, de défendre l'intégrité des marchés financiers et d'intensifier la coopération internationale, les dirigeants du G20 ont défini les grandes priorités pour réformer le secteur financier. V. égal. Rapp. pour la Comm. eur., dir. J. DE LAROSIERE, « Rapport du groupe de haut niveau sur la supervision financière dans l'Union européenne », 25 févr. 2009.

<sup>107</sup> On notera que la révision de la directive Prospectus est actuellement à l'étude. V. Proposition de Règl. du Parlement européen et du Conseil, proposition n° 2015/0268 (COD), du 30 nov. 2015, 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.

<sup>108</sup> Pour une présentation des réformes entreprises, en suite de la crise financière, v. Comm. eur., communiqué, « Un nouveau système financier pour l'Europe-La réforme financière au service de la croissance », 26 juin 2014.

<sup>109</sup> V. Règl. délégué n° 759/2013 de la Commission, du 30 avr. 2013, en ce qui concerne les obligations d'information pour les titres d'emprunt convertibles ou échangeables. V. aussi, par exemple, la Directive transparence révisée inclut désormais, dans le champ d'application de l'obligation de déclarer un

problématique. Et pour cause, la question de la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital demeure une problématique franco-française. En effet, l'établissement d'un régime légal de protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital constitue une spécificité française, les autres pays s'en remettant à la liberté contractuelle.

Si les valeurs mobilières complexes françaises s'inspirent des pratiques étrangères, essentiellement anglo-saxonnes, leurs conceptions diffèrent amplement. Dans l'esprit français, la place privilégiée occupée par la société émettrice implique un traitement singulier : la société émettrice est partie au contrat préparatoire à l'acquisition de ses propres titres. Unilatéralement, elle peut donc influencer sur la valeur des actions promises, par suite d'une opération sur ces fonds propres (par exemple la distribution d'une portion de son patrimoine aux actionnaires actuels). Ce faisant, la société émettrice est susceptible d'altérer directement la substance de l'objet promis, pendant toute la durée de l'option<sup>110</sup>. C'est pourquoi, selon la conception française, dès lors que la société émettrice, partie à la promesse, est à l'origine des opérations de nature à diminuer la valeur des actions promises, la protection des bénéficiaires de la promesse s'impose. En revanche, la quasi-intégralité des autres systèmes juridiques n'ont pas adopté cette philosophie, lesquels s'en remettent aux prévisions contractuelles. On citera toutefois quelques régimes, notamment le dispositif belge<sup>111</sup> ou espagnol<sup>112</sup> des obligations convertibles en actions, qui orchestrent une protection des porteurs, toutefois de manière sensiblement moins détaillée que le dispositif français qui fait l'objet de nos développements.

---

franchissement de seuil, les instruments financiers à dénouement physique (c'est-à-dire en actions). La transposition en droit français de cette directive implique donc la prise en compte des valeurs mobilières complexes. C'est pourquoi l'arrêté du 3 déc. 2015, portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (v. art. V, 2, 1°, de l'annexe), dresse une liste non exhaustive de ces instruments financiers et vise les obligations échangeables ou remboursables en actions. V. art. Dir. 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil, du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil 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.

<sup>110</sup> En 1998, la COB rappelait que, « les contrats d'émission de ces valeurs mobilières ont une durée usuelle de plusieurs années pendant lesquelles l'environnement économique et financier de l'entreprise peut changer » (COB, Communiqué, 14 janv. 1998, p. 33).

<sup>111</sup> V. Code des sociétés belge, art. 490 : « à partir de l'émission des obligations convertibles et jusqu'à la fin de la période de conversion, la société ne peut, sauf dans le cas prévu à l'article 491 et dans ceux qui seraient spécialement prévus dans les conditions de l'émission, effectuer aucune opération dont l'effet serait de réduire les avantages attribués aux obligataires par les conditions d'émission ou par la loi ». Le Code des sociétés belge comprend quatre articles dédiés aux obligations convertibles en actions (v. art. 489 à 492).

<sup>112</sup> V. Code de commerce espagnol, art. 418, 3° : « *La junta general no podrá acordar la reducción de capital mediante restitución de sus aportaciones a los accionistas o condonación de los dividendos pasivos, en tanto existan obligaciones convertibles, a no ser que, con carácter previo y suficientes garantías, se ofrezca a los obligacionistas la posibilidad de realizar la conversión* ». Trad. Libre : « L'assemblée générale ne peut pas autoriser la réduction du capital par remboursement des apports aux actionnaires ou annulation d'une dette de dividende, tant qu'il existe des obligations convertibles, à moins que, avec des garanties préalables et suffisantes, la faculté de convertir soit offerte aux détenteurs d'obligations ». Le Code de commerce espagnol consacre cinq articles aux obligations convertibles en actions (v. art. 414 à 418, Código de comercio). Seul un alinéa porte sur la protection des porteurs de ces titres, par l'interdiction de réduire le capital en leur présence.

**12. - Pourquoi protéger ces titres ?** « Le premier sentiment de l'homme fut celui de son existence ; son premier soin celui de sa conservation »<sup>113</sup>. Une prérogative ne présente en effet d'intérêt que si son titulaire est en mesure de l'exercer et d'en profiter. Aussi, n'est-il pas suffisant de reconnaître aux personnes physiques ou morales divers droits ; encore convient-il d'assurer que des outils efficaces favorisent leur jouissance. Dans cette perspective est né un véritable « droit tutélaire », visant à garantir la conservation des attributs dévolus à chacun. Ainsi, la protection sociale, la protection des consommateurs ou encore celle de l'environnement connaissent aujourd'hui un essor considérable.

Dans le prolongement de l'avènement du droit comme outil de défense, et compte tenu des crises financières qui se sont récemment abattues sur les marchés, la protection de l'épargne est devenue « plus que jamais au cœur des préoccupations de l'ensemble des acteurs des marchés financiers »<sup>114</sup>. L'AMF est investie de cette fonction cardinale<sup>115</sup>, confinant à une mission de service public<sup>116</sup>. À cet effet, elle a récemment initié un « Observatoire de l'épargne », destiné à enrichir le dispositif de protection de l'épargne<sup>117</sup>. Parallèlement à cette fonction, ainsi que le suggère l'article L. 621-1<sup>118</sup> du Code monétaire et financier, elle est gardienne de l'efficacité de l'information délivrée aux investisseurs ainsi que du bon fonctionnement des marchés<sup>119</sup>. À bien y regarder, ces desseins sont intimement liés : la transparence de l'information œuvre en faveur de la protection de l'épargne<sup>120</sup>, lesquelles assurent conjointement le fonctionnement optimal du marché.

D'un point de vue économique, le fonctionnement des marchés financiers repose sur la confiance des investisseurs dans leur intégrité<sup>121</sup>, à savoir dans le respect par

<sup>113</sup> J.-J. ROUSSEAU, *Discours sur l'origine et le fondement de l'inégalité parmi les hommes*, Nathan, 2001, p. 73.

<sup>114</sup> ACP, AMF, « Les conséquences de la crise financière sur l'épargne des ménages et la commercialisation des produits financiers », *Communiqué de presse*, 11 mai 2012, p. 1.

<sup>115</sup> Ce dessein est explicitement identifié par l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier. Pour une illustration de cette mission, voir J. DELMAS-MARSELET et M. RACT-MADOUX (dir.), « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs », *Rapport AMF*, 25 janv. 2011.

<sup>116</sup> V.J.-F. LEPETIT, « Le rôle du contrôle institutionnel au plan national », *Petites aff.* 31 juil. 2003, p. 7. Voir notamment J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, th. Paris 2, 2005, n° 485, p. 402 et s., laquelle nous invite à « considérer que l'objectif impératif de la norme financière, l'ordre public financier, ne pouvait être confié qu'à des autorités aux pouvoirs exceptionnels, les autorités publiques de marché ».

<sup>117</sup> AMF, « Lancement de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF et de sa lettre d'information », *Communiqué*, 4 avr. 2012.

<sup>118</sup> V. art. L. 621-1, 1<sup>er</sup> al. CMF : « L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers et d'actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international ».

<sup>119</sup> Sur l'objectif d'atteinte du « bon fonctionnement des marchés », voir N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, RB, 2010, n° 53 et s., p. 44 et s.

<sup>120</sup> Voir en ce sens Monsieur Ph. PORTIER, selon lequel « aux temps héroïques du droit boursier, le principal objectif de celui-ci était de protéger les épargnants par la qualité de l'information délivrée » (Ph. PORTIER, « La vertu érigée en norme : vingt ans de réglementation des rémunérations des dirigeants », *Bull. Joly bourse*, n° 12, déc. 2012, comm. 239, p. 597).

<sup>121</sup> Voir F. DRUMMOND, « Les informations des actionnaires et des investisseurs », *RJC*, avr. 2005, p. 15.

les autres acteurs des règles édictées pour garantir son efficience<sup>122</sup>. En particulier, l'uniformité de l'information diffusée au public favorisera l'établissement de prix résultant de la confrontation de l'offre et de la demande<sup>123</sup>, ce qui exclut que certains souscripteurs puissent profiter impunément d'une information privilégiée<sup>124</sup>.

L'exigence de sécurité qui domine les marchés va guider nos développements. La faveur des acteurs économiques envers l'investissement de l'épargne tient à la confiance qu'ils placent en ce paramètre. Prérequis de leur orientation et intérêt vers les marchés, ce constat vaut tant vis-à-vis des actionnaires que des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital. C'est pourquoi, à l'égard de ces derniers, véritables actionnaires en puissance, il conviendra de s'assurer de la teneur de l'information dont ils disposent en vue de la défense de leurs droits. En cas de rupture de l'équilibre initialement convenu avec l'émetteur, ils jouissent d'outils de sauvegarde de leurs prérogatives. Leur activation et leur efficacité demeurent donc conditionnées par la conscience des atteintes portées à l'économie de la convention dans laquelle ils puisent leurs droits ; ce dont il conviendra de s'assurer.

« C'est dans cette perspective [la protection de l'épargne] qu'une meilleure prise en compte des intérêts des épargnants et des investisseurs, et notamment de la réparation de leur préjudice, doit être au cœur des différents métiers de l'AMF et au centre de ses préoccupations »<sup>125</sup>. Sous cet angle, il importe donc d'apprécier l'aptitude du dispositif de protection des porteurs à surmonter les nombreux obstacles<sup>126</sup> dressés sur la voie de la réparation de l'altération des promesses d'actions. L'enjeu est essentiel à l'égard de l'attractivité de la Place financière de Paris et plus généralement vis-à-vis de l'efficacité et de l'utilité du dispositif français de protection de l'épargne.

Dans la poursuite de cet objectif, l'autorité de marché se révèle être d'un concours efficace afin d'établir ce qu'il faut entendre par la protection de l'épargne et les moyens à mettre en œuvre à cette fin. Dans un communiqué de presse<sup>127</sup>, la Commission des sanctions nous délivre diverses pistes de réflexions. Elle liste un certain nombre de « facteurs aggravants »<sup>128</sup> – qui viennent pondérer les sanctions retenues – tels la répétition des manquements, leurs effets sur le marché, la méconnaissance des principes essentiels de l'information financière... Sans épouser les paramètres de modération

<sup>122</sup> Voir Monsieur D. OHL selon lequel, « Les marchés boursiers peuvent résister à des épisodes de volatilité, à des corrections cycliques ou à la mauvaise performance de certains titres. Mais ils ne survivront pas à l'érosion de la confiance des investisseurs sous l'effet d'un fonctionnement désordonné, opaque et susceptible de donner lieu à des abus de marché » (D. OHL, « Valeurs mobilières », *Rép. soc. Dalloz* 2005, n° 1). Sur l'équation efficience/confiance, voir N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, *Rev. banque* 2010, n° 4, p. 16.

<sup>123</sup> Lorsque la valeur des échanges reflète, instantanément, toute l'information transmise uniformément aux multiples acteurs, le marché est considéré comme efficient. Sur cette notion, voir C. BAJ, « Le principe de loyauté et le prix du marché », in *Mélanges en l'honneur de D. SCHMIDT*, éd. Joly 2005, p. 1 et s.

<sup>124</sup> Position AMF, « Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF », 4 févr. 2013, n° 2013-03, p. 1.

<sup>125</sup> J. DELMAS-MARSELET et M. RACT-MADOUX (dir.), « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs », *Rapport AMF*, 25 janv. 2011, p. 18.

<sup>126</sup> Nous pouvons citer à cet égard : l'anonymat et l'intermédiation des transactions, la complexité des techniques et des produits financiers, la diversité des situations individuelles... Pour une présentation de ces divers obstacles, v. N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, *Rev. banque*, 2010.

<sup>127</sup> Voir notamment AMF, Communiqué, « Le montant de la sanction pécuniaire », 27 janv. 2011.

<sup>128</sup> F. MARTIN LAPRADE, « Le montant de la sanction pécuniaire », *Bull. Joly bourse*, n° 6, juin 2011, comm. 178, p. 354.

ou d'aggravation retenus par l'autorité de régulation, le juge civil s'avère mis en difficulté dans son processus d'évaluation du préjudice subi par certains actionnaires en puissance.

Nous sommes alors encouragés à apprécier l'efficacité des outils dont disposent les tribunaux afin d'assurer la sauvegarde des droits en gestation. Par hypothèse, l'émetteur dispose d'une certaine emprise sur le sort réservé aux actions promises. Par décision unilatérale, la société se trouve à même d'influer sur l'évolution de la valeur des actions promises. Or, tout mécanisme d'accès différé au capital serait intrinsèquement corrompu si la société débitrice, après s'être engagée auprès de l'investisseur, était admise à modifier, sans conséquence, les termes de la parole donnée. L'efficacité du dispositif de sauvegarde des promesses d'accès au capital commande donc que la rupture unilatérale de l'économie générale homologuée par les parties intéressées s'accompagne de mesures protectrices, ce dont il convient de s'assurer. Pour ce faire, la recherche d'un équilibre mesuré au rapport dominé/dominant, inscrit dans le mécanisme d'accès différé au capital, animera nos développements et inspirera nos propositions. Dans cette perspective, nous sommes invités à discerner les fondements de l'activation du dispositif de défense des droits latents en cours d'acquisition (Partie I), puis de nous attacher à leur mise en application, des plus complexes (Partie 2).

Partie 1 : Les fondements de la protection

Partie 2 : Les instruments de la protection