

REVUE JURIDIQUE DU SECTEUR FINANCIER

MAI 2025

PORTRAITS

- Portrait de Vincent Vigneau
- Portrait de Caroline Basdevant-Soulié

DOSSIERS

- Listing Act : Le sursaut législatif pour relancer la cotation européenne ?
- Introduction des actions à droits de vote multiples sur la place parisienne

BRÈVES

- Smart Trésor : l'AMF frappe fort avec près de 6 millions d'euros de sanctions
- Refonte du label ISR : Quelles conséquences pour l'économie européenne ?

VULGARISATION

- Les ETF
- Comprendre le LBO



Revue Juridique du Secteur Financier

Revue éditée et hébergée par l'Association du Master Secteur Financier,
<https://www.mastersecteurfinancier.fr/la-revue-du-master>
2 Rue du Doyen Gabriel Marty, 31000 Toulouse
revuejuridiquedusecteurfi@gmail.com

Directeur scientifique :

Pr. Sébastien Neuville

Directeur de publication et rédacteur en chef :

Nasser Abouquir

Rédactrice en chef adjointe :

Maëlle Teyssier

Auteurs :

Antoine Benoist	François Legrand
Nathan Bedel	Florence Tremblay-Conti
Alexis Boudier-Albrecht	Paul Mothes
Stanislas Calmettes	Louis Montanier
Enzo Costa	Elise Naudon
Adrien Derksen	Enzo Prat
Rebecca Gleizes	Charles Paviet-Salomon
Léandre Guével	Paul Poisson
Anastasia Maitre	Maëlle Teyssier
Camille Lebon	Jules Tsee
Julian Vanderstraeten	

MESSAGE DE LA RÉDACTION

Chères lectrices, chers lecteurs,

C'est avec un immense plaisir que nous vous présentons ce nouveau numéro de la Revue Juridique du Secteur Financier (RJSF). Portée par une équipe bénévole, cette publication ambitionne d'être un pont entre les étudiants et les professionnels du droit, en proposant des analyses accessibles et approfondies des problématiques juridiques du secteur financier.

Notre revue s'articule autour de plusieurs rubriques :

- Les portraits, qui mettent en lumière des personnalités influentes du monde juridico-financier, en revenant sur leur parcours et leur vision du droit,
- Les dossiers, qui proposent une réflexion approfondie sur des notions clés du droit financier
- Les brèves, qui décryptent les évolutions récentes et marquantes du secteur,
- La vulgarisation, qui rend des concepts juridiques et financiers plus compréhensibles et accessibles aux non-juristes.

Pour ce numéro, nous avons eu l'honneur d'échanger avec Monsieur Vincent Vigneau, président de la chambre commerciale de la Cour de cassation. Avec une grande clarté et une vision nuancée, il nous a partagé son analyse notamment des évolutions du contentieux financier et des défis que pose la digitalisation du droit. Son regard, à la fois pragmatique et prospectif, met en lumière les nouveaux enjeux auxquels sont confrontés les magistrats, notamment l'adaptation de la justice aux mutations économiques et technologiques. Son témoignage, riche et inspirant, apporte un éclairage précieux que nous sommes heureux de partager avec vous.

Nous tenons également à exprimer notre profonde gratitude à Maître Caroline Basdevant-Soulié, dont le parcours témoigne d'un engagement fort et d'une expertise remarquable en droit des affaires et en fusions-acquisitions. Elle a tracé un parcours singulier en intégrant des cabinets de renom, avant de participer à la fondation du cabinet d'avocat Oyat, un cabinet reflétant ses valeurs entrepreneuriales et son approche novatrice du droit. Son expérience, notamment en Private Equity et en joint-ventures, lui permet d'accompagner avec passion les entreprises dans leur développement. Son témoignage met notamment en lumière les défis de la création d'un cabinet et l'importance de la cohésion d'équipe, de l'innovation et de l'adaptabilité dans la pratique du droit.

Enfin, nous adressons nos sincères remerciements aux Éditions Lamy Liaisons pour leur confiance et leur partenariat. Grâce à leur soutien, plusieurs articles de ce numéro bénéficient d'une diffusion élargie sur leurs supports, permettant à notre revue de toucher un public encore plus large.

Nous espérons que ce nouveau numéro saura nourrir votre réflexion et votre curiosité.

Bonne lecture à toutes et à tous !

La direction de la RJSF

SOMMAIRE

- 01 **Portrait de Vincent Vigneau**
Par Nasser Abouquir
- 02 **Portrait de Caroline Basdevant-Soulié**
Par Maëlle Teyssier
- 03 **Listing Act : le sursaut législatif pour relancer la cotation européenne ?**
Par Maëlle Teyssier
- 04 **Modernisation du régime des FIA français : un pas vers une place financière de Paris plus compétitive ?**
Par Paul Mothes
- 05 **Introduction des actions à droits de vote multiples sur la place parisienne**
Par Stanislas Calmettes
- 06 **L'intelligence artificielle et les services financiers : entrée en vigueur de l'AI Act**
Par Léandre Guével
- 07 **L'Union des marchés de capitaux : rapport de Mario Draghi**
Par Nathan Bedel
- 08 **Vers une consécration des organisations autonomes décentralisées en droit français ?**
Par Anastasia Maitre
- 09 **Cryptoactifs en France : Transformation et alignement avec MiCA, un tournant réglementaire**
Par Enzo Costa et Charles Paviet-Salomon
- 10 **Les Securities face aux autres catégories d'actifs : comparaison et enjeux**
Par Antoine Benoist et Rebecca Gleizes

- 11** Délai de règlement-livraison des titres financiers : vers un passage à T+1
Par Adrien Derksen
- 12** Escroquerie bancaire par piratage de la messagerie électronique : conditions du remboursement du client par la banque
Par Camille Lebon
- 13** Smart trésor : l'AMF frappe fort avec près de 6 millions d'euros de sanctions
Par Antoine Benoist
- 14** Précision sur l'évolution de la doctrine de l'autorité des marchés financiers sur le conseil en investissement
Par Jules Tsee
- 15** Dérives du copy-trading : les influenceurs Forex
Par Florence Tremblay-Conti
- 16** Sûretés financières : mise en lumière de la garantie des obligations financières prévues à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier
Par François Legrand
- 17** Refonte du label ISR : quelles conséquences pour l'économie européenne ?
Par Julian Vanderstraeten
- 18** Fonds Elliott : la Cour de cassation confirme la lourde sanction d'une prise de contrôle opaque par l'utilisation d'Equity Swaps
Par Camille Lebon et Maëlle Teyssier
- 19** Actualité de la fraude aux « faux conseillers bancaires » : absence de négligence grave du client en cas d'escroquerie par spoofing téléphonique
Par Camille Lebon
- 20** L'euro numérique : enjeux et perspectives pour le secteur financier
Par Enzo Prat
- 21** L'assurance-vie ou l'assurance-décès
Par Alexis Boudier-Albrecht
- 22** Le rachat d'action
Par Camille Lebon
- 23** Les ETF
Par Louis Montanier
- 24** Les contrats financiers
Par Elise Naudon
- 25** Comprendre le LBO
Par Paul Poisson

01 | PORTRAITS

01 - PORTRAIT

VINCENT VIGNEAU

Président de la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation

Par Nasser Abouquir

1. Présentation

Pourriez-vous vous présenter ?

Je suis Vincent Vigneau, magistrat depuis trente-cinq ans. Mon parcours universitaire a été assez classique. Après un baccalauréat général, j'ai intégré l'université de Nanterre, où, après avoir obtenu simultanément deux maîtrises, l'une en droit privé, l'autre en droit des affaires, j'ai préparé le concours de l'ENM tout en suivant deux DEA : l'un en droit privé général avec le professeur Benabent, que j'ai retrouvé plus tard comme avocat au Conseil d'Etat et à la Cour de cassation, et l'autre en droit des affaires avec le professeur Lucas de Lessac. J'ai également préparé l'examen d'entrée au CRFPA et été admis à la fois à l'école du barreau et au concours de l'ENM. Après avoir hésité entre les deux professions et suivi pendant deux mois les enseignements du CRFPA, j'ai finalement opté pour l'ENM. Comme je devais effectuer mon service militaire avant d'entrer à l'ENM, j'ai dû abandonner mes DEA. Une fois libéré de mes obligations militaires, j'ai intégré l'ENM en 1988. À cette époque, la scolarité durait deux ans, contre deux ans et demi aujourd'hui. Une formation complémentaire de six mois était répartie sous forme de stages obligatoires de quinze jours par an au cours des sept premières années de carrière.

Mon parcours professionnel a alterné entre des fonctions juridictionnelles et administratives ou d'encadrement, parfois mêlant les deux. J'ai exercé dans plusieurs tribunaux en province, notamment dans l'Eure et en Seine-Maritime, ainsi qu'en région parisienne et en Île-de-France, avant de rejoindre la Cour de cassation. Parallèlement, j'ai mené des activités d'enseignement et de recherche, notamment à l'Université de Versailles et à Sciences Po Paris. L'enseignement a occupé une

place importante dans mon parcours. J'ai débuté comme chargé de travaux dirigés, puis chargé d'enseignement, avant d'être nommé professeur associé en 2001 à l'Université de Versailles Saint-Quentin-en-Yvelines. J'y avais une double activité : enseigner et mener des recherches au sein du laboratoire de droit des affaires et des nouvelles technologies (Dante). J'ai également été membre de plusieurs organismes, dont l'Hadopi, et présidé la commission des clauses abusives pendant quatre ans. Lorsque j'ai pris la présidence de la chambre commerciale, dont la charge est très lourde, j'ai été contraint de mettre fin à ces tâches d'enseignement régulier. Mais je continue d'intervenir lors de colloques, notamment pour expliquer la jurisprudence de la chambre commerciale.

Depuis septembre 2022, je préside la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation, après avoir été conseiller puis doyen de section à la première chambre civile pendant plus de sept ans. Je conserve néanmoins deux activités annexes en lien avec mes fonctions actuelles. D'une part, je préside la commission de discipline des juges des tribunaux de commerce. D'autre part, je siège au conseil de résolution de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

Qu'est-ce qui vous a le plus marqué dans vos études de droit ?

Ce qui m'a le plus marqué, c'est que le droit ne se limite pas au droit. Étudier le droit ne suffit pas. Le droit régit la société, et pour comprendre ses mécanismes, il faut connaître l'histoire, non seulement l'histoire du droit, mais aussi l'histoire en général et l'histoire contemporaine pour saisir les fondements du droit français. Le droit français actuel trouve ses racines sous Louis XV, puis a évolué avec la Révolution et a été parachevé par

Napoléon au début du XIXe siècle.

L'économie et la sociologie ont aussi joué un rôle essentiel dans ma formation. Ces disciplines permettent de découvrir d'autres perspectives et d'autres modes de pensée. Un futur juriste, et plus encore un juge, doit être capable de se mettre à la place des autres et de comprendre le contexte socio-économique dans lequel s'exerce son activité. C'est une qualité fondamentale pour exercer cette profession. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle le concours de l'ENM comporte une épreuve de culture générale : non pas tant pour évaluer des connaissances encyclopédiques, mais pour tester la capacité des candidats à raisonner sur des problématiques contemporaines qui pourront avoir un impact dans l'exercice de la fonction juridictionnelle.

Je me souviens encore très bien du sujet de mon épreuve de culture générale : « *Le gigantisme dans le monde contemporain* ».

2. La magistrature et ses voies d'accès

Quelles sont les conditions pour passer le concours de l'ENM et accéder à la magistrature ?

Il n'est pas nécessaire d'avoir fait des études de droit pour présenter le concours de l'ENM. Il suffit d'avoir suivi quatre années d'études supérieures après le baccalauréat, être diplômé de Sciences Po ou être élève de l'École normale supérieure. Cela dit, réussir ce concours sans formation juridique relève de l'exploit. En pratique, la plupart des candidats s'y présentent après un Master 2, parfois deux, et une année de préparation spécifique.

Il existe aussi d'autres voies d'accès à la magistrature. J'ai siégé pendant trois ans à la commission d'avancement (qui est compétente pour statuer sur ces autres voies d'accès et qui examine en conséquence ces différents parcours). Il y a d'abord la voie prévue par l'article 18-1 de l'ordonnance n° 58-1270 du 22 décembre 1958 portant loi organique relative au statut de la magistrature, qui s'adresse aux enseignants en droit, aux docteurs en droit ou aux personnes justifiant d'une expérience professionnelle qualifiante d'au moins quatre années. Ces candidats intègrent l'ENM directement, sans passer par le concours, après plusieurs entretiens avec des chefs de cour et des membres de la commission.

D'autres recrutements sur titre permettent d'accéder au second grade, au premier grade, voire à la haute hiérarchie, bien que cette dernière voie soit plus rare. On voit ainsi de plus en plus de magistrats intégrer la profession par ces voies qu'on appelle parfois « latérales ». Enfin, il y a le concours interne, réservé aux fonctionnaires, et le troisième concours, ouvert à des professionnels issus du secteur privé. Aujourd'hui, avant d'entrer dans la magistrature, près de 40 % des magistrats ont déjà exercé, une autre activité professionnelle, souvent comme avocats, assistants de justice, juristes assistants, fonctionnaires, ou encore salariés du secteur privé.

Pour ma part, j'ai intégré la magistrature directement après le concours. Mais je précise que, pendant mes études, j'ai exercé différents métiers pour financer mon parcours : j'ai travaillé dans

un garage, été maçon, ouvrier sur un chantier naval, vigile... Ces expériences, notamment manuelles, m'ont apporté un regard différent et une forme d'ancrage dans la réalité.

Une réforme importante est en cours pour modifier ces modalités d'accès. Jusqu'ici, en dehors des concours classiques et du concours complémentaire, certaines voies d'accès direct étaient examinées par la commission d'avancement. Dorénavant, cette compétence lui sera retirée et ces recrutements dits « latéraux » se feront via un concours professionnel, moins académique que les concours traditionnels et davantage orienté vers la pratique. La commission d'avancement verra son rôle recentrée sur le suivi de carrière des magistrats dans une structure organisée en trois nouveaux grades. L'accès à chaque grade se fera par inscription sur un tableau d'avancement.

Cette réforme a aussi pour objectif de rendre le recrutement plus attractif et sécurisé. Désormais, les candidats admis seront rémunérés dès leur entrée à l'ENM et auront la garantie d'intégrer la magistrature, sauf cas d'inaptitude constatée durant leur formation. Cela devrait lever une difficulté récurrente : aujourd'hui, certains candidats, notamment des avocats, hésitent à franchir le pas par crainte de l'incertitude financière liée à la procédure d'intégration. Avec cette réforme, une fois admis, ils bénéficieront d'un véritable statut et seront assurés d'embrasser la carrière de magistrat, sauf exception.

Existe-t-il un devoir de formation pour les magistrats ?

Oui, chaque magistrat a l'obligation de suivre une semaine de formation continue par an. L'ENM propose à cet effet un catalogue de stages qui peuvent se dérouler dans d'autres institutions ou prendre la forme de sessions plus académiques organisées dans ses locaux ou dans d'autres écoles de la fonction publique. Chaque année, nous remplissons un formulaire pour choisir nos stages.

Il est également possible d'organiser des stages personnalisés. Par exemple, j'ai récemment effectué un stage au tribunal de commerce de Paris. J'ai aussi suivi des stages d'anglais et de management pour préparer ma nomination à la tête de la chambre commerciale. Enfin, les magistrats de la Cour interviennent régulièrement comme formateurs dans ces sessions de formation, ce qui contribue à enrichir les échanges et à diffuser les bonnes pratiques au sein de la magistrature.

Dans le débat public, la question d'un tronc commun pour l'accession aux qualités d'avocat et de magistrat a souvent été débattue. Pensez-vous qu'une unification des écoles serait utile ?

Il y a déjà un tronc commun. Nous faisons nos études ensemble à l'université, pendant quatre, cinq, six, parfois sept ans. Mais ensuite, ce n'est pas le même métier. L'École nationale de la magistrature, c'est une école où l'on apprend un métier spécifique. Un avocat apprend à rédiger des consultations, à plaider, à rédiger des conclusions. Cela demande des compétences particulières. À l'École nationale de la magistrature, on apprend à rédiger un jugement, à juger, à trancher, à écouter, à mener un interrogatoire, à présider une audience, à prendre des réquisitions, à diriger une enquête de police. Ce sont deux professions différentes qui ne requièrent pas nécessairement les

mêmes aptitudes.

Bien sûr, nous partageons un socle commun : le droit et une partie de la déontologie. Nous avons aussi des valeurs communes, notamment la protection de l'État de droit et des libertés fondamentales. Mais ensuite, il y a un apprentissage professionnel distinct.

D'ailleurs, existe-t-il un autre corps de la haute fonction publique qui accueille autant de professionnels d'horizons divers ? Comme je vous l'ai indiqué précédemment, 40 % des magistrats ont eu une autre activité avant d'intégrer la magistrature. Parmi eux, certains ont passé le premier concours étudiant, mais d'autres viennent directement d'un autre métier. Plus de 25 % des magistrats sont nommés après une expérience dans un tout autre domaine. Cela n'existe dans aucun autre corps de la haute fonction publique. Nous sommes déjà un corps diversifié, où se croisent des personnes qui ont exercé de nombreux métiers : avocats, juristes d'entreprise, parfois même ingénieurs.

Dans ma chambre, par exemple, un collègue avait une formation d'ingénieur et un autre avait exercé auparavant le métier d'éditeur juridique. Il y a une grande diversité de profils. Alors, qu'apporterait une formation commune ? En Allemagne, il existe un concours unique avec des épreuves communes, et selon le classement, on choisit la magistrature ou une autre voie. Mais leur organisation est différente : la formation y est régionale et non nationale. Si nous devions faire cela en France, il faudrait une école d'application commune, alors que nous avons déjà beaucoup de passerelles. En outre, à l'ENM, les élèves-magistrats effectuent des stages dans des cabinets d'avocats, et inversement, des avocats viennent en stage dans les juridictions.

Il y a beaucoup d'échanges entre nos professions, mais ce ne sont pas les mêmes métiers. Prenons un exemple tiré de mon service militaire : j'y ai eu l'occasion de suivre la formation du 3ème bataillon de Saint-Cyr, ce qui correspond à la première année du tronc commun de la formation initiale des officiers de l'armée de terre. Mais après trois ans, ces officiers élèves rejoignent une école d'application : certains deviennent artilleurs, d'autres cavaliers, d'autres fantassins ou encore pilotes d'hélicoptère. Sauter en parachute et combattre à pied, ce n'est pas la même chose que tirer un obus de 155 mm ou de piloter un hélicoptère. C'est une autre logique, une autre mécanique. Pour la magistrature et le barreau, c'est exactement pareil : nous avons une base commune, mais nos métiers sont différents et nécessitent un apprentissage spécifique.

3. La justice et le rôle du magistrat

Qu'est-ce que représente la justice pour vous ?

La justice est une fonction qui a toujours existé. Dans toute société, il y a eu des personnes chargées de juger les autres, car la vie en collectivité repose sur l'élaboration de normes et de règles de comportement. Il est inévitable que ces règles ne soient pas toujours respectées, générant des conflits qu'il faut trancher. Ainsi est née la fonction de rendre la justice, qui consiste à arbitrer les litiges entre individus et institutions.

En y réfléchissant, la justice poursuit un seul but : garantir la

liberté de chacun en fixant des limites claires. Elle joue un rôle de baromètre et de régulateur de la société, exprimant ses tensions, révélant ses carences et reflétant ses dérives. Sans l'intervention du juge, le droit ne serait qu'un concept abstrait, une simple théorie sans effet réel, un « tigre de papier ». C'est l'action des juges qui rend la règle de droit effective. En équilibrant les passions, les intérêts et les pouvoirs, en réparant les préjudices et en sanctionnant les infractions, la justice contribue à instaurer la confiance et la stabilité sans lesquelles une société ne peut fonctionner. Sans elle, les conflits seraient réglés par la force, selon la loi du plus fort.

Un des acteurs essentiels de la justice est le magistrat. Quel est son rôle ?

Le rôle des magistrats du siège, les juges, est avant tout de juger. C'est une mission passionnante, mais exigeante. Depuis le jour où j'ai prêté serment, je n'ai jamais regretté mon engagement. La justice étant au cœur du pacte social, le magistrat doit constamment avoir une vision exigeante de sa fonction. Le droit ne se limite pas à une spéculation intellectuelle. Derrière chaque affaire, il y a des hommes, des femmes, des entreprises et des institutions dont le destin peut être profondément affecté par une décision judiciaire. Le magistrat doit donc impérativement prendre en compte la réalité économique et sociale des dossiers qu'il traite et anticiper les conséquences concrètes de ses décisions. Les magistrats sont en première ligne des tensions et des évolutions de la société. À travers leur comportement en audience, leur écoute des justiciables et la clarté de leurs décisions, ils jouent un rôle fondamental d'apaisement des relations sociales. Mais la justice ne repose pas uniquement sur eux : procureurs (les magistrats dit du parquet), greffiers, assistants spécialisés, avocats, experts et commissaires de justice forment ensemble une véritable communauté judiciaire.

Contrairement à certaines idées reçues, les magistrats ne se contentent pas d'appliquer mécaniquement des syllogismes juridiques. Leur travail repose sur une conscience aiguë de leur responsabilité. Leur légitimité ne découle pas seulement de leur formation ou de leur nomination, mais aussi de leur intégrité, de l'examen minutieux des dossiers et du respect scrupuleux des droits fondamentaux des parties.

Les juges vivent au cœur de la cité, en prise directe avec la réalité sociale. Dans mes premières fonctions, j'ai pratiqué le droit de la construction, celui des baux commerciaux, occupé des postes de juge affaires familiales, de juge des enfants, et traité des dossiers de surendettement. J'ai découvert de nombreux aspects de la vie sociale, de l'extrême pauvreté aux litiges financiers les plus complexes. Aujourd'hui, à la Cour de cassation, je travaille sur des affaires de droit financier, un domaine très éloigné de mes débuts, mais toujours aussi passionnant. Mais je dois confesser que le contact direct avec les justiciables me manque, contacts que j'avais très fréquemment dans les fonctions que j'ai exercées avant de rejoindre la Cour de cassation. Ce contact humain, cette capacité à intervenir directement sur le terrain, font certainement partie des aspects les plus enrichissants du métier de magistrat. Vous le comprenez, c'est vraiment un très beau métier, par sa richesse intellectuelle et humaine comme sa diversité.

Quel est le lien entre le ministre de la Justice et la magistrature ?

Le lien entre le ministre de la Justice et la magistrature est évident. Le ministre de la Justice a sous son autorité plusieurs directions, dont la direction des services judiciaires, qui gère le corps des magistrats et le budget des tribunaux. C'est lui qui propose au président de la République la nomination des magistrats, après avis du Conseil supérieur de la magistrature. Pour les magistrats du siège, cet avis doit être conforme, tandis qu'il est seulement consultatif pour ceux du parquet. La seule exception concerne les magistrats de la Cour de cassation, les premiers présidents des cours d'appel et les présidents des tribunaux judiciaires qui sont nommés directement par le Conseil supérieur de la magistrature, sans intervention du ministre.

Le ministre de la Justice est également responsable du budget alloué aux juridictions, mais aussi à l'administration pénitentiaire et à la protection judiciaire de la jeunesse, qui sont des partenaires essentiels du monde judiciaire. Il joue également un rôle central dans l'élaboration des projets de loi et la rédaction des décrets en matière de procédure, ce qui a un impact direct sur l'organisation et le fonctionnement des juridictions.

À la Cour de cassation, nous avons des relations fréquentes avec le ministre de la Justice, notamment sur les questions budgétaires. Nous avons aussi un lien institutionnel, car la Cour remet chaque année un rapport au président de la République, dans lequel elle formule des propositions de modifications législatives ou réglementaires, rapport qui est ensuite remis au ministre de la justice. En traitant les affaires, nous pouvons identifier la nécessité de réformes et suggérer des ajustements du droit en fonction de l'évolution des situations. C'est notamment l'objet de ce rapport annuel. Actuellement, nous travaillons justement sur certaines propositions de modifications législatives en lien avec la direction des affaires civiles et du Sceau et la direction des affaires criminelles et des grâces. Ces échanges sont donc fréquents, normaux, mais toujours menés dans le respect de l'indépendance de chacun.

4. Les spécificités de la Cour de cassation

On dit que la Cour de cassation juge uniquement le droit et non les faits, pourriez-vous expliquer ce que cela veut dire ?

À la Cour de cassation, nous ne jugeons pas le fond des affaires. Cela ne signifie pas que nous ne nous préoccupons pas du fond, mais nous ne revenons pas sur l'appréciation des faits. L'acte de juger comporte trois étapes : constater les faits, les qualifier juridiquement et appliquer la règle de droit qui en découlent.

Les faits sont souverainement appréciés par les juges des tribunaux et des cours d'appel. C'est-à-dire que la Cour de cassation ne contrôle pas l'appréciation de la valeur et de la portée des éléments de preuve qui leurs sont soumis. En revanche, la Cour de cassation contrôle la qualification juridique donnée aux faits par ces juges et vérifie que ceux-ci ont correctement appliqué les règles de droit. Mais même si les juges de la Cour de cassation ne réexaminent pas les faits, ils doivent en comprendre le contexte. Le droit ne fonctionne pas en vase clos. Quand je

traite du droit des procédures collectives, je dois m'intéresser aux difficultés des entreprises. Quand je travaille sur le droit des marchés financiers, je dois en comprendre les enjeux économiques. C'est pourquoi nous échangeons régulièrement avec les juridictions du fond et des experts.

Comment s'organise une décision au sein de la Cour de cassation et combien de temps cela prend-il ?

La Cour de cassation est saisie par un pourvoi, qui est une déclaration faite par un avocat au Conseil d'État et à la Cour de cassation. Ce sont des avocats spécialisés qui disposent du monopole de représentation des parties devant la Cour. L'avocat du demandeur dispose d'un délai de quatre mois pour déposer un mémoire ampliatif, dans lequel il développe ses critiques sous forme de moyens. En cas d'urgence, le premier président (de la Cour de cassation) peut réduire ce délai et fixer une date d'examen rapprochée, mais cela reste exceptionnel. Ce choix implique néanmoins des contraintes pour la chambre, car il accélère toutes les étapes de la procédure.

Ensuite, le défendeur dispose de deux mois pour déposer un mémoire en défense, dans lequel il répond aux critiques et défend l'arrêt attaqué. Il peut également former un pourvoi incident pour contester d'autres aspects de la décision. À ce stade, déjà six mois se sont écoulés, uniquement pour les échanges entre avocats. Une fois le mémoire en défense déposé, le président de chambre attribue le dossier à un conseiller-rapporteur. À la chambre commerciale, nous sommes trente-cinq magistrats : un président, trois doyens et 31 conseillers-rapporteurs, répartis en trois sections spécialisées selon les domaines de compétence : concurrence, distribution, fiscalité, droit des contrats, droits des transports, droit de la propriété industrielle, droit des sociétés, droit douanier, procédures collectives, etc.

Le rapporteur examine le dossier et rédige un rapport objectif résumant les faits, les moyens soulevés et les questions de droit posées. Il peut s'appuyer sur la jurisprudence, la doctrine, mais aussi des éléments économiques et sociaux. Pour des dossiers majeurs, le service de documentation et d'études peut être sollicité pour des recherches en droit comparé, et le parquet général peut consulter des experts extérieurs, des administrations ou des sociétés savantes. Ce rapport, communiqué aux parties, ne contient pas d'avis.

En parallèle, le rapporteur rédige un avis interne soumis au secret du délibéré, dans lequel il propose une solution, soit en faveur de la cassation, soit en faveur du rejet. Il prépare également un ou plusieurs projets d'arrêt : un seul si la solution s'impose, ou deux (cassation et rejet) si le choix est plus complexe.

L'affaire est ensuite examinée par ce que nous appelons la conférence, c'est-à-dire le doyen et le président de chambre. Ceux-ci prennent connaissance du dossier et examinent le ou les projets d'arrêt préparés par le rapporteur. Ils peuvent amender ce projet, demander des recherches complémentaires ou proposer des solutions alternatives. Si la solution s'impose, l'affaire est jugée en formation restreinte composée de trois magistrats (le président, le doyen et le rapporteur). Si la question de droit pose difficulté, l'affaire est examinée en formation de section, réunissant onze à douze magistrats. Les affaires qui posent des

questions de principe, pour lesquelles il existe des divergences entre les chambres de la Cour ou relatives à des jurisprudences qui se heurtent à la résistance des juridictions du fond, peuvent être renvoyées en chambre mixte, qui réunit les représentants de plusieurs chambres, ou en assemblée plénière, qui réunit des magistrats de l'ensemble des membres de la Cour. L'assemblée plénière et la chambre mixte sont présidées par le premier président de la Cour de cassation.

Enfin, si le rapporteur estime que le pourvoi ne repose sur aucun moyen sérieux, il peut proposer un rejet non spécialement motivé. Le dossier est alors examiné par trois magistrats, le président, le doyen et le rapporteur, qui rejettent le pourvoi par une décision non spécialement motivée. Il est toutefois important de préciser que, dans ce cas, dans le rapport qui propose un rejet non spécialement motivé est préalablement communiqué aux avocats des parties, lesquels sont ainsi informés des raisons qui motivent ce choix et peuvent émettre des observations complémentaires.

En 2023, le délai moyen de traitement d'un pourvoi en chambre civile était de 15,6 mois, mais certaines affaires urgentes peuvent être jugées en quelques jours, notamment lorsqu'elles présentent un impact systémique.

Quelles sont les relations entre la Cour de cassation française et les juridictions équivalentes étrangères ?

D'un point de vue européen, nous entretenons de nombreuses relations avec la Cour de justice de l'Union européenne, car nous appliquons du droit européen dans de nombreux domaines comme le droit de la concurrence, le droit des marques, les brevets de médicaments, les procédures collectives ou encore le droit des sociétés. Lorsqu'une question d'interprétation du droit de l'Union se pose, nous adressons une question préjudicielle à la Cour de justice, instaurant ainsi un dialogue entre les juges.

Nous organisons également des colloques communs. Prochainement, par exemple, je participerai à un colloque sur le droit de la concurrence avec Mme Kokott, avocate générale à la Cour de justice de l'Union européenne. Nous avons aussi des échanges réguliers avec la Cour européenne des droits de l'homme. Chaque magistrat nommé à la Cour de cassation effectue d'ailleurs un stage à la Cour de justice de l'Union européenne et à la Cour européenne des droits de l'homme. Au niveau des Cours suprêmes européennes, le premier président participe à un réseau qui réunit les différentes Cours suprêmes de l'Union. Il existe également des réseaux thématiques : à la chambre commerciale, une conseillère représente la France dans le réseau européen du droit de la concurrence. De plus, chaque chambre de la Cour de cassation a un correspondant chargé de suivre les questions préjudicielles posées par les juridictions des autres États membres et de signaler celles nécessitant des observations de l'État français.

Concernant nos relations extra-européennes, c'est le service des relations internationales de la Première présidence qui en a la charge. Nous sommes notamment membres de l'AJUCAF, l'Association des juridictions francophones, dont le secrétariat est hébergé à la Cour de cassation. Nous collaborons aussi avec

des Cours suprêmes de pays émergents ou d'anciens pays du Bloc de l'Est qui modernisent leur système judiciaire.

Pour ma part, il y a quelques années, j'ai été désigné expert par la Commission européenne lors des négociations pour l'entrée de la Turquie dans l'Union européenne afin de contribuer à la modernisation du système judiciaire turc, aux côtés de collègues néerlandais, suédois et allemands. J'ai également effectué des missions au Bénin et au Gabon pour présenter le contrôle de conventionnalité et la technique de cassation, ainsi qu'en Bulgarie pour former des magistrats à la lutte contre la corruption. J'ai eu l'occasion de visiter la Cour suprême des États-Unis et de participer à un colloque sur la motivation des décisions à la Corte di Cassazione en Italie. Bien sûr, ce ne sont que quelques exemples de mes déplacements. Le premier président a, quant à lui, des échanges réguliers avec de nombreuses juridictions étrangères.

5. La chambre commerciale, financière et économique

Quel type d'affaires traitez-vous dans la chambre commerciale, financière et économique ?

La chambre commerciale, financière et économique couvre un large spectre de contentieux. Elle est divisée en trois sections spécialisées, chacune ayant ses propres domaines de compétence. La première section traite principalement du droit des entreprises en difficulté, ainsi que du droit bancaire, du droit des transports et du droit maritime. La deuxième section s'occupe du droit des sociétés, du droit des marchés financiers, du droit des sûretés, du droit fiscal et du droit douanier. Enfin, la troisième section couvre le droit de la concurrence, le droit de la distribution, le droit des brevets, le droit des marques, le droit des dessins et modèles. Elle traite également du droit des contrats commerciaux, des questions liées au fonds de commerce et à la qualité de commerçant, ainsi que du contentieux de la commande publique.

Comment êtes-vous arrivé à la présidence de la chambre commerciale, financière et économique ?

Lorsque le président précédent de la chambre commerciale est parti à la retraite, le Conseil supérieur de la magistrature a ouvert les candidatures. Plusieurs candidats, issus aussi bien de l'extérieur que de l'intérieur de la chambre, se sont présentés. Je ne peux pas connaître les raisons exactes pour lesquelles le Conseil a porté son choix sur moi car les délibérations de celui-ci sont secrètes. Ce que je peux dire, c'est que les autres candidats étaient tous de très grande qualité et certains déjà spécialistes de la matière commerciale. Mais je peux imaginer que les membres du Conseil ont souhaité nommer un magistrat qui avait déjà une grande expérience de la Cour de cassation, mais issu d'une autre chambre, et ainsi peut-être mieux en mesure d'apporter un regard neuf sur le droit économique et contribuer à renouveler les méthodes de travail de la Chambre. Certes, je n'étais pas totalement novice en la matière, ayant déjà pratiqué certains domaines du droit des affaires, notamment le droit des contrats. J'avais d'ailleurs, représenté la Cour de cassation devant les commissions des lois des deux assemblées lors de l'élaboration de la loi de ratification de l'ordonnance du 10 février 2016 réformant le droit des contrats. J'avais aussi

présidé une chambre traitant de propriété industrielle au tribunal de grande instance de Nanterre. Toutefois, certaines matières m'étaient moins familières, et j'ai abordé cette nouvelle fonction avec humilité.

Les deux premières années ont été une période d'apprentissage intense : j'ai consacré beaucoup de temps à lire et à approfondir mes connaissances. Mon approche a été de poser des questions pour comprendre chaque domaine et, en cas d'incompréhension, de considérer soit que l'explication était insuffisante, qu'un problème de clarté existait ou tout simplement qu'il m'était nécessaire d'approfondir davantage mes connaissances et ma réflexion. Cette démarche m'a permis de réexaminer certaines jurisprudences anciennes qui avaient pu vieillir. La spécialisation offre des avantages en termes de sécurité juridique et d'efficacité, mais elle peut parfois limiter la remise en question des décisions antérieures. Mon rôle a donc été d'apporter un regard critique, de favoriser la discussion interne et de proposer des évolutions lorsqu'elles s'avéraient nécessaires.

Le président de la Chambre n'a pas vocation à être un expert dans toutes les matières traitées. Son rôle principal est d'assurer le bon fonctionnement de la chambre, dans le respect de l'indépendance des magistrats qui la composent. Il veille à la cohérence de la jurisprudence en lien avec le parquet général et les autres chambres. J'attache également une grande importance à la lisibilité de nos décisions : elles doivent être claires, compréhensibles et suffisamment prévisibles pour permettre aux justiciables d'anticiper leur application. Je joue un rôle de coordination entre les sections, en identifiant les incohérences et en veillant à la cohérence avec les autres chambres.

Au-delà de la gestion interne, mon rôle consiste aussi à garantir le respect des droits fondamentaux des parties, notamment en matière de procédure et de technique de cassation. Nos décisions doivent être adaptées aux réalités économiques et sociales, et les magistrats doivent en mesurer la portée concrète. La sécurité juridique est essentielle : notre jurisprudence doit être compréhensible, stable et prévisible.

Enfin, le président est l'interface de la Chambre avec l'extérieur. Cela implique de dialoguer avec les autres chambres, notamment en cas de divergences, mais aussi avec les avocats, les universitaires et les praticiens, lesquels participent aussi à l'élaboration du droit vivant. Je participe à des colloques et conférences pour présenter et expliquer notre jurisprudence. Lorsque nos décisions ont une portée importante, je peux rédiger des communiqués de presse et accorder des interviews. Je reste également attentif aux commentaires et critiques de la doctrine et des professionnels : une Cour suprême doit savoir entendre les difficultés que ses décisions peuvent susciter et, si nécessaire, adapter ou préciser sa jurisprudence.

Le président de Chambre joue aussi un rôle vis-à-vis des cours d'appel, qui constituent souvent la source des innovations jurisprudentielles. Nous leur apportons une aide méthodologique, notamment à travers des panoramas de jurisprudence et des formations. Actuellement, nous rédigeons un arbre de décisions en matière de procédures collectives à destination des juridictions du fond. Ce dialogue se poursuit aussi par des regard croisés : des magistrats des cours d'appel

viennent en stage à la Cour de cassation, et nous nous déplaçons dans les cours d'appel pour présenter notre jurisprudence et échanger sur les difficultés rencontrées sur le terrain. Ce lien étroit contribue à maintenir une cohérence d'ensemble dans l'application du droit et à garantir une justice adaptée aux réalités du terrain.

6. Réflexions et expériences marquantes

En dehors des instances, considérez-vous que les magistrats ont un rôle public à jouer dans la société ?

Les magistrats sont des citoyens comme les autres et bénéficient donc de la liberté d'expression. Cependant, ils doivent veiller à ne pas outrepasser leur devoir de réserve, à préserver la dignité de leurs fonctions, l'image du corps judiciaire, et à respecter leurs obligations d'impartialité, de neutralité et de dignité. Lorsqu'ils s'expriment en tant que magistrats, leur parole doit se limiter à des questions institutionnelles, telles que l'état de droit et de la jurisprudence ou le fonctionnement de la justice. Ils peuvent publier des articles scientifiques ou participer à des débats institutionnels, mais toujours dans le respect de leur devoir de réserve. En tant que citoyens, ils ont bien évidemment le droit de s'exprimer librement. Certains collègues ont été élus députés et ont mené des campagnes électorales, mais ils l'ont fait en tant que citoyens, non en tant que juges. Ainsi, les magistrats peuvent s'exprimer, mais toujours en respectant leur devoir de réserve et leurs obligations d'impartialité, de neutralité et de dignité.

Les réseaux sociaux deviennent souvent des tribunaux populaires où une mise en examen est perçue comme une condamnation. Que pensez-vous de cette accélération de l'information et la justice a-t-elle les moyens d'y faire face ?

Les réseaux sociaux existent et ce ne sont pas les juges qui vont les empêcher. Il faut savoir les utiliser. L'usage et la gestion des réseaux sociaux sont des réalités avec lesquelles il faut composer. Le phénomène dont vous parlez n'est pas nouveau. Avant les réseaux sociaux, il y avait déjà des mises en cause médiatiques. Souvenez-vous de l'affaire d'Orléans, où des commerçants avaient été accusés à tort de trafic d'êtres humains. Dans les années 30, on propageait des rumeurs antisémites d'une extrême violence. Ces phénomènes ont toujours existé : des accusations formulées en dehors du cadre judiciaire, sans respect des droits fondamentaux, de la présomption d'innocence ou des droits de la défense.

C'est vrai que les réseaux sociaux amplifient ces dynamiques : l'information circule plus vite et touche plus de monde. Avec ces plateformes, tout le monde peut être journaliste, tout le monde peut être enquêteur. Mais ce n'est pas un tribunal judiciaire.

Il existe des instruments pour intervenir. Avec l'autorisation d'un juge, on peut obtenir l'identification d'une personne utilisant un pseudonyme. La loi de 1881 sur la presse s'applique également aux publications en ligne, et des condamnations pour diffamation ou injure ont déjà été prononcées. Certains pensent être protégés par l'anonymat, mais découvrent parfois à leurs dépens qu'ils peuvent être identifiés et poursuivis. J'ai déjà vu des affaires où des individus, persuadés d'être à l'abri derrière

un pseudonyme, ont été surpris d'être traduits en justice pour diffamation ou injure.

Mais il ne faut pas se méprendre : on ne supprimera pas les réseaux sociaux. Nous vivons dans une société de liberté. Il ne s'agit pas d'instaurer une censure, mais de faire respecter la loi et de responsabiliser les auteurs de contenus litigieux.

Quel est votre regard sur l'intelligence artificielle et son impact sur la justice ? Le cadre légal actuel permet-il d'assurer une protection suffisante ?

L'intelligence artificielle, c'est une réalité qui englobe beaucoup de choses. On parle d'outils bureautiques, comme les logiciels de traduction ou de mise en forme automatique, qui peuvent être utiles. Si un magistrat rédige un rapport de deux cents pages, il peut utiliser l'IA pour en générer un résumé. Mais il doit en vérifier le résultat. Il est hors de question de passer en IA les conclusions d'un avocat et d'en tirer une synthèse sans contrôle humain.

L'IA peut être une aide précieuse pour des tâches chronophages sans valeur ajoutée, comme la vérification des noms des parties ou la correction automatique de la mise en forme des arrêts. Elle peut aussi s'assurer qu'aucun argument soulevé par une partie n'a été oublié. Toutefois, cela doit toujours rester un outil a posteriori, et non un substitut à la réflexion humaine. On le voit dans d'autres domaines, comme la médecine : un radiologue pose un diagnostic, puis l'IA peut le confirmer ou soulever un doute, qui sera ensuite tranché par un autre médecin. Aux États-Unis, on utilise le système COMPAS pour évaluer la dangerosité des délinquants à partir d'algorithmes. Mais ces outils posent problème : ils sont opaques, biaisés et peuvent aboutir à des erreurs graves.

Les systèmes dits de justice prédictive, qui analysent des décisions passées pour prédire celles à venir, reposent sur une idée fautive : celle que la jurisprudence serait immuable. Or, la jurisprudence évolue en permanence. Un simple revirement suffit à rendre un modèle obsolète. En outre, un procès se gagne ou se perd sur des considérations de preuve et pas uniquement au regard des décisions déjà rendues dans des contentieux similaires. L'IA ne peut pas non plus garantir l'objectivité absolue des résultats qu'elle propose, car elle est nourrie par des données qui peuvent être biaisées. Il y a aussi un risque que ces outils deviennent performatifs. Je m'explique. Si une IA indique au juge que la moyenne des décisions rendues par ses collègues fixe un montant donné pour un préjudice, cela peut l'influencer et l'amener à suivre cette tendance, au détriment de l'individualisation des décisions. L'intelligence artificielle peut également rencontrer des phénomènes d'hallucinations. Récemment, un système testé à la Cour de cassation a identifié un arrêt en Assemblée plénière, mais en a tiré des conclusions erronées, car la question posée reposait sur un moyen mal formulé. Il faut donc rester prudent.

Nous allons devoir apprendre à travailler avec l'IA, mais les défis ne sont pas uniquement techniques, ils sont aussi et surtout éthiques. Il y a des systèmes quasi bureautiques qui vont nous permettre d'économiser du temps sur des tâches sans valeur ajoutée, comme l'orientation des dossiers au sein des

chambres. Si une erreur se produit, on peut toujours réorienter le dossier. Aujourd'hui, des conseillers référendaires évaluent la complexité d'un dossier pour aider le président à organiser la charge de travail. Cela aussi pourrait être fait par une IA, et si une mauvaise estimation est faite, il est toujours possible de corriger après coup. En revanche, lorsqu'il y a une forte valeur ajoutée humaine et que cela peut influencer une décision, l'IA ne doit pas intervenir directement. C'est d'ailleurs interdit en droit français par la loi de 1978 Informatique et libertés et en droit de l'Union européenne, notamment le règlement (UE) 2024/1689 établissant des règles harmonisées en matière d'intelligence artificielle. L'IA peut être un outil d'aide à la décision, mais il ne faut pas qu'elle remplace l'homme. Il ne faut pas mettre en place un système où la machine devance l'humain, en lui proposant des décisions que le magistrat n'aurait plus qu'à valider. Le risque, c'est qu'à force de s'appuyer sur la machine, la vigilance humaine s'abaisse et qu'in fine, ce soit la machine qui juge.

Je pense que l'IA peut être utile pour des tâches sans réelle valeur ajoutée ou pour une validation a posteriori. Mais l'évolution est rapide, et peut-être que dans cinq ans, la situation sera très différente. Toutefois, sur un plan éthique, je suis convaincu qu'un homme ou une femme doit être jugé par un homme ou une femme. Développer notre propre IA est hors de portée : cela demande des moyens colossaux et des compétences que la justice française n'a pas. Il faut donc s'adapter. Certains outils pourront nous aider sur des tâches répétitives, comme l'orientation des dossiers, mais pour tout ce qui touche au cœur du processus judiciaire, la décision doit rester humaine.

Enfin, l'avocat est là pour envisager la solution la plus probable pour son client. Il analyse et conseille. Mais le juge, lui, ne rend pas la décision la plus probable, il rend la décision la plus juste et qui correspond à l'objet du litige, aux demandes qui sont formées, aux moyens de défense qui sont invoquées et des preuves qui sont apportées, éléments spécifiques à chaque litige. Parfois, ce qui semble être la solution la plus probable n'est pas adaptée. La justice ne doit pas perdre son humanité et le caractère spécifique de chaque litige : un justiciable a droit à être jugé en fonction de ses propres circonstances, dans le cadre d'un débat contradictoire. Si nous laissons la machine prendre cette place, alors il n'y a plus besoin d'avocat. L'IA peut être une aide, mais elle ne doit jamais se substituer au juge.

Avez-vous été particulièrement marqué par une ou des affaires durant votre carrière ?

Oui, certaines affaires m'ont particulièrement marqué, surtout au début de ma carrière. J'ai été juge placé auprès du premier président (d'une cour d'appel) pendant six ans, c'est-à-dire un magistrat sans affectation fixe qui occupe les postes vacants. J'ai souvent remplacé des juges pour enfants, notamment en raison de congés de maternité. Cette fonction a été la plus marquante et celle qui m'a le plus empêché de dormir, car elle confronte à des situations souvent dramatiques impliquant des enfants, des êtres particulièrement fragiles. Contrairement au droit pénal, où le doute profite à l'accusé, ou au droit civil, où la preuve obéit à des règles précises, en matière de protection de l'enfance, il n'existe pas de méthode claire pour résoudre le doute.

Je me souviens notamment d'un vendredi soir où le parquet m'avait appelé en urgence : un enfant présentait un syndrome de Silverman, caractérisé par des fractures multiples non soignées, souvent signe de mauvais traitements. L'enfant avait 18 mois et ne parlait pas encore. Face à l'absence d'explication cohérente des parents et compte tenu du signalement des services sociaux, j'ai dû décider en urgence de placer l'enfant. Plus tard, les investigations ont révélé que l'enfant souffrait en réalité de la maladie des os de verre. Cette décision, qui pouvait se justifier au regard des éléments dont je disposais au moment de la décision de placement, a été très difficile à vivre, car elle a causé une douleur légitime à la famille.

Une autre affaire marquante concernait un couple avec trois enfants, dont le dernier, non désiré, ne mangeait presque pas. Les parents nourrissaient les deux aînés, mais prétendaient que le plus jeune disait ne pas avoir faim. Un jour, cet enfant est décédé d'inanition. Cette affaire m'a hanté pendant des mois, illustrant combien ces dossiers touchent à la part la plus humaine du métier de magistrat. À l'inverse, certaines affaires très médiatiques ne m'ont pas empêché de dormir. J'ai notamment jugé l'affaire des photos de Kate Middleton publiées par Closer, qui avait fait le tour de la presse mondiale, ainsi que celle des photos de François Hollande apportant des croissants à Julie Gayet. Bien que ces affaires aient eu un fort retentissement médiatique, elles ne présentaient pas la même charge émotionnelle.

Même dans le cadre actuel de la chambre commerciale, certaines affaires très techniques, comme des contentieux de cartels ou de brevets de médicaments, exigent un investissement intellectuel important. J'ai parfois passé plusieurs jours à examiner des dossiers ayant pris des mois de préparation au rapporteur. Pourtant, ce travail, bien que complexe, ne procure pas le même stress que les affaires d'assistance éducative que j'ai connu en début de carrière. Lorsqu'on traite des enjeux financiers, l'approche reste rationnelle et technique. Mais dès qu'il s'agit de « pâte humaine », comme je l'appelle, le poids des décisions devient bien plus lourd, car elles peuvent transformer la vie de ceux qui en sont les destinataires.

Avec du recul, que diriez-vous à des aspirants magistrats ou à de jeunes magistrats confrontés à des difficultés similaires ?

Je leur dirais d'abord : ne doutez pas de votre légitimité. Il faut des juges. Comme le disait le premier président Pierre Truche, c'est une fonction dangereuse, surtout pour les autres. Mais il est essentiel de décider. Le pire serait de ne rien faire. Décider en ayant conscience que l'erreur est inhérente à notre fonction, c'est accepter notre humanité. C'est d'ailleurs pour cela qu'il existe l'appel et le pourvoi en cassation. Cependant, cette possibilité de réexamen ne doit pas vous paralyser. Il faut statuer après avoir écouté attentivement les parties et examiné consciencieusement le dossier. N'hésitez pas à prendre des mesures d'investigation si nécessaire, mais ne fuyez pas la décision.

Ne vous blindez pas trop. Il faut certes un minimum de protection émotionnelle pour ne pas être submergé, mais ne laissez pas votre humanité de côté. Soyez toujours respectueux des personnes, même lorsqu'elles ont commis des actes répréhensibles. Ce respect et cette humanité doivent en permanence guider votre conduite professionnelle. Être magistrat, c'est parfois accomplir un miracle : trancher des situations de vie avec justesse et compassion. C'est une fonction passionnante qui, malgré sa difficulté, apporte une grande satisfaction. Personnellement, je n'ai jamais regretté d'avoir exercé ces fonctions, car elles m'ont fait mûrir et m'ont construit.

Je tiens aussi à les rassurer : vous ne vous tromperez pas tout le temps. J'ai pris des décisions qui ont sauvé des enfants de situations de maltraitance et mis fin à des placements devenus inutiles lorsque la situation familiale s'était apaisée. Ces décisions justes sont la récompense du travail difficile et rappellent l'importance de notre rôle dans la société.

02 - PORTRAIT

CAROLINE BASDEVANT-SOULIE

Associée fondatrice du cabinet Oyat

Par Maëlle Teyssier

Pour commencer, pourriez-vous nous résumer votre parcours en quelques mots.

J'ai réalisé toutes mes études à Assas, jusqu'au DESS en droit des affaires et fiscalité sous la direction du professeur Philippe Merle. Ensuite, j'ai effectué un LLM aux États-Unis, à Berkeley. À l'époque, peu de personnes allaient étudier aux États-Unis, ce qui m'a permis d'obtenir un profil singulier et de participer à la Job Fair de New York, où j'ai rencontré de nombreux cabinets anglo-saxons. C'est ainsi que j'ai intégré Lovells, aujourd'hui Hogan Lovells, où j'ai travaillé pendant quatre ans avant de rejoindre Bird & Bird, un cabinet nouvellement installé à Paris.

Ce passage chez Bird & Bird a marqué le début de mon intérêt pour les startups. J'ai également été détachée pendant 15 mois à la Caisse des dépôts et consignations pour créer des plateformes de pôles de compétitivité, une expérience très enrichissante qui m'a permis de mieux comprendre les enjeux et attentes des clients. Après sept années chez Bird & Bird, j'ai rejoint Latournerie Wolfrom Avocats pour y développer l'internationalisation du cabinet.

Enfin, il y a trois ans, j'ai fondé Oyat avec Laurent de la Brosse et Marie-Hélène Tonnellier. Oyat a fêté ses trois ans en janvier dernier.

Pourquoi avoir choisi de vous spécialiser en M&A ?

J'ai effectué des stages chaque été dans des cabinets français ou anglo-saxons de la 1ère année à la 5ème année, ce qui m'a permis de découvrir plusieurs pratiques. Mon passage chez Darrois Villey Maillot Brochier m'a particulièrement marquée : l'énergie des avocats et l'intensité des dossiers m'ont convaincue que le M&A était ma voie. J'étais entourée d'avocats passionnés, et cette passion m'a été transmise naturellement.

Êtes-vous toujours aussi passionnée par le M&A ?

Absolument. Travailler avec des entrepreneurs est incroyablement stimulant et m'a aussi inspirée à créer mon propre cabinet. Beaucoup d'entre eux m'encourageaient déjà, mais il m'a fallu du temps pour me sentir prête et trouver les bonnes personnes pour ce projet.

Qui sont ces personnes qui vous ont accompagné dans la création de votre cabinet ?

J'ai fondé Oyat avec Marie-Hélène Tonnellier, responsable du département Digital, et Laurent de la Brosse, à la tête du département Grands Projets et Transition Écologique. Nous

avons une confiance et une cohésion extraordinaires, issues de nos années de travail ensemble. Deux autres associés, Guillaume Ledoux en M&A - Private Equity et Romain Canot en droit de l'Environnement, nous ont rejoints, avec nos équipes, soit 18 personnes au total.

Qu'est-ce qui vous a poussé à fonder votre propre cabinet ?

Fonder son propre cabinet est complexe, mais j'ai grandi dans un environnement entrepreneurial. J'ai toujours eu cette fibre entrepreneuriale. En intégrant le comité de gérance durant la pandémie, j'ai pu observer la gestion d'un cabinet, ce qui m'a donné la confiance pour me lancer.

Quels ont été les premiers défis rencontrés lors de la création de votre cabinet ?

Les défis sont nombreux : mettre en place une structure, prioriser, déléguer. La création du site internet, la gestion financière, la communication... Tout cela doit se faire en parallèle du travail pour les clients. En tant que nouvelle structure, nous devons aussi investir dans la visibilité et construire notre marque, en passant par des conférences et une forte présence sur LinkedIn.

Quels avantages et quelles leçons tire-t-on de l'expérience acquise dans d'autres cabinets avant de créer le sien ?

Lorsque l'on crée son propre cabinet, on a l'avantage de pouvoir tirer des enseignements des structures où l'on a évolué auparavant. Cela nous permet d'identifier certaines limites rencontrées et de chercher à améliorer les choses. Créer un cabinet, c'est l'opportunité de bâtir quelque chose de neuf en capitalisant sur les expériences passées et en ajustant les aspects que l'on souhaite perfectionner.

Quels conseils donneriez-vous pour la création de son propre cabinet ?

Je conseille de s'entourer de conseils d'autres entrepreneurs. Nous avons bénéficié d'un réseau de soutien exceptionnel, où certains confrères ont même partagé leur business plan avec nous. Cette solidarité a été précieuse. Il est essentiel d'anticiper et de bien s'entourer, y compris en recrutant des collaborateurs engagés qui croient en notre projet.

Pourquoi avoir choisi le nom « Oyat » pour votre cabinet, et quelle signification cela revêt-il pour vous ?

C'est Romain Canot, notre associé du département Environnement, qui a trouvé ce nom. L'oyat est une plante qui

cimente les dunes et empêche leur érosion. Ce symbole nous est apparu idéal pour refléter notre engagement RSE et notre rôle de soutien auprès de nos clients. Le nom a rapidement fait l'unanimité au sein du cabinet, témoignant de notre esprit collectif.

Quels sont vos objectifs pour le développement d'Oyat dans les prochaines années ?

Nous sommes une équipe de 30 personnes. Nous souhaitons continuer à grandir, en particulier dans le département corporate, et promouvoir nos talents internes, comme Romain Chinchole, qui est devenu Counsel en novembre dernier. L'objectif est d'atteindre environ 50 avocats d'ici trois à quatre ans, en préservant notre culture d'entreprise et en recrutant des profils partageant notre esprit entrepreneurial.

Quelles sont aujourd'hui les spécialités de votre cabinet ?

Nous intervenons principalement en M&A pour des acquisitions et cessions d'entreprises, souvent pour des opérations de carve-out. Nous avons également une activité en joint-ventures, mobilisant des expertises variées telles que la propriété intellectuelle, les contrats commerciaux et le droit des affaires.

Et en Private Equity, quelle est votre approche ?

En Private Equity, nous sommes très actifs dans les levées de fonds ou dans le cadre des opérations de LBO/ MBO. Nous privilégions généralement le côté des managers, bien que nous accompagnons aussi le côté fonds ou family office lorsque ce sont des fonds ou family office avec une dominante ESG. C'est le cœur de notre approche avec notre département Environnement, cette dominante-là est vraiment importante pour le cabinet.

Avez-vous une dominante entre le M&A et le Private Equity dans les dossiers que vous traitez ?

Nos choix sont souvent guidés par les besoins de nos clients et les dossiers qu'ils nous confient. Par exemple, l'an dernier, nous avons eu une activité davantage orientée vers le private equity, avec un dossier MBO large cap. En réalité, ce sont les dossiers eux-mêmes qui dictent notre pratique, plutôt que l'inverse.

En revanche, sur le marché français, nous ambitionnons particulièrement de développer les dossiers cross-border, car cette dimension internationale est essentielle pour nous.

Quel est le profil type des clients que vous accompagnez ?

Nous sommes principalement actifs sur le segment du small et mid cap, allant de la start up à la PME, ou multinationales mais également fonds d'investissement ou family office avec une dimension ESG mais nous travaillons également avec de grands groupes industriels.

Comment parvenez-vous à vous différencier en M&A et Private Equity, dans un marché largement occupé par les grands cabinets anglosaxons ?

Notre avantage réside dans notre spécialisation small et mid-cap, là où les cabinets anglo-saxons se concentrent sur les opérations large cap. Nous avons également développé une solide dimension internationale qui attire des clients cherchant un accompagnement sur le marché français. Participer à des événements de l'International Bar Association (IBA) renforce notre visibilité et notre réseau.

Et sur le marché français, comment vous différenciez-vous ?

Notre approche diffère de celle de certains cabinets français, car nous avons investi énormément dans notre dimension internationale. Nous sommes souvent sollicités par des clients français pour des dossiers à portée internationale, et cela nous permet de nous distinguer sur le marché ou nos confrères étrangers nous sollicitent pour des opérations de leurs clients étrangers en France. Notre réseau joue un rôle central pour attirer cette clientèle internationale.

L'IBA (International Bar Association) nous apporte beaucoup dans cette dynamique : je participe à de nombreuses conférences ainsi que Marie-Hélène Tonnellier, ce qui renforce notre reconnaissance sur le plan international. En septembre dernier, nous avons participé avec Marie- Hélène Tonnellier à la conférence annuelle de l'IBA rassemblant 4.000 avocats du monde à Mexico pour rencontrer des cabinets internationaux qui deviendront des futurs partenaires dans les dossiers.

Nous mettons un accent particulier sur notre visibilité à l'international. Cela a été déterminant pour décrocher le panel d'une des ESN majeures en Europe où nous avons pu répondre à leur appel d'offres en mobilisant notre réseau international, couvrant plus de vingt pays. Notre capacité à travailler avec un large éventail de cabinets partenaires a fait la différence.

Quelles tendances avez-vous observées ces dernières années sur le marché du M&A et du Private Equity ?

Les deux dernières années ont été davantage marquées par le M&A que par le Private Equity. Cependant, nous avons fait exception, en ayant notamment un beau dossier de MBO large cap couvrant 6 pays très intéressant. Malgré cela, la tendance générale était plutôt M&A, ce qui correspond aux conditions de marché : les acteurs ont privilégié des transactions de fusions et acquisitions plutôt que des levées de fonds ou des opérations de LBO/MBO.

Depuis juin 2024, l'activité Private Equity a repris, mais cette reprise est encore légère.

Avez-vous des exemples de transactions particulièrement marquantes ?

L'histoire de Nomios est emblématique. J'ai accompagné cette société depuis huit ans, du rachat par Infradata à sa dernière cession à Keensight Capital en 2023. Voir une entreprise

évoluer de 40 à plus de 250 collaborateurs est une expérience très gratifiante. Accompagner un entrepreneur sur le long terme est l'un des aspects les plus enrichissants de notre métier.

En tant qu'associée, comment gérez-vous l'équilibre entre vie professionnelle et personnelle, notamment dans un domaine aussi exigeant que le M&A ?

Le M&A peut être très exigeant, surtout dans les cabinets anglo-saxons où les dossiers large cap imposent un rythme intense. Aujourd'hui, je me concentre sur les small et mid-cap, ce qui me permet de mieux gérer cet équilibre. Travailler dans un cabinet indépendant offre aussi une grande liberté dans le choix des clients, ce qui aide à maintenir cet équilibre.

Quels conseils donneriez-vous aux étudiants et jeunes avocats dans ce secteur ?

Je leur recommande de développer leur réseau dès leurs études et de multiplier les stages pour découvrir différents types de cabinets. Les jeunes femmes, en particulier, doivent oser davantage, et persévérer pour briser le "plafond de verre". Les choses évoluent dans la profession, avec des politiques comme le télétravail qui facilitent un meilleur équilibre.

Avez-vous fait face à des difficultés spécifiques en tant que femme dans votre carrière ?

Au début de ma carrière, il a fallu s'armer de patience et persévérer, malgré des situations difficiles. Nombre de collaboratrices que j'ai connues n'ont pas persévéré, car les obstacles étaient trop nombreux.

Aujourd'hui, les choses ont évolué : il y a de plus en plus de femmes associées et un réel désir de changement dans la profession, avec des politiques comme le télétravail, qui favorisent un meilleur équilibre pour tous.

Il reste encore des freins que les femmes se mettent parfois elles-mêmes, mais globalement, la profession devient plus inclusive, et cela aide beaucoup. D'ailleurs, dans certains domaines où les femmes sont encore peu nombreuses, comme le M&A, cela peut même devenir un avantage en termes de visibilité.

Avez-vous un dernier conseil pour les étudiants ?

Faites autant de stages que possible pour identifier la structure qui vous convient le mieux. Enfin, n'oubliez jamais l'importance du networking. Gardez le contact avec les personnes que vous rencontrez, car ce réseau vous sera indispensable si vous souhaitez un jour devenir associé ou monter votre propre cabinet.

02 | DOSSIERS

01 - DOSSIER

LISTING ACT : LE SURSAUT LÉGISLATIF POUR RELANCER LA COTATION EUROPÉENNE ?

Par Maëlle Teyssier (publié chez les Éditions Lamy Liaisons)

Les PME représentent aujourd'hui 99,8 % des entreprises de l'Union européenne (UE)¹, pourtant ces dernières années le nombre d'introductions en bourse a connu une forte diminution². Une analyse menée dans 14 États membres de l'UE a montré que jusqu'à 17 000 grandes entreprises sont admissibles à la cote, mais ne cherchent pas à franchir le pas³. Force est de constater que malgré les avantages que présente la cotation, de nombreuses entreprises préfèrent lever des fonds via d'autres sources de financement comme le *Private Equity*⁴, en raison des contraintes et des coûts associés à la cotation.

Cette tendance se reflète aussi dans les nombreux retraits de la cote. Parmi les exemples récents figurent Iliad en 2021, Rothschild & Co et EDF en 2023, ainsi que la récente annonce du groupe Bolloré de lancer trois offres publiques de retrait en septembre 2024. Les opérations de *Public to Private* semblent alors connaître un nouvel essor au détriment des marchés de capitaux, qui ne sont plus attrayants pour les entreprises de l'UE.

Ces dernières années, les législateurs, régulateurs et entreprises de marché ont réalisé un certain nombre d'efforts pour pallier la baisse d'attractivité des marchés européens. Les questions relatives aux contraintes réglementaires pesant sur les entreprises lors de l'accès aux marchés boursiers ont notamment été soulevées dans le cadre du forum de haut niveau sur l'Union des Marchés de Capitaux (UMC), du rapport final du groupe d'experts techniques des parties intéressées (TESG) sur les PME et du plan d'action pour l'UMC en 2020.

Ces différents rapports ont souligné la nécessité pour le législateur européen de mettre en œuvre de nouvelles mesures

pour favoriser l'entrée en bourse des entreprises, et en particulier des PME. À cet égard, dans son rapport final de mai 2021, le TESG a formulé 12 recommandations visant à modifier le cadre régissant l'admission à la cote tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de croissance des PME. Ce marché avait été introduit par la directive MIF 2 en 2018, créant une nouvelle catégorie de systèmes multilatéraux de négociation (SMN), afin d'encourager les PME à recourir aux marchés des capitaux.

Le sursaut législatif est intervenu le 7 décembre 2022 lorsque la Commission a présenté un nouveau paquet législatif sur l'admission à la cote, dit *Listing Act*, comprenant un ensemble de mesures visant à accroître l'attractivité des marchés de capitaux de l'UE pour les entreprises. Cet ensemble législatif a été approuvé par le Parlement européen en avril, et le Conseil a enfin adopté ces mesures le 8 octobre 2024⁵. Finalement, ce paquet législatif a été publié au Journal officiel de l'Union européenne le 14 novembre 2024 et entrera en vigueur le vingtième jour suivant sa publication, soit le 4 décembre 2024, pour la plupart des dispositions prévues par les différents textes.

Le *Listing Act* comprend ainsi 3 textes dont : le règlement (UE) 2024/2809 modifiant le règlement Prospectus, le règlement relatif aux abus de marché et le règlement concernant les marchés d'instruments financiers ; la directive (UE) 2024/2811 modifiant la directive sur les marchés d'instruments financiers et abrogeant la directive sur l'admission à la cote ; et enfin une directive sur les actions à votes multiples.

I. Le règlement sur l'admission à la cote

Le règlement (UE) 2024/2809 modifie les règlements (UE)

sociétés entrant en bourse : panorama international et considérations générales, Revue trimestrielle de droit financier, décembre 2022

⁵ Conseil de l'Union européenne, communiqué de presse, 8 oct. 2024, Cotation sur les places boursières européennes : le Conseil adopte la législation sur l'admission à la cote

¹ Eurostat, *Number of enterprises by enterprise size class*, 2019

² Rapport d'Oxera intitulé *Primary and secondary equity markets in EU*, 2020

³ Rapport d'Oxera intitulé *Primary and secondary equity markets in EU*, 2020

⁴ A. Pietrancosta, [Chronique] Le recours aux actions à droits de vote multiples par les

2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014. Il s'attaque à une simplification des réglementations applicables à l'admission à la cote des PME, lors de la phase d'introduction en bourse et lors de la phase postérieure à celle-ci.

Le règlement (UE) 2024/2809 modifie les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014. Il s'attaque à une simplification des réglementations applicables à l'admission à la cote des PME, lors de la phase d'introduction en bourse et lors de la phase postérieure à celle-ci.

Rationalisation du contenu des prospectus

Afin de simplifier les règles d'admission à la cote sur les marchés boursiers, ce texte tend à modifier le règlement Prospectus dans un souci d'allègement de la charge réglementaire pesant sur les sociétés. Ce règlement répond aux préoccupations sur le manque d'uniformité, notamment celles formulées par l'ESMA dans un rapport de juillet 2022⁶, dans lequel elle soulignait les différentes disparités qui existent entre les réglementations applicables aux prospectus.

Les principales modifications apportées par ce règlement visent à simplifier la publication du prospectus et à réduire le coût de son élaboration. Parmi les mesures principales, figure l'autorisation de publier le prospectus uniquement en anglais et en format électronique, à l'exception d'un résumé en langue locale, avec un nombre maximal de 300 pages. Le CESE accueille très favorablement cette mesure en soulignant que les « *prospectus de 800 pages doivent appartenir au passé* »⁷. On notera que ce nouveau texte souhaite harmoniser les exigences d'information avec celles du prospectus de croissance de l'Union.

Quant aux PME, le règlement leur permettra, en principe, de lever plus facilement des fonds sur les marchés boursiers, et plus spécifiquement sur le marché de croissance des PME. À cet égard, ce dernier abroge l'article 15 du règlement Prospectus afin de remplacer le « *prospectus de croissance de l'Union* » par le « *document UE d'émission de croissance* », un nouveau document obligatoire dont le nombre maximal de pages est limité à 75 lorsqu'il est imprimé. Ce nouveau document sera obligatoire (sauf cas d'exemption) pour les offres publiques de valeurs mobilières réalisées par certaines catégories d'émetteurs : les PME et ceux dont les titres sont négociés sur un marché de croissance des PME, sous réserve qu'ils n'aient pas déjà de titres admis sur un marché réglementé.

Le régime des exemptions se voit lui aussi amendé, on peut souligner la modification de l'article 1er du règlement Prospectus. Il n'est pas inutile de rappeler qu'en l'état du droit applicable, les émetteurs sont exemptés de publier un prospectus pour l'admission à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières fongibles avec des valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur ce même marché. Sous condition toutefois que ces valeurs mobilières nouvellement émises représentent, sur une période de 12 mois, moins de 20 % du nombre de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur ce marché. Ainsi, le règlement étend cette exemption aux sociétés, dont des valeurs

mobilières ont été négociées sur un marché de croissance des PME sans interruption pendant les 18 mois précédant l'offre ou l'admission à la négociation des valeurs mobilières concernées et relève le seuil à 40 %.

Une nouvelle exemption est introduite : les entreprises qui émettent des valeurs mobilières fongibles avec des valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ou sur un marché de croissance des PME, ne seront pas tenues d'établir et de publier un prospectus. Dans ces cas-là, la publication d'un résumé suffira. En revanche, cette exemption ne sera pas applicable aux émissions secondaires.

Aussi, ce règlement vise à encourager les offres transfrontalières, par une harmonisation du seuil en dessous duquel les offres au public de valeurs mobilières sont exemptées de l'obligation de prospectus. Ce seuil initialement fixé à 1 million d'euros par l'article 1er, paragraphe 3, du règlement Prospectus passera à 12 millions d'euros.

Finalement, ce texte introduit de nombreuses modifications visant à alléger la charge pesant sur les émetteurs tout en garantissant la qualité des informations fournies aux investisseurs.

Allègement des obligations concernant les informations privilégiées

En ce qui concerne le règlement MAR sur les abus de marché, plusieurs révisions sont également introduites afin de remédier aux difficultés que posent certaines de ses dispositions actuelles. En effet, la définition d'information privilégiée, notion essentielle pour encadrer les opérations d'initiés, manque de clarté. Cette définition extensive fait peser une charge réglementaire jugée comme disproportionnée sur les émetteurs qui peinent à distinguer l'information privilégiée de celle qui n'en est pas une, alourdissant de ce fait leurs obligations.

Ce nouveau règlement ne modifie pas directement cette définition, qui demeure inchangée. En revanche, le champ d'application de l'obligation de publication se voit réduit, avec une révision de l'article 17 qui exclut les étapes intermédiaires d'un processus à plusieurs phases. Ces informations, considérées comme trop provisoires et insuffisamment confirmées, ne nécessiteront donc plus de publication immédiate.

À cet égard, le règlement modifie par ailleurs l'article 19 du règlement MAR en relevant le seuil de notification des transactions effectuées par les dirigeants ou leurs proches de 5 000 à 20 000 euros, afin d'éviter la publication d'informations peu pertinentes. Il permet aux autorités nationales de fixer ce seuil jusqu'à 50 000 euros.

En outre, il permet à la Commission d'être habilitée à publier un règlement délégué afin d'établir une liste non exhaustive des informations pertinentes, précisant pour chacune le moment où leur publication par les émetteurs est attendue.

⁶ ESMA, *Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities*, 21 juil. 2022, ESMA42-111-7170

⁷ Avis du Comité économique et social européen la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) no

596/2014 et (UE) no 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, point 4.4

D'autres modifications du règlement MAR sont également insérées, parmi lesquelles on peut noter l'amélioration du régime d'échange d'informations par l'introduction d'un nouvel article 25 bis mettant en œuvre un mécanisme de surveillance intermarchés des carnets d'ordres.

Enfin, le règlement met en place un régime de sanctions plus proportionné pour les PME et clarifie les obligations de publication prévues par le règlement MAR, en simplifiant notamment les conditions de report de publication. Ce dispositif vise à offrir aux PME un cadre allégé et adapté, réduisant la charge réglementaire qui pèse sur elles, pouvant être un frein à la cotation, tout en répondant aux exigences de transparence et de protection des investisseurs.

Selon l'analyse d'impact présentée le 10 juin 2022, « la réduction des coûts annuels de mise en conformité est estimée à environ 89 millions d'euros, dont 24,6 millions d'EUR pour les PME et 64,6 millions d'EUR pour les sociétés autres que des PME. Les modifications ciblées des règles en matière de report de publication pourraient en outre réduire les coûts des entreprises de 11 millions d'euros »⁸.

Cela permettrait alors d'atténuer l'insécurité juridique concernant les exigences en matière de publication d'information, tout en assurant un niveau élevé de transparence afin de garantir la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. Comme le souligne le CESE « si les actionnaires risquent d'être traités de manière inéquitable ou d'être mal protégés lorsque l'entreprise devient publique, leur confiance dans les marchés des capitaux de l'UE ne s'accroîtra pas ».

Modification substantielle du règlement MiFIR

En lien avec l'introduction au sein du règlement MAR du mécanisme de surveillance intermarchés des carnets d'ordres, ce texte modifie le règlement MiFIR. En effet, il vient préciser qu'une autorité compétente peut demander en continu des données des carnets d'ordres à une plate-forme de négociation placée sous sa surveillance. Par ailleurs, il habilite l'ESMA à harmoniser le format du modèle à utiliser pour conserver ces données.

II. La directive sur l'admission à la cote

Le 23 octobre 2024, le Conseil et le Parlement sont enfin parvenus à un accord en signant la proposition de directive comprise dans le *Listing Act*, dite directive sur l'admission à la cote. Celle-ci modifie la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID)⁹, afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et faciliter l'accès des PME aux capitaux. Elle abroge par ailleurs la directive sur l'admission à la cote¹⁰.

L'abrogation de cette directive du 21 mai 2001 semblait nécessaire puisque les nombreuses modifications introduites par diverses directives l'ont progressivement vidée de son contenu. En effet, le considérant 10 de ladite proposition rappelle que ces

directives modificatives « ont remplacé la plupart des dispositions harmonisant les conditions qui régissaient les informations à fournir pour les demandes d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et les informations sur les valeurs mobilières admises à la négociation, et ont rendu superflue une grande partie de la directive 2001/34/CE ». La nouvelle directive permettrait alors de mettre en place un corpus réglementaire unique, réduisant de ce fait la flexibilité accordée aux États membres.

Cette abrogation entraîne la réduction significative du niveau minimal de capital flottant exigé par l'article 48, paragraphe 5, de ladite directive. En effet, elle réduit le pourcentage minimal de diffusion des titres dans le public. Ce flottant minimal passerait de 25% à 10%. Ces nouvelles exigences de capital flottant sont prévues par l'insertion d'un nouvel article 51 bis « Conditions particulières relatives à l'admission d'actions à la négociation » au sein de MiFID. Ce dernier accorde tout de même une dérogation, explicitée par le considérant 12 de la directive modificative indiquant que « afin de mieux tenir compte des caractéristiques et du volume des émissions d'actions, les États membres devraient pouvoir autoriser d'autres moyens de déterminer si un nombre suffisant d'actions ont été diffusées dans le public »¹¹.

Ce nouveau texte semble des plus judicieux : le nouveau seuil de flottant renforcera la compétitivité de l'Union des marchés de capitaux tout en assurant un niveau de liquidité suffisant sur le marché.

On notera également qu'il emporte de nombreuses modifications sur la réglementation applicable au marché de la recherche en investissements prévue par MiFID. Le quatrième considérant de la directive met en évidence les limites de cette dernière et souligne notamment la nécessité de « revitaliser le marché de la recherche » pour assurer « une couverture suffisante par la recherche des entreprises, en particulier les entreprises à faible et à moyenne capitalisation ». Ce faisant, la directive modifie l'article 24 de MiFID concernant les principes généraux visant à garantir la protection des investisseurs et plus particulièrement les règles régissant la rémunération du service de recherche d'investisseurs. Dans cette perspective, les prix de la recherche et de l'exécution des ordres pourront désormais être liés, au lieu d'être séparés, pour les petites capitalisations.

Cette nouvelle directive répond alors aux craintes exprimées par le CESE qui soulignait dans son rapport qu'« une grande majorité des émetteurs indiquent que la directive MiFID II a réduit la couverture et la visibilité des PME. Le CESE estime qu'il est clairement nécessaire d'introduire de nouvelles mesures pour encourager la recherche indépendante, en tirant les enseignements des meilleures pratiques disponibles en Europe ».

En assouplissant les règles de financement de la recherche, ce texte espère inciter de nouveau les recherches en investissement sur les PME.

⁸ Règl. (UE) 2024/2809, P. 18

⁹ Dir. 2014/65/UE, 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014)

¹⁰ Dir. 2001/34/CE, 28 mai 2001, concernant l'admission de valeurs mobilières à la

cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (JO L 184 du 6.7.2001)

¹¹ Dir. (UE) 2024/2811, cons. 12

III. La directive sur les actions à votes multiples

Contexte et enjeux

Afin de répondre aux objectifs fixés par le plan d'action de 2020 pour l'Union des Marchés de Capitaux (UMC), une directive sur les structures avec actions à votes multiples est introduite dans le but de promouvoir et de diversifier l'accès des petites entreprises innovantes au financement. Ce texte s'inscrit par une volonté de revitaliser l'admission à la cote des PME et des entreprises familiales sur les marchés boursiers de l'UE.

Aujourd'hui, de nombreuses entreprises, et plus particulièrement les PME, ne recourent pas à l'introduction en bourse afin d'obtenir des financements, et sont donc tributaires des financements bancaires, par crainte des associés fondateurs de perdre le contrôle. De nombreuses études témoignent de cette inquiétude et soulignent que c'est l'un des principaux freins à l'admission à la cote des PME. En effet, la cotation implique ipso facto une dilution de la propriété, ne permettant plus aux associés fondateurs d'exercer un contrôle sur les investissements et sur les décisions d'exploitation de l'entreprise.

On peut notamment citer le rapport d'Oxera¹² en novembre 2020 qui souligne que le contrôle est un facteur déterminant dans la décision de cotation et que, par ailleurs, la perte de contrôle est largement citée par les entreprises non cotées comme la raison la plus importante pour rester privées. Le TSEG souligne lui aussi en mai 2021¹³ ces mêmes préoccupations et recommande à ce titre d'introduire dans la législation de l'UE la possibilité pour les émetteurs qui souhaitent être cotés ou qui sont déjà cotés sur un marché réglementé ou un SMN d'adopter des structures de droits de vote multiples, telles que des actions à double classe et/ou des actions de fidélité. Cette directive rejoint, par ailleurs, la position prise par le HCJP en France, dans un rapport du 15 septembre 2022 sur les droits de vote multiples¹⁴.

Cette directive tente de pallier ces craintes en permettant à certaines sociétés d'avoir le droit d'adopter des structures avec actions à vote multiples. Elle est ainsi applicable aux « sociétés qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME dans un ou plusieurs États membres et qui ne disposent pas d'actions déjà admises à la négociation sur une quelconque plate-forme de négociation »¹⁵. Ce qui met par ailleurs un terme au principe « une action une voix », principe à ce jour maintenu dans certains États membres, on peut citer à titre d'exemple l'Allemagne, la Belgique ou encore l'Espagne.

Cette directive sur les actions à votes multiples s'efforce de trouver un juste équilibre entre deux intérêts essentiels : « d'une part, la nécessité de protéger la liberté des fondateurs et des dirigeants d'entreprises de mettre en œuvre leur vision entrepreneuriale de long terme, sans être gênés par les exigences déstabilisantes de profit à court terme des fonds spéculatifs et autres investisseurs agressifs ; d'autre part, la nécessité de protéger les investisseurs minoritaires extérieurs (c'est-à-dire non contrôlants) contre la destruction de leur patrimoine par des contrôleurs d'entreprise

irresponsables et inamovibles »¹⁶.

Régime juridique

La directive (UE) 2024/2810 propose ainsi un cadre réglementaire destiné non seulement à faciliter l'émission et l'utilisation des actions à droits de vote multiples, mais également à harmoniser les pratiques entre États membres à travers une base réglementaire commune. La directive pose les limites pour garantir la protection des investisseurs, tout en permettant une certaine flexibilité au niveau national.

La présente directive ouvre la voie aux entreprises pour adopter des structures d'actions à droits de vote multiples, à condition qu'elles demandent l'admission de leurs actions sur un marché de croissance des PME¹⁷ dans un ou plusieurs États membres. Cette option est spécifiquement destinée aux sociétés ne disposant pas d'actions déjà admises à la négociation sur une quelconque plate-forme de négociation.

De surcroît, l'article 4, alinéa 2, de la directive précise que ce choix de structure d'actions à droits de vote multiples peut être fait avant toute demande d'admission à la cotation.

En parallèle, elle introduit des obligations rigoureuses visant à protéger les investisseurs, exigeant la mise en place de mécanismes de sauvegarde, qui encadrent les actions à droits de vote multiples et évitent les abus de pouvoir potentiels au détriment des actionnaires minoritaires. L'article 5, intitulé « Garanties pour un traitement équitable et non discriminatoire des actionnaires d'une Société », impose aux États membres de prendre diverses dispositions. Parmi ces mesures, la directive impose que toute décision d'adoption d'une structure avec actions à vote multiples ou toute décision ultérieure de modification de cette structure devra être prise par l'assemblée générale des actionnaires, avec une majorité qualifiée.

Elle permet également de restreindre l'influence des actions à vote multiples lors des assemblées générales en introduisant, au choix, soit un ratio maximal pour le poids de ces actions, soit une exigence limitant le pourcentage maximal du capital social, que le total des actions à vote multiples peut représenter. De plus, l'exercice des droits de vote privilégiés associés aux actions à vote multiples pourrait être limité pour toutes les décisions nécessitant une majorité qualifiée en assemblée générale.

En outre, cette directive permet aux États membres de mettre en place des garanties supplémentaires afin d'assurer une protection adéquate des actionnaires et de préserver les intérêts de la société. Parmi ces mesures complémentaires figurent notamment les clauses de caducité, telles que des clauses de caducité en cas de transfert, des clauses de caducité temporelle ou encore des clauses de caducité liées à un événement. Dès lors, ces dispositifs facultatifs offrent une flexibilité supplémentaire pour renforcer la sécurité juridique tout en s'adaptant aux spécificités des marchés nationaux.

Enfin, l'article 6 de ladite directive introduit des obligations

12 Primary and secondary equity markets in the EU. Final report, Oxera Consulting LLP, p. 118

13 Rapport final du groupe d'experts techniques des parties intéressées (TESG) sur les PME : Empowering EU capital markets - Making listing cool again

14 Rapport sur les droits de vote multiples du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, 15 sept. 2022

15 Dir. (UE) 2024/2810, art. 1er

16 Marc T. Moore, *Designing Dual Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered*

de transparence pour les sociétés ayant adopté des structures d'actions à vote multiples. Ces sociétés devront publier des informations complètes sur leur structure de capital, y compris les restrictions de transfert de titres, les droits de contrôle spéciaux, les limitations des droits de vote, ainsi que l'identité des détenteurs d'actions à votes multiples.

Harmonisation européenne

Cette nouvelle directive vise également à assurer une harmonisation minimale des législations nationales régissant les structures avec actions à votes multiples, tout en laissant une marge d'appréciation aux États membres quant à la manière de les encadrer.

Il s'agit là de la réponse apportée par le législateur européen à la fragmentation des réglementations nationales. En ce sens, l'exposé des motifs de cette directive souligne à juste titre que cette fragmentation juridique « entraîne une inégalité des chances pour les entreprises de l'UE lorsqu'elles décident de s'introduire en bourse » et fait état de la réglementation actuelle en indiquant que « certains États membres, comme la Suède ou le Danemark, ont autorisé les actions à votes multiples depuis

Approach, OBLB, 16 janvier 2020

¹⁷ Dir. 2014/65/UE, 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JOUE 12 juin, n° L 173, art. 4, § 1, pt. 12)

¹⁸ Avis du Comité économique et social européen sur la proposition de directive

presque le début de leur marché des capitaux. (...) En revanche, d'autres États membres ont interdit les actions à votes multiples. Dans certains cas, l'interdiction est limitée aux entreprises de type société anonyme, par exemple en Allemagne et en Belgique, tandis que, dans d'autres, elle s'applique à toutes les entreprises, par exemple en Autriche et en Croatie ».

Quant à lui, le Comité accueille favorablement cette directive en soulignant qu'il « espère que l'harmonisation minimale de ces règles, qui vise à attirer les entreprises familiales sur les marchés des capitaux de l'UE, contribuera à la mise en place d'une véritable union des marchés des capitaux européenne »¹⁸.

Les États membres qui interdisent actuellement les structures avec actions à votes multiples devront modifier leur législation afin d'autoriser de telles structures de gouvernance. Il est toutefois précisé que la transposition des dispositions de cette législation ne doit pas empêcher les États membres d'adopter ou de maintenir en vigueur des règles encadrant les actions à droits de vote multiples dans des cas non visés par celle-ci. Finalement, les États membres ont jusqu'au 5 décembre 2026 pour transposer cette directive¹⁹.

du Parlement européen et du Conseil sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME, COM(2022) 761 final — 2022/0406 (COD), point 4.2

¹⁹ Dir. (UE) 2024/2810, art. 7

02 - DOSSIER

MODERNISATION DU RÉGIME DES FIA FRANÇAIS : UN PAS VERS UNE PLACE FINANCIÈRE DE PARIS PLUS COMPÉTITIVE ?

Par Paul Mothes

« La SLPs pourrait donc permettre de réconcilier les approches et contraintes fiscales divergentes des différents investisseurs étrangers, et constituer, le cas échéant, un véhicule « one fits all » dont le marché français manquait cruellement jusqu'à présent. »¹

La régulation des fonds d'investissement alternatifs (FIA) s'est construite comme une réponse directe à la crise financière de 2007-2008, illustrant la volonté du législateur européen d'encadrer strictement ces véhicules d'investissement. Qualifiés par la doctrine de « catégorie fourre-tout »², les FIA se définissent négativement comme l'ensemble des fonds d'investissement qui ne sont pas qualifiés d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Cette définition extensive, issue de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 (directive

AIFM), a significativement restructuré le paysage des fonds d'investissement non-OPCVM³, créant un cadre juridique dont la complexité n'a d'égal que son ambition régulatrice. À la différence des OPCVM, véhicules d'investissement standardisés commercialisés principalement auprès de clients particuliers pour des stratégies d'investissement classiques, les FIA proposent des stratégies d'investissement spécialisées dans des domaines variés tels que le capital-risque ou le capital-retournement⁴. Cette spécificité justifie un encadrement juridique sophistiqué, distinguant notamment les fonds selon leur nature et leur objet, mais aussi selon leur clientèle cible professionnelle ou non-professionnelle. La France, soucieuse de maintenir l'attractivité de sa place financière, avait d'ailleurs fait le choix d'une transposition anticipée de ce dispositif européen

¹ S. Comis, P.-E. Floc'h, Société de libre partenariat « spéciale » : quelles opportunités fiscales pour les investisseurs ?, Les Echos, Capital Finance, 2024

² T. Bonneau, Droit bancaire, 11e éd, 2015, LGDJ, n° 931, p. 695

³ AMF, Directive AIFM, Guide des mesures de modernisation apportées aux place-

ments collectifs français, p. 2-3, Juillet 2013

⁴ T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, 3e éd., Economica, n° 53, p. 60., 2010

par l'ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013⁵, complétée par diverses mesures réglementaires visant à renforcer la compétitivité des fonds français.

Seulement, plus d'une décennie après l'adoption de la directive AIFM, l'évolution des marchés financiers et l'émergence de nouveaux besoins d'investissement⁶ ont mis en lumière la nécessité d'une modernisation du régime des FIA. Alors que certains économistes alertent sur les risques d'une nouvelle crise financière, potentiellement liée aux dettes obligataires, la question de l'efficacité et de l'adaptabilité du cadre réglementaire des FIA se pose avec une acuité renouvelée⁷. L'ordonnance du 3 juillet 2024 s'inscrit dans cette dynamique de réforme, soulevant les moyens de « *financer les besoins de long terme de l'économie européenne et en particulier la transition de notre tissu productif vers la neutralité carbone* »⁸.

Si cette réforme s'inscrit véritablement dans une stratégie de compétitivité accrue pour la place financière parisienne face aux autres centres financiers européens, c'est en intégrant certaines dispositions du règlement ELTIF 2.0⁹ et en répondant aux attentes des acteurs de marché quant à une plus grande souplesse et attractivité des véhicules d'investissement. En effet, selon l'étude d'impact publiée par le cabinet de la Première ministre, la gamme de fonds français souffre d'un manque de compétitivité, freinant ainsi la domiciliation des ELTIF en France¹⁰. L'ordonnance modernise ainsi deux grandes catégories de FIA, à savoir les FIA professionnels et non-professionnels. Son objectif étant de redynamiser l'investissement dans l'économie réelle et en particulier dans des projets d'infrastructures et des PME.

I. La création de la Société de Libre Partenariat Spéciale (SLPS) comme principale innovation pour les FIA professionnels

L'innovation majeure de l'ordonnance réside dans l'introduction de la Société de Libre Partenariat Spéciale (SLPS). Ce véhicule « *hybride* » est conçu pour offrir une flexibilité accrue aux investisseurs institutionnels. Contrairement aux structures dotées de la personnalité morale, la SLPS n'en dispose pas¹¹, bien qu'elle détienne de nombreuses caractéristiques de celle-ci¹². Ce modèle, inspiré des structures concurrentes du *Limited Partnership* britannique et de la société en commandite spéciale (SCSp) luxembourgeoise, permet une gouvernance adaptable aux besoins spécifiques des fonds¹³. La SLPS offre une grande souplesse dans son organisation et sa gestion, permettant aux gestionnaires de définir librement les termes de collaboration avec les partenaires, renforçant la relation GP-LP (*General Partner-Limited Partners*) sans les contraintes propres aux entités juridiques traditionnelles¹⁴. Ce nouveau véhicule semble alors répondre à un double objectif stratégique : d'une part, il permettra tant une souplesse statutaire et réglementaire, que, l'ambition d'accroître la compétitivité de Paris face à Londres et Luxembourg.

II. L'émission de titres de créance par les FPS et SLP

En autorisant les Fonds Professionnels Spécialisés (FPS) et les Sociétés de Libre Partenariat (SLP) à émettre des titres de créance, l'ordonnance introduit une ductilité supplémentaire pour les fonds français. Cette faculté, largement répandue dans les places concurrentes, répond aux besoins exprimés par certains investisseurs institutionnels de structurer leurs investissements sous cette forme¹⁵. En pratique, l'émission de titres de créance représente inévitablement des avantages fiscaux ou comptables pour les investisseurs. En rendant cette option accessible, la France renforce l'attractivité de ses FIA pour les investisseurs institutionnels et les gestionnaires de fonds, limitant le risque de délocalisation des fonds là où l'émission de titres de créance est courante dans d'autres juridictions (Irlande ou Luxembourg). L'ordonnance précise cependant que les statuts ou le règlement du fonds doivent encadrer cette pratique, afin de garantir une différenciation des droits sans entraîner une requalification de l'opération en titrisation¹⁶. Les modalités précises de cette faculté devront faire l'objet d'un décret d'application.

III. La modernisation des FIA non-professionnels par le label ELTIF

L'ordonnance vise à faciliter l'adaptation des FIA non-professionnels au label ELTIF, afin de renforcer leur attractivité et leur alignement avec les standards européens. Cette adaptation passe d'abord par l'harmonisation des actifs éligibles dans les Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) avec les exigences du règlement ELTIF, simplifiant ainsi l'obtention de cette dénomination. D'autre part, les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI) et les Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI) bénéficient d'un élargissement des actifs éligibles, leur permettant plus de légèreté dans la gestion de leurs portefeuilles¹⁷. L'ordonnance introduit également la possibilité de plafonner les rachats de parts pour les FIA labellisés ELTIF, moyennant à la stabilité des fonds lors de tensions de liquidité. Enfin, un assouplissement des règles applicables aux FIA nourriciers permet de réduire à 85 % le seuil d'investissement dans le fonds maître¹⁸, en conformité avec les pratiques européennes, renforçant ainsi l'harmonisation réglementaire au sein de l'Union européenne¹⁹. Récemment ratifiée par le Parlement, cette ordonnance constitue une avancée bienvenue, permettant désormais d'améliorer les conditions pour les investisseurs non-professionnels désireux de diriger leurs capitaux vers des actifs de long terme, favorisant ainsi leur « *fidélisation* » sur le marché français. Somme toute, l'ordonnance prévoit une mesure innovante pour les Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE), en leur permettant d'investir dans des FIA ayant obtenu le label ELTIF²⁰. En étalant ainsi les fonds d'épargne salariale à l'investissement dans des projets de long terme, le législateur vise à mobiliser les capitaux privés non-institutionnels pour le financement des entreprises, en particulier dans des secteurs à fort impact sur l'économie réelle.

Subséquentement, l'ordonnance du 3 juillet 2024 marque la reviviscence de la réglementation française des FIA. Les solutions déjà présentes sur d'autres places, et tant attendues, redonnent un élan de compétitivité à la place parisienne. En apportant

⁵ Ord. n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs

⁶ Observatoire du financement des entreprises, Les défis de l'investissement des entreprises et de son financement, Rapport annuel, Banque de France, 2021

⁷ P. Herzog, Que doit faire l'Europe face à la nouvelle crise du capitalisme globalisé ?

Les entretiens européens, p. 2., 2019

⁸ Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2024-662 du 3 juillet 2024 portant modernisation du régime des fonds d'investissement alternatifs

⁹ Règ. (UE) 2023/606 (dit « règlement ELTIF 2 ») modifiant le règlement (UE)

des améliorations structurantes (notamment avec la création de la SLPS et l'élargissement des facultés d'émission de titres de créance) la France renforce son arsenal juridique pour attirer les fonds ELTIF et (re)dynamiser son marché des fonds alternatifs. Aujourd'hui, il semble évident que les intervenants du marché porteront une attention particulière aux prochaines précisions réglementaires très attendues, en particulier celles relatives au

2015/760 du 29 avril 2015 relatif aux Fonds Européens d'Investissement à Long Terme
10 V. Chantereau, Focus sur l'ordonnance du 3 juillet 2024 portant modernisation du régime des FIA, Blog Post, Zeidler group, 2024

11 R. Feydel, La société de libre partenariat spéciale : insertion dans le Code monétaire et financier d'un nouveau type de société en commandite simple dotée d'un régime fiscal inédit, Actu-Juridique, Droit des affaires, Sociétés, Lextenso, 2024

12 Celle-ci possède notamment actifs, dénomination sociale, siège social, immatriculation, etc. En ce sens, l'ordonnance précise la répartition des biens, qui, contrairement à la SCSp luxembourgeoise, ne se voient pas appliquer le régime de l'indivision. Cf. V. Chantereau op. cit.

13 F. Mouftaou, Fonds d'investissement alternatifs : vers la compétitivité française, Article, IQ-EQ, 2024

14 I. Petit, Le *Private Equity* français aura prochainement son nouveau véhicule : La Société de Libre Partenariat (SLP), un *Limited Partnership* 'made in France', Publica-

régime fiscal de la SLPs, qui pourrait représenter un avantage significatif pour séduire les investisseurs internationaux. Finalement, le législateur n'a fait que confirmer la volonté de voir Paris s'affirmer face à Londres et Luxembourg avant de s'imposer comme un concurrent sérieux du financement de l'économie européenne.

tions, Beam & Sagalink, 2024

15 S. Comis, P.-E. floch, « Société... », op. cit.

16 Ord. n° 2024-662 du 3 juillet 2024 portant modernisation du régime des fonds d'investissement alternatifs

17 Ord. n° 2024-662 du 3 juillet 2024, Art. 8

18 Ord. n° 2024-662 du 3 juillet 2024, Art. 15

19 Association française de la gestion financière (AFG), Publication de l'ordonnance ELTIF dans le prolongement de la loi industrie verte, Actualités, 12 juillet 2024

20 Ord. n° 2024-662 du 3 juillet 2024, Art. 16173, art. 4, § 1, pt. 12)

18 Avis du Comité économique et social européen sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME, COM(2022) 761 final — 2022/0406 (COD), point 4.2

19 Dir. (UE) 2024/2810, art. 7

03 - DOSSIER

INTRODUCTION DES ACTIONS À DROITS DE VOTE MULTIPLES SUR LA PLACE PARISIENNE

Par Stanislas Calmettes (publié chez les Éditions Lamy Liaisons)

Par un accord conclu en commission mixte paritaire, le Parlement français a voté la loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France¹ et permet dès lors d'introduire en Bourse des sociétés avec actions à droits de vote multiples. Cette possibilité est offerte sous conditions.

I. Contexte de compétition accrue entre les places de marché

La loi du 13 juin 2024, promulguée le 14 juin et applicable dès le 15 juin, a pour objet de renforcer l'attractivité de la France pour les investisseurs et de permettre aux entreprises de pouvoir se financer plus aisément sur les marchés. La place parisienne est en principale concurrence avec la place londonienne et la place hollandaise. Le Brexit a permis à la place parisienne de devenir un sérieux concurrent pour la première place européenne historique : de novembre 2022 jusqu'à la récente dissolution de l'Assemblée nationale², Paris est devenue la première place européenne en capitalisation.

Pourtant, certaines sociétés continuent de faire le choix de s'installer dans d'autres pays afin d'obtenir une décorrélation entre la part de capital détenue et la part de droits de vote

obtenue. C'est ainsi le cas d'Altice, qui, par le biais d'une fusion transfrontalière, s'est installée aux Pays-Bas et a créé des actions à droits de vote multiples présentant un ratio de 25 droits de vote pour 1 action³. Dans de nombreux cas, la décision d'installation aux Pays-Bas s'est faite pour enrayer une offre publique hostile.

Néanmoins, il est à noter que les sociétés les plus intéressées par les droits de vote multiples sont les jeunes sociétés innovantes à forte croissance : celles-ci nécessitent des capitaux importants pour lancer l'activité. Les fondateurs cherchent alors le plus souvent à diminuer la perte de contrôle allant avec la dilution du capital en obtenant des droits spéciaux tels des droits de veto pour certaines décisions ou des droits de vote multiples pour garder le contrôle effectif de la société.

Les États-Unis (par des négociations entre la SEC et les principales places de marchés NYSE et NASDAQ⁴) permettent la composition du capital en actions de différentes classes : comprendre des actions qui ne présentent pas le même nombre de droits de vote selon la classe envisagée. Nombreuses sont les tech companies à présenter une structure du capital avec deux ou trois classes d'actions.

Par exemple, Mark Zuckerberg a pu garder le contrôle

1 Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France

2 F. Maussion, Paris abandonne à Londres sa couronne de première Bourse européenne, Les Échos, 17 juin 2024

3 Altice veut transférer ses activités aux Pays-Bas, Challenges/AFP, 26 juin 2015

4 A. Pietrancosta, Les *multi-class shares structures* (MCS) : évolutions réglementaires et pratiques Panorama international et considérations générales, p.49, 13 septembre 2021

5 A. Pietrancosta, Les *multi-class shares structures* (MCS) : évolutions réglementaires et

majoritaire sur le groupe Meta (anciennement Facebook), avec 61% des droits de vote, en ne détenant pourtant que 13% du capital à ce jour.

Notons que les investisseurs institutionnels américains ne sont pas friands de cette décorrélation entre capital et droits de vote et militent contre ce phénomène. Ils ont ainsi obtenu des gestionnaires d'indices (S&P Dow Jones Indices et FTSE Russell) d'exclure des indices les nouvelles sociétés présentant une composition multi-classe (dite *multi-class shares structures*)⁵. Les fonds d'investissement en gestion passive suivant un indice n'investissent donc pas dans les nouvelles sociétés présentant une telle composition de l'actionnariat : l'entreprise Snap, introduite sur le NYSE en 2017 avec une composition multi-classe est donc exclue des indices S&P et ne reçoit pas d'investissements de la part de fonds d'investissement en gestion passive.

Alors que le Royaume-Uni est fortement attaché au principe « *une action, une voix* », les règles de marché ont été modifiées en novembre 2021 afin d'autoriser l'admission des sociétés avec des actions à droits de vote multiples sur le segment premium du London Stock Exchange, l'équivalent d'Euronext Paris⁶. Toutefois, de fortes restrictions ont été appliquées en imposant notamment un ratio maximum de 20 droits de vote pour une action, une clause d'extinction des actions à droits de vote multiples sous 5 ans et une restriction à la détention de ces actions aux seuls dirigeants de la société.

II. Le nouveau régime français des actions à droits de vote multiples

L'Assemblée nationale et le Sénat sont parvenus à un accord entériné la semaine avant la dissolution de l'Assemblée nationale. Depuis le 15 juin 2024, le nouvel article L. 22-10-46-1 du code de commerce, présent au sein du chapitre réglementant les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, rend possible la création « *d'actions de préférence dont le droit de vote est aménagé* » dans le cadre de la première admission aux négociations des actions de la société.

En conséquence, cette possibilité n'est offerte qu'aux sociétés s'introduisant nouvellement en Bourse. Aussi, les actions de préférence doivent être créées pour une durée déterminée ou déterminable qui ne peut excéder 10 ans, durée renouvelable une fois pour 5 ans maximum par l'assemblée générale extraordinaire statuant au vu d'un rapport spécial des commissaires aux comptes, les titulaires des actions de préférence étant exclus du vote.

L'objectif est donc clair : le régime des actions à droits de vote multiples vise exclusivement les sociétés en recherche de financement nouveau et est conforme à la volonté de renforcer l'attrait des marchés français pour les entreprises.

Les actions de préférence doivent être créées au bénéfice d'une ou de plusieurs personnes nommément désignées (les actions

doivent donc être détenues au nominatif) et sont converties en actions ordinaires en cas de cession, de transfert par voie de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux, de donation entre vifs ainsi que de changement de contrôle ou de dissolution de l'actionnaire personne morale. Autrement dit, les actions à droits de vote multiples ne peuvent être détenues que par les personnes prévues à l'admission initiale des actions sur le marché réglementé ou le système multilatéral de négociation.

Toutefois, à la différence des règles de marché londoniennes, les personnes désignées n'ont pas l'obligation d'être dirigeantes. Cela fait suite aux discussions entre parlementaires jugeant que les personnes souhaitant garder un contrôle sur la société ne sont pas toujours les dirigeants⁷.

Ces actions ne sont pas compatibles avec l'octroi de droits de vote double au bout de deux ans de détention au nominatif (possibilité issue de la loi Florange) mais lors de leur conversion en actions ordinaires, les actionnaires peuvent obtenir le droit de vote double s'ils satisfont la condition de détention au nominatif depuis au moins 2 ans de leurs actions.

Sur les marchés réglementés (soit Euronext Paris), aucun ratio maximum entre les droits de vote et l'action n'est imposé. Dans les débats en commission mixte paritaire, les rapporteurs ont su convaincre les membres de la commission qu'une limite naturelle se formera sur le marché pour que la société reste attractive pour les investisseurs. Cependant, un ratio de 25 droits de vote pour 1 action est imposé sur les systèmes multilatéraux de négociation (soit principalement Euronext Growth et Euronext Access), en application des règles établies dans le Listing Act, paquet législatif voté par l'Union Européenne le 24 avril 2024.

Enfin, les actions de préférence sont également converties en actions ordinaires en cas d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire.

III. La désactivation des droits de vote multiples pour certaines décisions

Le régime institué prévoit que les actions de préférence retrouvent un droit de vote simple (à l'instar des actions ordinaires) pour certaines décisions considérées comme importantes par le Parlement. Ce garde-fou provient des propositions faites par le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP).

Ces décisions considérées comme importantes sont celles de l'assemblée générale des actionnaires pour les résolutions relatives à la désignation des commissaires aux comptes (a), l'approbation des comptes annuels (b), la modification des statuts de la société hors cas d'augmentation du capital (c), l'approbation des conventions réglementées (d) et l'approbation des politiques de rémunération des mandataires sociaux (votes ex-ante et ex-post) (e).

Les statuts peuvent aussi prévoir qu'en cas d'offre publique, une action de préférence ne donne droit qu'à une voix « *lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête toute mesure prévue par les statuts de la société dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre publique* » (1) et « *lors de la*

pratiques Panorama international et considérations générales, p.61, 13 septembre 2021

⁶ Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris, Rapport sur les droits de vote multiples, p.8, 15 septembre 2022

⁷ Sénat, Compte rendu intégral des débats en séance publique, 14 mai 2024

première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre publique lorsque, à l'issue de celle-ci, son auteur détient au moins les trois quarts du capital social assorti de droits de vote » (2).

Ces deux possibilités sont issues de la transposition de la directive européenne du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, dispositions qui n'avaient pas été transposées faute d'avoir une utilité en droit français auparavant.

Le législateur a enfin prévu que les actions de préférence confèrent un droit de vote double dans le respect des conditions posées par la loi Florange pour toutes ces décisions. Autrement dit, lorsque les droits de vote multiples sont désactivés, les actions de préférence sont de nouveau compatibles avec le droit de vote double issue de la loi Florange.

IV. Critiques soulevées contre les actions à droits de vote multiples

La principale critique soulevée contre les actions à droits de vote multiples réside dans le principe même de la concentration du pouvoir entre les mains de ceux qui ne concentrent pourtant pas la détention en capital. En effet, les détenteurs d'actions à droits de vote multiples transfèrent une partie du risque financier aux investisseurs extérieurs⁸, tout en gardant pour autant le contrôle de la société. Ceux-ci peuvent donc imposer une gestion sans subir le risque associé à celle-ci.

Cela peut être rapproché au transfert de risque qui se fait en cas de levée de dette : les créanciers prennent alors un risque financier sans qu'il soit récompensé par un gain en contrôle. Néanmoins, les créanciers, quels que soit leur rang, sont remboursés avant les actionnaires et sont généralement mieux rémunérés que ne l'est l'actionnaire.

Ensuite, les coûts d'agence peuvent s'accroître : les investisseurs

extérieurs (qui n'auront donc pas ou peu le contrôle) peuvent exiger de mettre en place des comités de surveillance, de la remise de rapports de gestion plus fournis ou d'études d'impact des décisions prises par ceux détenant le contrôle. Toutes ces mesures ont un coût qui vient alourdir les comptes de la société.

Le parlement a discuté⁹ de la possibilité pour les actionnaires de préférence d'octroyer des plans de rémunération déraisonnables aux mandataires sociaux (qui seront souvent eux-mêmes les actionnaires de préférence). Cette critique a été entendue et la désactivation des droits de vote multiples pour l'approbation des rémunérations des mandataires sociaux lui répond.

A l'instar des investisseurs institutionnels sur le marché américain, les investisseurs institutionnels français peuvent faire campagne contre ces droits de vote multiples, limiter leurs investissements dans les sociétés avec actions à droits de vote multiples ou demander aux gestionnaires d'indices d'écarter celles-ci des indices.

Enfin, les rapporteurs de cette loi balayent la plupart des critiques en s'appuyant sur le principe cardinal fondateur de ce régime : la liberté contractuelle et la liberté propre de l'investisseur¹⁰. Assurément, cette loi porte un coup important au principe « *une action, une voix* » au profit de la liberté contractuelle. En faveur de possibilités accrues de financement pour les entreprises, les défenseurs de cette loi préfèrent la dérégulation du marché et font confiance aux acteurs privés pour limiter les abus qui ne sauraient avoir été prévu par la présente loi en usant de la liberté contractuelle.

En conclusion, il reste à évaluer l'usage de cette nouvelle faculté par le marché, son impact sur le financement des entreprises et l'attractivité de la France, et on peut souligner l'existence de la clause de durée maximale des actions à droits de vote multiples au sein des sociétés cotées garantissant un retour à l'équilibre des forces actionnariales.

⁸ A. Pietrancosta, Les multi-class shares structures (MCS) : évolutions réglementaires et pratiques Panorama international et considérations générales, p.60, 13 septembre 2021

⁹ Rapport fait au nom de la commission mixte paritaire chargée de proposer un texte sur les dispositions restant en discussion de la proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France (déposé le 28 mai 2024), <https://www.senat.fr/rap/123-631/123-631.html>

www.senat.fr/rap/123-631/123-631.html

¹⁰ Rapport fait au nom de la commission mixte paritaire chargée de proposer un texte sur les dispositions restant en discussion de la proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France (déposé le 28 mai 2024), <https://www.senat.fr/rap/123-631/123-631.html>

04 - DOSSIER

L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE ET LES SERVICES FINANCIERS : ENTRÉE EN VIGUEUR DE L'AI ACT

Par Léandre Guével

Le 21 mai 2024, le Conseil européen a officiellement adopté la loi sur l'intelligence artificielle de l'Union européenne¹. Ce règlement, dénommé « *AI Act* », est historique pour plusieurs raisons. Publié au Journal officiel de l'Union européenne le 12 juillet 2024 et entré en vigueur partiellement le 1er août 2024², il représente la première législation mondiale spécifiquement dédiée à l'intelligence artificielle. Son ambition première est de créer un cadre réglementaire permettant de réguler cette technologie en constante évolution. L'objectif affiché de ce règlement est d'améliorer le fonctionnement du marché intérieur en promouvant le progrès technologique, grâce à l'adoption d'une réglementation sur l'intelligence artificielle axée sur l'humain et digne de confiance. Ce progrès ne devant jamais contredire le niveau élevé de protection de la santé, de la sécurité et des droits fondamentaux consacrés dans la Charte, tels que la démocratie, l'État de droit et la protection de l'environnement³.

Pour ce faire, l'*AI Act* impose des règles strictes aux systèmes d'intelligence artificielle, en particulier ceux utilisés dans des secteurs sensibles, tels que la finance, tout en promouvant un usage éthique et responsable de ces technologies. En adoptant ce cadre rigoureux, l'Europe cherche à instaurer un écosystème de confiance où innovation et sécurité vont de pair, permettant de protéger les utilisateurs tout en stimulant le progrès technologique⁴.

La notion de « *systèmes d'intelligence artificielle* » inclut tous les systèmes reposant sur des machines capables de générer des résultats tels que des prédictions, du contenu, des recommandations ou encore des décisions susceptibles d'influencer des environnements physiques ou virtuels. Toutefois, bien que cette définition soit large, elle exclut les systèmes logiciels les plus simples.

Concernant son champ d'application, ce règlement s'applique de manière plus étendue que le seul territoire de l'Union européenne. En effet, il s'applique non seulement aux fournisseurs, mais également aux déployeurs de systèmes d'intelligence artificielle mis sur le marché, mis en service ou utilisés dans l'Union européenne, que ces acteurs soient situés dans des pays membres ou dans des pays tiers⁵.

Cette réglementation européenne est le résultat d'une prise de conscience croissante. Si l'impact de l'intelligence artificielle relevait autrefois de la spéculation, voire de la fantaisie, il est aujourd'hui tangible. De nos jours, l'intelligence artificielle

transforme de nombreux secteurs économiques, notamment par l'accroissement de l'efficacité de certains processus. Cette évolution est particulièrement perceptible dans le domaine des services financiers. Cette technologie permet une meilleure prise de décision et gestion des risques, ainsi qu'une interaction plus efficace avec les clients⁶.

Toutefois, cette croissance rapide s'accompagne de problématiques éventuelles, telles que la concentration accrue du marché ou encore la tendance de certains modèles d'intelligence artificielle à réagir de manière cyclique aux fluctuations économiques, ce qui peut avoir pour effet d'accentuer les périodes de volatilité⁷.

L'*AI Act* vise ainsi à répondre aux nombreux défis et problématiques soulevés par l'essor rapide de cette technologie, comme c'est le cas en matière de transparence et de protection des données. Cette réglementation a pour objectif de permettre un équilibre entre les promesses de cette technologie qui n'en est qu'à ses débuts, et la nécessité de garantir des pratiques sécurisées.

Le cadre juridique de l'*AI Act* repose sur une classification des systèmes d'intelligence artificielle en quatre niveaux de risque : inacceptable, élevé, limité et faible. S'agissant tout d'abord des systèmes jugés à risque inacceptable, le règlement énonce que sont prohibés les systèmes d'intelligence artificielle qui manipulent les décisions des personnes ou exploitent leurs vulnérabilités, ainsi que ceux qui évaluent ou classent les individus en fonction de leur comportement social ou de leurs caractéristiques personnelles⁸.

Les systèmes d'intelligence artificielle jugés à haut risque, à savoir notamment ceux déployés dans les secteurs financiers, de la santé et de la justice, doivent se conformer à des normes strictes sous peine d'être exclu du marché européen⁹.

Ces normes imposent ainsi des vérifications régulières, des contrôles de conformité, mais également une exigence accrue de transparence afin de s'assurer que l'intelligence artificielle respecte les principes de protection des données et d'éthique¹⁰.

Par exemple, le règlement impose expressément un principe de conservation des documents¹¹. À cet égard, les fournisseurs de systèmes d'intelligence artificielle à haut risque doivent conserver les documents et preuves de conformité durant dix années suivant la mise en service de ce système. Il prévoit aussi la

1 *EU Artificial Intelligence Act*, Chronologie historique

2 *EU Artificial Intelligence Act*, Calendrier de mise en œuvre

3 Règ. (UE) 2024/1689 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 établissant des règles harmonisées concernant l'intelligence artificielle, JOUE 12 juillet 2024,

Art. 1er

4 Commission Européenne, Livre blanc sur l'Intelligence artificielle ; une approche européenne axée sur l'excellence et la confiance, COM (2020) 65 final, 19 février 2020

5 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 2

conservation des journaux d'activité générés automatiquement, dans la mesure où ces derniers se trouvent sous leur contrôle, durant une durée minimale de six mois, sauf disposition contraire¹².

En revanche, pour les systèmes présentant un risque plus limité, à savoir faible¹³ et minime, des obligations allégées de transparence et de bonne conduite sont exigées, bien qu'elles ne requièrent guère la même rigueur que les systèmes à haut risque. Cela permet ainsi une utilisation responsable de l'intelligence artificielle sans en freiner son développement.

Dans le secteur financier, il a semblé essentiel de mettre en œuvre ces normes. À titre d'exemple, des institutions telles que Morgan Stanley et JPMorgan, font usage de l'intelligence artificielle pour améliorer la relation client, mais également à des fins d'optimisation des tâches de leurs conseillers financiers¹⁴. Ces institutions doivent désormais s'assurer que leurs outils respectent les exigences de l'*AI Act* lorsqu'ils sont déployés au sein de l'Union européenne. Ce cadre réglementaire contribue à limiter les risques en matière de sécurité et de protection des utilisateurs, tout en favorisant un cadre favorable à l'innovation. En France, d'autres acteurs, tels que l'Autorité des Marchés Financiers, font usage de l'intelligence artificielle à des fins de surveillance des marchés financiers et de détection des fraudes boursières¹⁵, en conformité avec les obligations instaurées par le règlement européen.

Aujourd'hui, l'intelligence artificielle est omniprésente dans ce secteur, et offre des perspectives de transformation significatives pour l'ensemble de la chaîne de valeur.

Cette technologie est déployée pour analyser de vastes volumes de données, améliorer la prise de décision et automatiser certaines des tâches les plus répétitives, renforçant ainsi la productivité, l'efficacité opérationnelle et la personnalisation des services. Par exemple, la banque Société Générale utilise l'intelligence artificielle pour proposer des services de conseil automatique en placements via le programme Synoé, permettant ainsi aux clients de pouvoir bénéficier de recommandations financières personnalisées¹⁶. L'impact concret de l'intelligence artificielle pour cette seule banque a été quantifié à près de 230 millions d'euros pour l'année 2021¹⁷.

Cependant, l'essor massif de l'intelligence artificielle soulève inévitablement des défis en termes de gouvernance et de transparence. Les institutions financières doivent s'assurer que les décisions prises par les algorithmes d'intelligence artificielle restent compréhensibles et justifiables¹⁸.

Comme l'a expliqué Alain Kaeser, *Chief Strategy Officer* chez Yseop, « *il est essentiel de pouvoir expliquer et justifier telle ou telle prise de décision issue d'un algorithme, mais également d'être capable de reproduire le raisonnement qui y a mené* »¹⁹. L'enjeu est d'autant plus grand que l'intelligence artificielle est susceptible d'agir de manière autonome dans certains cas, ce qui pose des questions de responsabilité des acteurs en cas d'erreur ou de dysfonctionnement.

La gouvernance de l'intelligence artificielle dans le secteur financier ne se limite guère à la seule conformité réglementaire ; elle englobe par ailleurs des questions fondamentales relatives à l'éthique telles que la protection des données personnelles et à la transparence des décisions algorithmiques²⁰. Dans ce contexte, l'*AI Act* impose notamment une transparence accrue pour les systèmes d'intelligence artificielle utilisés dans les services financiers. Afin de respecter les obligations issues du Règlement général sur la protection des données (RGPD), la pseudonymisation des données est souvent requise, particulièrement concernant les données bancaires personnelles²¹. Le RGPD impose également des restrictions quant à la finalité des traitements des données et à leur utilisation. L'*AI Act* vient ainsi renforcer ces droits.

Comme mentionné précédemment, l'un des secteurs les plus touchés par ces évolutions est le secteur financier, désormais tenu se conformer à des normes exigeantes en matière d'éthique et de sécurité, ce qui a inévitablement des conséquences importantes sur la compétitivité européenne dans ce domaine. En effet, malgré les apports indéniables de l'*AI Act*, ses contraintes, bien que nécessaires à certains égards, pourraient désavantager les entreprises européennes face à la concurrence internationale. Un collectif de professionnels, composé de membres de France Digitale, de consultants ainsi que d'avocats, a exprimé des préoccupations à ce sujet. En effet, il souligne que les obligations imposées par l'*AI Act* pourraient engendrer des barrières réglementaires susceptibles de favoriser la concurrence internationale, notamment les entreprises américaines et chinoises, moins soumises à ces exigences²².

Ces contraintes risquent également de freiner l'innovation au sein des startups et des PME européennes, qui devront dès lors adapter leurs modèles d'affaires pour se conformer à ces nouvelles normes. Conscient de ces enjeux, l'*AI Act* prévoit des bacs à sable réglementaires²³, à savoir des espaces de test sécurisés qui permettent aux entreprises d'expérimenter leurs systèmes avant leur éventuelle mise sur le marché. Nonobstant, lorsque ces essais sont exécutés en conditions réelles, il incombe aux autorités de surveillance du marché de veiller à ce qu'ils soient conformes au règlement²⁴. Dans ce contexte, les fournisseurs de systèmes d'intelligence artificielle, pouvant s'agir d'établissements financiers, doivent permettre au superviseur l'accès aux informations nécessaires et une collaboration concrète aux éventuelles enquêtes qui pourraient être initiées.

En somme, l'*AI Act* marque un tournant décisif dans la jeune histoire de l'intelligence artificielle en Europe. Par là même, l'Union européenne s'efforce de créer un cadre permettant tant d'exploiter les avantages de l'intelligence artificielle que d'en limiter ses risques. Les acteurs concernés par cette nouvelle réglementation doivent adapter leurs processus et investir dans des systèmes de contrôle pour s'y conformer. Malgré les craintes que cette réglementation puisse entraver l'innovation, l'Europe aspire à créer un environnement propice à une utilisation de l'intelligence artificielle inspirant confiance. Ce qui permettra aux entreprises, et plus globalement à la société dans son ensemble, d'en jouir pleinement²⁵.

6 N. Martial-Braz, L'apport de l'intelligence artificielle à la banque, Revue de droit bancaire et financier N°6, dossier 53, novembre – décembre 2019

7 C. Brousse, O. Fliche, J. Joyez, J. Uri, Rapport sur la stabilité financière : Évaluation des risques et vulnérabilités du système financier, Banque de France, p. 70- 83, juin 2024

8 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 5

9 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 6 et Annexe II et III

10 E. Migliore, Le règlement sur l'intelligence artificielle enfin publié ! Retour sur les dispositions principales, Dalloz Actualité, novembre 2024

- 11 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 18
- 12 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 19
- 13 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 52
- 14 R. Cotte, Morgan Stanley développe un chatbot avec OpenAI pour épauler ses conseillers financiers, Les Echos, septembre 2023
- 15 C. Cohen, Comment l'AMF fait la chasse aux fraudeurs boursiers, Le Figaro, décembre 2021
- 16 R. Gueugneau, Société Générale mise sur l'intelligence artificielle, Les Echos, novembre 2021
- 17 R. Gueugneau, *op. cit.*
- 18 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 50
- 19 T. Talbi, Le gendarme bancaire veut savoir si les banques font bon usage de l'intel-

- ligence artificielle, Les Echos, juillet 2021
- 20 C. Brousse, O. Fliche, J. Joyez, J. Uri, Rapport sur la stabilité financière : Évaluation des risques et vulnérabilités du système financier, Banque de France, p. 70- 83, juin 2024
- 21 N. Martial-Braz, L'apport de l'intelligence artificielle à la banque, Revue de droit bancaire et financier N°6, dossier 53, novembre – décembre 2019
- 22 France Digitale, Wavestone, Gide, Mise en conformité AI Act : les clés pour comprendre et appliquer la loi sur l'IA, février 2024
- 23 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 57 et Annexe II et III
- 24 Règ. (UE) 2024/1689, Art. 76
- 25 Commission Européenne, Livre blanc sur l'Intelligence artificielle ; une approche européenne axée sur l'excellence et la confiance, COM (2020) 65 final, 19 février 2020

05 - DOSSIER

L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX : RAPPORT DE MARIO DRAGHI

Par Nathan Bedel

Depuis le début du siècle, l'Union européenne fait face à des défis structurels qui freinent son développement, en partie parce qu'elle peine encore à fonctionner comme une véritable communauté. L'un des principaux obstacles identifiés réside dans les difficultés d'harmonisation des règles et de coordination des politiques entre les États membres, essentielles pour permettre une avancée commune. Pour Mario Draghi, cette harmonisation est la clé d'un progrès durable, qui doit passer par une union des marchés de capitaux pleinement intégrée. Ce pilier économique est, en effet, crucial pour renforcer la compétitivité de l'Union et soutenir un marché unique solide et efficace.

À l'image du rapport « Letta » présenté en avril 2024¹, le rapport Draghi réitère l'importance de réformer le marché unique pour adapter l'Union européenne aux évolutions rapides de l'économie mondiale. Le rapport Letta avait déjà mis en évidence quatre domaines prioritaires où une intégration accrue du marché unique s'avère nécessaire, notamment avec la mise en place d'une union des marchés de capitaux, projet initié en 2015, mais dont les avancées concrètes demeurent insuffisantes. L'Union des marchés de capitaux est un projet qui a pour objectif de favoriser la circulation des investissements et de l'épargne entre tous les États membres, afin qu'ils profitent aux citoyens, aux investisseurs et aux entreprises, peu importe leur localisation. Cette union des capitaux permettrait non seulement de faciliter les échanges financiers, mais aussi de rendre l'économie européenne plus résiliente face aux chocs mondiaux (particulièrement en soutenant le fonctionnement de l'Union bancaire et de l'Union économique et monétaire). En effet, en facilitant un meilleur partage des risques du secteur privé grâce à un développement accru du financement par fonds propres et en permettant une diversification géographique des sources de financement, une intégration des marchés de

capitaux jouera un rôle considérable dans la préservation de la stabilité financière européenne.

Cependant, une intégration véritable et durable des marchés financiers en Europe repose sur l'adhésion des citoyens et des responsables politiques européens. Il est primordial de reconnaître que cette démarche ne se limite pas aux bénéfices pour le secteur financier : elle serait aussi un levier pour atteindre d'autres objectifs essentiels, tels que la transition écologique, la transformation numérique et une croissance équitable. C'est en redéfinissant cette intégration comme un instrument au service de l'ensemble des citoyens européens que l'Union pourrait réaliser pleinement son potentiel économique et social.

I. Le rapport Draghi sonne l'alerte sur une Europe en difficulté

Dès le début de son rapport, Mario Draghi souligne sans ambages que l'Union européenne est en danger si aucune action n'est entreprise. Pourtant, il ne manque pas de rappeler que l'Union dispose d'un modèle unique qui lui confère les capacités nécessaires pour se positionner comme une puissance mondiale de premier plan, à l'instar des États-Unis et de la Chine. Toutefois, la situation actuelle, marquée par une intensification de la concurrence étrangère pour les entreprises françaises, une instabilité géopolitique croissante et des évolutions technologiques rapides, exige une adaptation urgente pour éviter que l'Union ne creuse davantage son retard, notamment dans le secteur technologique, suite à son échec à saisir les opportunités offertes par la révolution numérique d'Internet (à ce jour, parmi les 50 meilleures entreprises dans le secteur de la technologie, seuls quatre d'entre elles sont européennes)².

Le rapport vise avant tout à remédier au faible niveau d'investissement en Europe et au retard accumulé par rapport aux États-Unis depuis la crise de 2008, tant pour les investissements privés que publics.

¹ E. Letta, *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity, Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, avril 2024

² J-P. Betbeze, Rapport Draghi : un guide autant stratégique que diplomatique pour l'Europe, Fondation Robert Schuman, Schuman Papers n°767, 4 novembre 2024

Pour stimuler la productivité et la croissance en Europe, le rapport propose trois priorités stratégiques : combler le retard technologique par l'innovation, établir un plan commun pour la décarbonation et la compétitivité, et renforcer la sécurité en réduisant les dépendances. Afin de mettre en œuvre cette stratégie industrielle, quatre piliers sont identifiés pour dynamiser la productivité, les investissements et l'innovation.

Premièrement, l'achèvement du marché unique. En effet, il est crucial pour favoriser l'innovation, renforcer les chaînes d'approvisionnement et attirer davantage de financements privés, bien que les tensions commerciales internes limitent encore une part du potentiel économique de l'UE, estimé à environ 10 % de PIB non exploité.

Deuxièmement, la réorganisation des politiques industrielles, de concurrence et commerciales : un soutien sectoriel et une régulation qui facilite l'accès aux marchés sont nécessaires pour améliorer l'innovation et la productivité.

Troisièmement, une réforme de la gouvernance européenne. Une meilleure coordination et une réduction de la charge réglementaire sont indispensables, avec des actions ciblées et un partenariat renforcé entre les États membres. Sans nécessiter de modifications immédiates des Traités, des ajustements institutionnels ciblés renforceraient la coopération sur les sujets prioritaires et permettraient la délégation de certaines fonctions au niveau européen.

Mais aussi et surtout, afin de financer l'ensemble de cette nouvelle stratégie, l'Union européenne a des besoins d'investissements massifs : le rapport souligne la nécessité de mobiliser des ressources représentant 4,4 % à 4,7 % du PIB de l'UE³, soit environ 800 milliards d'euros annuels, avec à la clé une augmentation de la productivité estimée à 6 % sur 15 ans, afin de rattraper le niveau des États-Unis et de la Chine. Mario Draghi l'affirme clairement : l'un des principaux freins au financement des investissements en Europe réside dans la fragmentation des marchés de capitaux et dans la faiblesse des flux d'épargne qui leur sont destinés. Pour mobiliser des capitaux privés, l'Union européenne doit établir une véritable Union des marchés de capitaux.

Cependant, malgré les efforts de la Commission pour bâtir une union des marchés de capitaux, trois obstacles majeurs demeurent : l'absence d'un régulateur unique et d'une réglementation harmonisée des marchés financiers, un environnement post-négociation peu favorable en Europe, et des divergences importantes entre les régimes fiscaux et d'insolvabilité des États membres.

Ce à quoi s'ajoute le fait que l'UE dépend encore largement du financement bancaire, moins adapté aux projets innovants et soumis à diverses contraintes (la dette des ménages et des entreprises de l'Union est financée respectivement à près de 90 % et 70 % par les banques, tandis qu'aux États-Unis, ces proportions ne s'élèvent qu'à 40 % et 20 %). Les banques européennes sont peu adaptées au financement des entreprises

innovantes, manquant d'expertise pour les évaluer et valoriser leurs garanties, contrairement aux business angels et fonds de capital-investissement. Elles souffrent également de rentabilités plus faibles que leurs homologues américaines, qui bénéficient de marchés de capitaux plus profonds, et de contraintes d'échelle en raison de l'Union bancaire incomplète. De plus, les banques européennes font face à des restrictions réglementaires limitant leur recours à la titrisation, qui reste bien moins répandue en Europe qu'aux États-Unis, restreignant ainsi leur capacité de prêt. En effet, comme le souligne le rapport, « *les émissions annuelles de titrisations dans l'UE ne représentaient que 0,3 % du PIB en 2022, contre 4 % aux États-Unis.* »

II. L'Union des marchés de capitaux : un levier clé pour financer la transition verte et numérique en Europe

Une Union des marchés de capitaux intégrée permettrait de rediriger l'épargne privée excédentaire des ménages européens vers des investissements productifs, nécessaires pour la transition verte et numérique et compléter les soutiens publics qui sont à eux seuls insuffisants. « *En 2022, l'épargne des ménages de l'UE s'élevait à 1 390 milliards d'euros, contre 840 milliards d'euros aux États-Unis* », indique le rapport. Cependant, malgré un niveau d'épargne plus élevé, le patrimoine des ménages européens reste nettement inférieur à celui des ménages américains, principalement en raison des rendements plus faibles qu'ils obtiennent de leurs placements sur les marchés financiers. Cette situation décourage les investisseurs individuels à engager des fonds sur les marchés de capitaux de l'UE, privant ainsi les entreprises européennes d'une source majeure de financement. Elle limite également la capacité des investisseurs à répondre à leurs besoins financiers liés à la santé, à l'éducation et à la retraite.

Comme l'a souligné Ursula von der Leyen en avril 2024⁴, une telle union pourrait débloquer jusqu'à 470 milliards d'euros par an en investissements privés, offrant une alternative aux prêts bancaires, actuellement principale source de financement externe mais insuffisante pour les entreprises innovantes.

Cette initiative n'est pourtant pas nouvelle et les principales idées présentes dans le rapport sont déjà envisagées depuis quelques années. En effet, dans la communication de la Commission européenne au Parlement de septembre 2020, la Commission évoquait déjà que pour réaliser les ambitions de l'UE, des investissements considérables étaient nécessaires, investissements qui ne peuvent pas être uniquement financés par des fonds publics ou des méthodes de financement traditionnelles reposant uniquement sur les prêts bancaires. Document qui indiquait déjà que « *seuls des marchés des capitaux performants, profonds et intégrés peuvent fournir un soutien d'une ampleur suffisante pour sortir de la crise et porter la transition.* »⁵. Union qui a permis de mieux relancer l'économie européenne après la pandémie de COVID 19 (notamment par le biais du plan de relance *Next Generation EU*) et qui permettra également d'être un atout majeur pour faire face aux urgences liées au climat et à la biodiversité (la transition verte impliquera un besoin d'investissements annuels supplémentaires d'environ

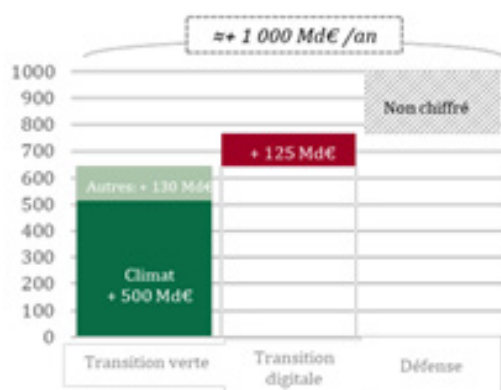
3 M. Draghi, *The future of European competitiveness*, septembre 2024

4 U. Von Der Leyen, Discours prononcé par la Présidente von der Leyen lors de la session plénière du Parlement européen sur les conclusions de la réunion du Conseil européen extraordinaire, 17 et 18 avril 2024

5 Commission européenne, Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises, Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions, 24 septembre 2020

700 milliards d'euros)⁶, ainsi que de rester compétitive dans les domaines de la tech (la transition digitale devrait requérir environ 125 milliards d'euros) et d'allouer une partie des investissements au domaine de la défense européenne compte tenu du retour de la guerre au porte de l'Europe.

Besoins d'investissement supplémentaires à horizon 2030



De plus, d'après le rapport, pour favoriser la mise en place d'une Union des marchés de capitaux intégrée, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) devrait également évoluer en un régulateur unique à l'échelle européenne, similaire à la SEC aux États-Unis, mise en place en 1934 suite au krach boursier de 1929, avec des processus de décision déconnectés des intérêts nationaux et des pouvoirs de supervision accrus. À l'instar des États-Unis, il est proposé de créer et de centraliser un unique dépositaire central de titres (Central Securities Depository) et une seule chambre de compensation avec contrepartie centrale.

Le rapport souhaite par ailleurs optimiser le budget de l'UE pour appuyer des projets stratégiques et des programmes

spécifiques permettant de combler le manque d'investissements technologiques. En effet, selon le rapport, le budget de l'UE est trop fragmenté (divisé en près de 50 programmes de dépenses) ce qui a pour conséquence de rendre insuffisant le financement de l'Union pour des projets communs plus importants. C'est pourquoi, le rapport souhaite notamment développer les investissements dans la recherche et les infrastructures de pointe pour permettre d'intégrer l'IA dans l'économie et ainsi de prioriser les investissements dans les secteurs stratégiques.

Par ailleurs, le rapport rappelle que pour renforcer le financement bancaire, l'UE doit encourager la titrisation et finaliser l'Union bancaire, proposition qui a d'ailleurs fait suite le 9 octobre à l'ouverture par la Commission européenne d'une consultation visant à relancer la titrisation. En effet, les entreprises européennes et spécialement les PME sont encore insuffisamment financées via des fonds propres et des titres de créance. À titre d'exemple, l'Europe reste largement en retard par rapport aux États-Unis sur le financement par fonds propres, en 2023, il ne représentait que 84 % du PIB de la zone euro contre 173 % aux États-Unis⁷. Afin de résoudre les problèmes de financement que rencontrent ces entreprises et donc de diversifier leurs sources de financement, la titrisation leur permettra d'obtenir plus aisément du financement, car les prêts sont souvent plus accessibles et moins chers, permettant alors le développement de startups innovantes, qui ne disposent souvent, pour beaucoup, que de peu d'actifs ou pas de revenus réguliers. On estime que si le volume des titrisations émises au sein de l'UE atteignait son niveau d'avant la crise, il permettrait de générer entre 100 et 150 milliards d'euros de financement supplémentaire⁸.

Enfin, l'UE devrait émettre régulièrement des actifs communs sûrs pour financer des projets conjoints et soutenir l'intégration des marchés de capitaux, à l'image de l'initiative NGEU qui débutera en 2028 et représentera 30 milliards d'euros par an.

⁶ C. Noyer et comité d'experts, Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir, Rapport de la DG trésor, 25 avril 2024

⁷ F. Villeroy de Galhau, D'une Union des marchés de capitaux à une véritable Union pour le financement de la transition, Discours Eurofi – Gand, 23 février 2024

⁸ Conseil de l'Union européenne, Titrisation: améliorer le financement de l'économie de l'UE, disponible en ligne : <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/european-capital-markets/securitisation/>, consulté le 2 novembre 2024

06 - DOSSIER

VERS UNE CONSÉCRATION DES ORGANISATIONS AUTONOMES DÉCENTRALISÉES EN DROIT FRANÇAIS ?

Par Anastasia Maître

L'émergence des cryptoactifs a profondément transformé le paysage juridique, obligeant les juristes à appréhender des concepts novateurs tels que la blockchain et les smart contracts. Au cœur de cette révolution, les Organisations Autonomes Décentralisées, ou *Decentralized Autonomous Organizations* (DAO) en anglais, prennent une place croissante. Si les cryptoactifs ont été reconnus comme de nouveaux types de biens, il convient désormais de légitimer ces structures inédites. Opérant en marge de tout cadre juridique, ces structures exposent leurs activités et parties prenantes à une grande insécurité juridique, nécessitant une régulation adaptée.

À la demande de l'Autorité des Marchés Financiers, le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris s'est récemment penché sur la façon dont les DAO pourraient être appréhendées en droit français et a proposé des pistes prometteuses pour l'élaboration d'un cadre juridique à venir¹. Ce rapport constitue un tournant important, annonçant leur consécration imminente dans l'ordre juridique français.

I. Les spécificités techniques et juridiques des Organisations Autonomes Décentralisées

Les Organisations Autonomes Décentralisées sont des structures qui exploitent les technologies de la blockchain et des smart contracts pour organiser la gouvernance d'une communauté virtuelle². Il s'agit d'un modèle de gouvernance, principalement utilisé dans la finance décentralisée (DeFi) pour assurer des services financiers autonomes³, gérant des trésoreries crypto-actives parfois supérieures à des centaines de millions d'euros.

S'inscrivant dans la philosophie décentralisée de la blockchain, les DAO bouleversent les modèles de gestion traditionnels en offrant une gouvernance collective, transparente et automatisée.

Fonctionnement autonome par des contrats intelligents.

Elles fonctionnent de manière autonome sans intermédiaire, grâce aux smart contracts. Ces programmes informatiques s'exécutent automatiquement lorsque des conditions prédéfinies sont remplies⁴, assurant ainsi une rapidité et une transparence inégalées. Par exemple, lorsqu'un membre soumet une proposition de projet, le smart contract déclenche un vote parmi les membres et met en œuvre l'action automatiquement en fonction des résultats⁵.

Décentralisation de la gouvernance. Reposant sur un

principe de gouvernance entièrement décentralisée : les membres de ces structures sont également ceux qui prennent les décisions via des jetons (tokens) leur conférant un droit de vote, sans autorité centrale⁶. Cette approche collective se distingue de la gouvernance verticale traditionnelle, où propriété (actionnaires) et contrôle (dirigeants) sont séparés. Dans les DAO, propriété et contrôle se rejoignent, permettant aux membres, aussi actionnaires d'exercer leurs droits dans une structure de gouvernance horizontale⁷. Prenons l'exemple d'Uniswap, une plateforme majeure d'échange de cryptomonnaies sur Ethereum. Au lieu d'opter pour un modèle de gouvernance classique et centralisé, Uniswap fonctionne sous le modèle d'une DAO. En pratique, cela signifie que l'activité est gérée par un modèle décentralisé : ce sont les membres, détenteurs de tokens, qui proposent des modifications de protocoles, votent et décident de l'avenir d'Uniswap⁸.

Transparence et immuabilité. Par l'utilisation de la blockchain et des smart contracts, toutes les actions et transactions de la DAO sont exécutées sans intermédiaire et enregistrées de manière immuable sur la blockchain, rendant les opérations transparentes et difficilement modifiables. Cette transparence renforce la confiance parmi les membres, expliquant en grande partie l'essor de cette économie⁹.

II. Les difficultés rencontrées par les Organisations Autonomes Décentralisées : l'absence de cadre juridique

Comme toute nouvelle structure, les DAO restent encore largement méconnues des États, et se heurtent à un cadre juridique incertain et fragmenté. Dès lors qu'elles s'aventurent hors du monde numérique pour interagir avec la réalité physique, elles se confrontent à de nombreux obstacles. Assimiler ces entités aux groupements de droit commun reste complexe : bien qu'elles empruntent certains aspects aux structures classiques comme les sociétés ou les associations, les DAO sont fondamentalement incompatibles avec un certain nombre de formalités liées à la centralisation de la gouvernance. Elles évoluent ainsi dans un vide juridique, sans statut légal. Leur encadrement repose essentiellement sur le droit civil et commercial général, une base insuffisante compte tenu de leurs spécificités et de leur portée transnationale, comme l'a souligné le rapport¹⁰.

L'absence de personnalité morale. La majorité n'étant ni immatriculées ni dotées d'un statut juridique reconnu, elles

1 Haut Comité Juridique De La Place Financière De Paris, Rapport sur la réception des organisations autonomes décentralisées (ou « DAO ») en droit français, 31 mai 2024

2 IOSCO, *Decentralized Finance Report*, mars 2022. Disponible sur : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf>

3 O. Fliche, J. Uri, M. Vileyn, Finance « décentralisée » ou « désintermédiée » : quelle réponse réglementaire ?, ACPR pôle Fintech-Innovation, Avril 2023

4 A. Maudouit-Ridde, L'organisation autonome décentralisée (DAO), Bulletin Joly

se retrouvent dans l'incapacité de contracter, de détenir un patrimoine ou d'agir en justice¹¹. Faute d'une reconnaissance législative, il semble peu probable qu'un juge leur accorde la personnalité morale, ce qui complique la résolution de litiges. L'échec du projet « *The DAO* » illustre bien ce point : lorsqu'un hacker a exploité une faille pour détourner une grande partie des fonds, les participants se sont retrouvés sans recours possible en raison de l'absence de cadre juridique. Cependant, la reconnaissance de la personnalité morale est-elle réellement souhaitable ? Cela risquerait d'institutionnaliser toute une économie conçue initialement pour fonctionner en autogestion.

Une responsabilité sans limites. Conséquence de l'absence de personnalité morale, les membres et développeurs de DAO se retrouvent directement exposés à des risques accrus en matière de responsabilités civile, pénale et réglementaire. Faute de pouvoir attribuer la responsabilité des dommages à la DAO elle-même, celle-ci repose entièrement sur les individus impliqués, les rendant personnellement responsables¹². Ce manque de limitation met en évidence l'urgence d'une régulation adaptée, visant non seulement à protéger les parties prenantes, mais aussi ceux qui contractent avec cette structure. Néanmoins, même en les dotant d'un statut légal, la question de la responsabilité resterait complexe : à la différence des structures traditionnelles dotées de dirigeants identifiés, la gouvernance partagée et collective des DAO rendrait l'attribution de la responsabilité difficile¹³.

Une nature transfrontalière. Par nature autonomes et décentralisées, ces entités échappent aux règles de droit classiques. Leur structure transnationale pose en particulier des questions complexes en matière de fiscalité et de juridiction. Comment déterminer leur rattachement à une juridiction précise pour trancher les litiges¹⁴ et fixer leurs obligations fiscales¹⁵ ? Ces défis soulignent la nécessité d'adapter notre cadre juridique à ces organisations innovantes, notamment afin de créer notamment un point de contact entre le monde numérique et le monde physique.

III. Un défi d'avenir : offrir un cadre légal adapté à l'innovation décentralisée

Le vide juridique actuel pousse les DAO à opter pour des modèles juridiques étrangers mieux adaptés à leurs besoins, ce qui représente une perte d'opportunités de croissance et d'innovation pour la France. En quête de cadres leur permettant de gérer et de protéger leurs actifs tout en conservant leurs spécificités, ces structures se tournent vers des modèles proposés par d'autres États, comme les fondations de droit des îles Caïmans ou les LLC (*Limited Liability Companies*) des États-Unis.

Bourse, n°03, p. 177, 1er mai 2018

5 F. Guillaume, L'effet disruptif des smart contracts et des DAOs sur le droit international privé, In Alexandre RICHA, D. Canapa, Droit et économie numérique, Berne : Stämpfli Editions, 2021

6 D. Legeais, Fascicule n° 534 : BLOCKCHAIN, JurisClasseur Commercial, 1er juin 2023

7 C. Bellavitis, C. Fisch et P. Momtaz, *The rise of decentralized autonomous organizations (DAOs): a first empirical glimpse*, Venture Capital, 7 Juin 2022.

8 *World Economic Forum en collaboration avec Wharton Blockchain and Digital Asset Project, Decentralized Autonomous Organizations: Beyond the Hype*, White Paper, 23 juin 2022

À ce jour, on compte plusieurs milliers de DAO, dont plus de 200 disposent d'actifs supérieurs à un million de dollars, pour un total de trésorerie estimé à plus de 21 milliards de dollars au 4 novembre 2024¹⁶. L'ampleur des montants en jeu met en lumière l'urgence d'établir un cadre juridique adapté en France pour soutenir cet écosystème en pleine expansion. Cela permettrait à la France de devenir un hub pour ces activités crypto-économiques, tout en sécurisant le secteur et en générant de nouvelles sources de revenus fiscaux¹⁷.

Dans son rapport, le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris n'arrête pas de solution précise pour intégrer les en droit français, mais soulève plusieurs questions clés : doit-on leur accorder une personnalité morale ou, à défaut, un statut spécifique pour leurs représentants économiques ? Faut-il créer un statut spécifique par une loi ad hoc ? Malgré ces incertitudes, l'objectif d'offrir aux DAO un cadre juridique en droit français semble clair.

Les intégrer dans le cadre juridique existant. Si l'on envisage de leur attribuer la personnalité morale, les pistes principales exposées par le Comité reposent sur leur intégration dans le cadre juridique existant, soit en les assimilant à des copropriétés de biens immatériels gérées par une personne morale, soit en adaptant le droit commercial ou en les rapprochant du statut d'association. Cependant, contraindre les DAO à se conformer à ces catégories risquerait de les dénaturer¹⁸, car elles imposent des règles et des formalités spécifiques, souvent incompatibles avec une gouvernance fondée sur la blockchain.

Créer un statut légal spécifique. Instituer un statut juridique dédié aux DAO pourrait constituer une réponse plus adaptée, en mettant en place une législation dédiée, à l'instar de l'État du Vermont¹⁹. Un tel cadre pourrait instaurer des règles spécifiques, en adéquation avec les exigences de la blockchain et créer un lien entre l'univers virtuel et le monde physique, facilitant ainsi la résolution des litiges et le respect des obligations fiscales. Ce statut pourrait leur attribuer la personnalité juridique ou, à défaut, préciser clairement les critères faisant d'un membre un représentant de la DAO, offrant ainsi un cadre sûr et protecteur pour leurs activités.

Quid d'une régulation européenne ? Leur dimension transnationale rend indispensable l'élaboration d'un cadre juridique harmonisé, aussi bien au niveau européen qu'international²⁰. Un cadre européen, à l'image du règlement MiCA pour les cryptoactifs²¹, pourrait être mis en place afin d'éviter les disparités de traitement entre juridictions et favoriser la coopération entre États sur ce sujet. Il serait même envisageable d'inclure les DAO dans le champ d'application de MiCA, sans devoir nécessairement créer une nouvelle réglementation dédiée.

9 P. De Filippi, Morshed Mannan et W. Reijers, *Blockchain as a confidence machine: The problem of trust & challenges of governance*, Technology in Society, n° 62, 2020

10 Haut Comité Juridique De La Place Financière De Paris (n 1). p 1

11 D. Kerr et M. Jennings, *A Legal Framework for Decentralized Autonomous Organizations - Part II: Entity Selection Framework*, 2022

12 O. Borgogno, E. D. Martino, *Decentralised Autonomous Organizations: Targeting the Potential Beyond the Hype*, 12 Janvier 2024, European Banking Institute Working Paper Series 161, n° 2024-02

13 D. LEGEAIS, *op. cit.*

14 S. Hassan, P. De Filippi, *Decentralized Autonomous Organization*, Internet Policy Review, 2021

15 A ce sujet, voir notamment les trois articles de D. KERR et M. JENNINGS : *A Legal Framework for Decentralized Autonomous Organizations 2022* ; *A Legal Framework for Decentralized Autonomous Organizations – Part II: Entity Selection Framework, 2022* ; *A Legal Framework for Decentralized Autonomous Organizations – Part III: Model Decentralized Unincorporated Nonprofit Association Act, 2024*

16 Données chiffrées disponibles en temps réel sur : <https://deepdao.io/organizations>
 17 F. Guillaume, S. Riva, *Blockchain Dispute Resolution for Decentralized Autonomous Organizations: The Rise of Decentralized Autonomous Justice*, In BONOMI Andrea, LEHMANN Matthias et LALANI Shaheza, *Blockchain and Private International Law*, Brill Nijhoff, 2023

18 *World Economic Forum en collaboration avec Wharton Blockchain and Digital Asset*

Project, op. cit.

19 Le 30 mai 2018, l'État du Vermont a adopté la Senate Bill 269, intitulée « *An Act Related to Blockchain Business Development* », qui crée une nouvelle sous-catégorie de sociétés distinctes des LLC traditionnelles (*Limited Liability Company*), dédiée aux sociétés à responsabilité limitée basées sur la blockchain, appelées "BLLC" (*Blockchain-Based Limited Liability Company*)

20 Voir le modèle suggéré par le groupe de travail COALA *Model Law for Decentralized Autonomous Organizations* (DAOs). Disponible sur : <https://coala.global/wp-content/uploads/2022/03/DAO-Model-Law.pdf>

21 Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de cryptoactifs, JOUE L.150/40, 9 juin 2023

07 - DOSSIER

CRYPTOACTIFS EN FRANCE : TRANSFORMATION ET ALIGNEMENT AVEC MiCA, UN TOURNANT RÉGLEMENTAIRE

Par Charles Paviet Salomon et Enzo Costa

L'Europe et la France renforcent leur statut de pionniers dans la régulation des cryptoactifs, alors que de nouvelles accusations viennent entacher le secteur. Le 25 octobre 2024, The Wall Street Journal révélait que Tether, l'un des plus grands émetteurs de stablecoins au monde, était visé par une enquête américaine pour des soupçons de financement illicite. Cette affaire souligne les dangers de l'anonymisation et de la fluidité des transactions en cryptoactifs, souvent exploitables à des fins illégales, telles que le blanchiment d'argent et le financement d'activités criminelles. L'absence de réglementations financières adaptées à ce secteur émergent et partiellement hors des cadres traditionnels accroît l'incertitude pour les investisseurs et les autorités de surveillance.

Face à ces préoccupations croissantes, la Commission européenne a réagi dès septembre 2020 en proposant le règlement MiCA (Markets in Crypto-Assets), afin d'encadrer le marché des cryptoactifs. Ce cadre, élaboré dans un contexte marqué par des scandales tels que la faillite de FTX en 2022, vise à instaurer des règles harmonisées à l'échelle de l'Union européenne afin de garantir la protection des investisseurs, la stabilité financière et la transparence des opérations. En vigueur depuis le 29 juin 2023, MiCA représente une avancée majeure en matière de régulation des cryptoactifs. Ce cadre s'inscrit en complément d'autres réglementations telles que celles sur le blanchiment d'argent et la directive MIFID II, renforçant ainsi la sécurité et la stabilité du secteur au sein de l'UE.

En France, l'ordonnance n° 2024-936 du 15 octobre 2024¹ adapte MiCA au droit national, consolidant ainsi la position de la France comme un acteur clé de la régulation des cryptoactifs. Cette ordonnance vise à clarifier et à renforcer les obligations

des acteurs, y compris en matière de transparence et de lutte contre les abus de marché. En apportant un cadre juridique solide et rigoureux, la France non seulement anticipe les défis liés à l'expansion rapide des cryptoactifs, mais contribue également à positionner l'Europe en leader face aux États-Unis et au Royaume-Uni dans ce domaine.

La réglementation MiCA ayant, en substance, fait l'objet d'un article dans le précédent numéro de la Revue Juridique du Secteur Financier (*Les réglementations MiCA et TFR*, Maxence Le Floch), cet article se concentrera sur l'Ordonnance n° 2024-936 du 15 octobre 2024. Actualité brûlante, le texte représente une transformation significative du paysage financier en France.

Définitions et Terminologie

Afin de pallier les problématiques de vide juridique, ou en tout cas d'imprécisions, il s'agit d'articuler MiCA avec les régimes nationaux déjà en place². Dans plusieurs États membres de l'Union européenne, des réglementations spécifiques aux cryptoactifs existaient avant l'adoption de MiCA, avec des particularités nationales qui ont répondu à des besoins spécifiques du marché local. La France a été pionnière en matière de régulation des cryptoactifs avec la loi PACTE, adoptée en 2019. Cette législation a instauré un cadre pour les prestataires de services sur actifs numériques (PSAN), sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers (AMF), et a introduit des règles pour les ICO (*Initial Coin Offerings*). À ce jour, plus de 50 PSAN ont été enregistrés en France sous ce régime.

Le règlement MiCA, bien qu'inspiré en partie par le cadre français, vient remplacer et harmoniser les régimes nationaux, introduisant un ensemble de règles applicables à tous les États membres de l'UE. La loi PACTE et MiCA partagent des objectifs communs : réguler l'émission de cryptoactifs,

¹ Ord. n° 2024-936 du 15 octobre 2024 relative aux marchés de crypto-actifs

² N. Martial-Braz, D. Legeais, Le règlement MiCA : les nouvelles règles du jeu en matière de crypto-actifs, Revue de droit bancaire et financier n° 5, dossier 26, 1er septembre 2023

encadrer la fourniture de services par des PSAN, et instaurer des mesures de protection des consommateurs. Cependant, MiCA va plus loin, posant des défis de coordination.

Les différences de terminologie entre les lois nationales, telles que la loi PACTE en France, et le règlement MiCA peuvent créer des confusions pour les acteurs du marché, en particulier en ce qui concerne la définition des actifs numériques et des cryptoactifs.

Le Haut Conseil de la Justice et des Pratiques (HCJP) recommandait en ce sens d'adopter une approche harmonisée des définitions juridiques afin de réduire les conflits d'interprétation et d'assurer une cohérence au niveau européen. Cette harmonisation doit s'accompagner d'une coordination accrue entre les régulateurs, afin que les entreprises soient confrontées à un cadre réglementaire clair, évitant ainsi des doublons administratifs ou des incohérences dans l'application des règles. L'enjeu est ici de garantir une cohérence entre les régimes nationaux et MiCA, de manière à éviter une « *course au moins-disant* » où certains États pourraient adopter des interprétations plus souples pour attirer les entreprises.

Ces objectifs sont repris par l'ordonnance du 15 octobre 2024 qui modifie à l'échelle nationale la terminologie utilisée dans le Code monétaire et financier pour se conformer au règlement MiCA, standardisant ainsi les concepts et les définitions relatifs aux cryptoactifs.

Article L. 112-6 du Code monétaire et financier : Avant cette modification, le Code monétaire et financier français se contentait d'utiliser des termes génériques comme « *monnaie électronique* » pour désigner une gamme d'actifs numériques. En ajoutant les termes « *jetons de monnaie électronique* » et « *jetons se référant à un ou des actifs* », l'ordonnance crée des distinctions claires entre les types de cryptoactifs.

Ces distinctions précisent notamment que les « *jetons de monnaie électronique* » correspondent aux actifs numériques adossés à des monnaies fiduciaires, souvent utilisés pour les paiements, tandis que les « *jetons se référant à un ou des actifs* » sont des actifs numériques adossés à des biens, services ou valeurs spécifiques (par exemple, des stablecoins indexés sur des réserves d'actifs).

Ce changement permet une régulation spécifique à chaque catégorie, adaptée aux risques inhérents et aux usages des différents jetons.

Titre II bis du Livre II du Code monétaire et financier : La création de cette section spécifique aux actifs numériques introduits des nouveaux concepts pour le cadre juridique français :

- La « *Technologie des registres distribués* » (DLT), qui remplace l'ancien terme « *dispositif d'enregistrement électronique partagé* », s'inscrit dans la lignée des directives MiCA. Ce terme inclut à la fois la blockchain et d'autres technologies de type registre distribué, en reconnaissant leur rôle comme structure sous-jacente pour le stockage et la transmission sécurisés des données de transaction.

- Le « *mécanisme de consensus* », désormais défini légalement, est le processus de validation des transactions dans les réseaux DLT, essentiel pour garantir la fiabilité et l'intégrité des transactions. Ce terme englobe des méthodes telles que la preuve de travail (*Proof of Work*) et la preuve d'enjeu (*Proof of Stake*), chacun ayant ses implications en termes de sécurité et de consommation énergétique. En spécifiant les mécanismes de consensus, l'ordonnance garantit que seuls les réseaux de confiance respectant ces méthodes éprouvées, seront reconnus comme structures légales pour les transactions en cryptoactifs.

- Le « *nœud de réseau DLT* » est un élément essentiel du réseau de transactions, participant à la vérification et au maintien de la chaîne de blocs (*blockchain*). En reconnaissant le statut des nœuds de réseau, l'ordonnance attribue aux dispositifs participant aux validations et transmissions un rôle légal, leur conférant des obligations en matière de sécurité et de confidentialité.

Articles L. 211-3 à L. 211-20 : La révision de ces articles adapte le cadre juridique français pour qu'il reflète les exigences terminologiques de MiCA. Par exemple, le terme de « *blockchain* » est remplacé par « *technologie des registres distribués* » pour s'aligner sur une définition plus large et commune au niveau européen.

Émetteurs et prestataires de services sur cryptoactifs (PSCA)

Un des principaux objectifs de MiCA est de protéger les investisseurs sur le marché des cryptoactifs. L'absence de cadre harmonisé dans l'UE exposait les investisseurs à des risques de fraude, de pertes financières importantes, voire à des escroqueries. Le règlement MiCA encadre deux grandes catégories d'acteurs du marché des cryptoactifs : les émetteurs de cryptoactifs et les prestataires de services sur cryptoactifs (PSCA). Chaque catégorie est soumise à des exigences spécifiques en termes de transparence, de gestion des risques, de cybersécurité, et de conformité.

I. Les émetteurs de cryptoactifs

Articles L. 552-1 à L. 552-3 du Code monétaire et financier : L'Ordonnance n° 2024-936 du 15 octobre 2024 impose des règles strictes aux émetteurs de ces jetons, en termes de transparence, de gestion des risques et de protection des investisseurs, notamment la publication d'un Livre blanc (*white paper*). Les émetteurs doivent publier un white paper, qui est un document d'information destiné aux souscripteurs de cryptoactifs, obligatoire lors d'une offre ou d'une demande d'admission. Son contenu doit inclure des informations clés sur le jeton adossé à des actifs, sur l'offre publique ou l'admission à la négociation, sur les droits et obligations associés au jeton, sur la technologie sous-jacente et sur les risques liés à ces actifs. Il inclut également un résumé, en langage simple, rappelant aux investisseurs qu'ils doivent lire l'ensemble du document avant de prendre une décision d'investissement.

Article L. 572-27 du Code monétaire et financier : Enfin, les émetteurs sont responsables pénalement si le document est incomplet, trompeur ou manque de clarté, sans possibilité

de limiter cette responsabilité : l'article prévoit des peines d'emprisonnement et des amendes pour les émetteurs de jetons adossés à des actifs qui manqueraient aux exigences de MiCA.

Règlement MiCA : En droit français, le Code monétaire et financier ne contient pas, en l'état actuel, d'article imposant expressément aux émetteurs de cryptoactifs de constituer une réserve suffisante. Néanmoins, étant un règlement, ce dernier est d'application directe sans transposition nécessaire. En effet, les émetteurs doivent maintenir des réserves suffisantes pour garantir la liquidité de leurs actifs, ce qui permet aux détenteurs de stablecoins de récupérer leurs fonds à tout moment. Cette régulation permet de prévenir des crises de liquidité ou des paniques bancaires dans lesquelles les détenteurs de stablecoins se rueraient pour échanger leurs jetons contre des devises fiduciaires, épuisant ainsi rapidement les réserves des émetteurs³. Cela est particulièrement important dans le contexte avec lequel les stablecoins commencent à être utilisés comme substituts aux monnaies traditionnelles pour effectuer des paiements, en raison de leur capacité à maintenir une valeur stable.

En effet, le problème des stablecoins réside dans leur capacité à perturber les marchés financiers traditionnels, en particulier si les émetteurs ne disposent pas de réserves financières suffisantes pour garantir leur valeur. Cette situation a été mise en lumière lors de l'effondrement de certains stablecoins, comme TerraUSD, qui ont provoqué des pertes considérables pour les investisseurs.

II. Prestataires de services sur cryptoactifs

Le règlement MiCA crée un cadre réglementaire pour les prestataires de services sur cryptoactifs (PSCA), comprenant notamment les plateformes d'échange, les services de conservation, les fournisseurs de portefeuilles numériques et les services d'exécution d'ordres sur cryptoactifs. Ces prestataires jouent un rôle central dans l'écosystème des cryptoactifs et sont soumis à des obligations strictes en matière de sécurité, de gestion des risques et de conformité.

Les Prestataires de Services sur Actifs Numériques (PSAN), sous la législation française antérieure de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019, bénéficiaient d'un enregistrement simplifié auprès de l'AMF. La nouvelle Ordonnance crée la catégorie des « *Prestataires de Services sur Crypto-Actifs* » (PSCA) et leur impose des obligations renforcées et détaillées pour se conformer aux standards européens de MiCA et introduit une période transitoire pour les PSAN jusqu'au 1er juillet 2026.

Articles L. 54-10-1 et suivants du Code monétaire et financier : Les PSCA devront désormais s'enregistrer auprès de l'AMF, mais ce processus inclut des critères de conformité bien plus stricts. Alors qu'auparavant, l'enregistrement des PSAN pouvait s'effectuer sans vérification approfondie de leurs systèmes de contrôle interne, les PSCA devront prouver qu'ils disposent d'infrastructures robustes en matière de gestion des risques et de cybersécurité. Par exemple, chaque PSCA devra démontrer qu'il a mis en place des mécanismes de protection

contre le piratage et la fraude. Cette exigence répond aux incidents de sécurité qui ont touché le secteur des cryptoactifs, et assure une protection accrue pour les utilisateurs et investisseurs français.

Article L. 54-10-5 du Code monétaire et financier : Il introduit une obligation d'agrément pour les PSCA. Contrairement au simple enregistrement qui s'appliquait autrefois aux PSAN, l'agrément impose aux PSCA de respecter des critères en matière de fonds propres, de solvabilité et de gestion des fonds clients. Par exemple, les prestataires devront justifier d'une solidité financière suffisante pour couvrir d'éventuels aléas ou pertes. Cette exigence de solvabilité vise à garantir que les PSCA ne présentent pas de risque de défaillance qui pourrait mettre en péril les actifs des clients.

Article L. 54-10-7 du Code monétaire et financier : Les PSCA doivent désormais obtenir un agrément pour offrir des services en cryptoactifs en France. Toutefois, l'ordonnance prévoit une procédure simplifiée pour les PSAN déjà enregistrés, facilitant leur transition vers le statut de PSCA et leur adaptation aux exigences MiCA. Cette « clause du grand-père » était déjà présente à l'article 143 du Règlement. Ce régime transitoire leur permet de poursuivre leurs activités tout en ajustant leurs pratiques aux nouvelles normes. Cela encourage une régulation progressive et flexible, permettant aux acteurs établis de rester compétitifs sans créer de barrière excessive.

Ces mesures créent un cadre strict pour encadrer les prestataires de services en cryptoactifs et protéger les utilisateurs, en garantissant que seuls les prestataires respectant les exigences européennes peuvent opérer en France.

Contrat et Propriété des Actifs Numériques

Si le règlement MiCA traite principalement des aspects financiers et réglementaires des cryptoactifs, certaines questions de droit privé restent insuffisamment couvertes, créant des incertitudes sur des points clés, notamment en ce qui concerne la propriété des cryptoactifs, le transfert de ces actifs⁴.

Ce manque de clarté pourrait poser des problèmes dans des situations complexes, pour les utilisateurs et les investisseurs, telles que des constatations de propriété après le vol de clés privées par exemple ou la manipulation de portefeuilles numériques⁵. Les actifs numériques ne sont pas des biens tangibles, et leur transfert de propriété nécessite une adaptation des règles de droit privé. Le HCJP recommandait par exemple d'introduire des règles spécifiques inspirées du régime des titres financiers, afin de clarifier le transfert et de sécuriser les transactions liées aux cryptoactifs. Un tel cadre permettrait de définir juridiquement le moment où un cryptoactif change de propriétaire, par exemple en considérant l'inscription de la transaction sur la blockchain comme le moment où le transfert de propriété est effectif (similaire à l'inscription aux registres pour les titres).

En outre, MiCA ne couvre pas toutes les questions patrimoniales et contractuelles liées aux cryptoactifs, soulevant des problématiques juridiques. Par exemple, en ce qui concerne les contrats intelligents (smart contracts), qui sont au cœur de

³ T. Granier, Règlement MiCA : les marchés de crypto-actifs appréhendés par le droit européen, Bulletin Joly Bourse, n°05, p. 30, 30 septembre 2023

⁴ N. Martial-Braz, D. Legeais, op. cit.

⁵ N. Martial-Braz, D. Legeais, op. cit.

nombreuses transactions liées aux cryptoactifs, la question de leur force obligatoire dans les systèmes juridiques nationaux n'est pas encore résolue⁶. Ces contrats automatisés, qui exécutent des transactions en fonction de conditions préprogrammées, pourraient ne pas toujours correspondre aux exigences légales de validité contractuelle dans certains pays. De plus, la question de la responsabilité juridique en cas de dysfonctionnement d'un contrat intelligent reste une zone d'incertitude. Dans les systèmes DeFi, il est parfois difficile d'attribuer la responsabilité en cas de bug dans le code d'un contrat intelligent ou d'une défaillance technique.

Sur les problématiques traitées par MiCA, l'ordonnance clarifie une nouvelle fois les dispositions applicables, permettant de résoudre les éventuels conflits.

Article L. 226-2 du Code monétaire et financier : Avant cette modification, le transfert de propriété des cryptoactifs ne disposait pas d'un fondement juridique explicite dans le Code monétaire et financier. Cet article confirme désormais que les cryptoactifs sont négociables et que le transfert de propriété peut s'opérer par inscription dans un registre DLT. Cela signifie qu'une simple inscription de la transaction dans la blockchain ou un autre registre DLT est considérée comme une preuve légale de transfert de propriété.

Article L. 226-3 du Code monétaire et financier : Pour renforcer la sécurité des transactions, cet article consacre la protection des détenteurs de cryptoactifs acquis de bonne foi, c'est-à-dire sans connaissance d'éventuelles revendications tierces ou d'irrégularités dans la chaîne de propriété. Cette disposition signifie qu'un acheteur qui acquiert un cryptoactif en respectant les procédures légales et sans connaître d'irrégularités ne pourra être privé de son actif pour des motifs antérieurs. Ce changement est crucial pour protéger les investisseurs et utilisateurs honnêtes contre les conséquences de transactions frauduleuses en amont.

Article L. 226-4 du Code monétaire et financier : Cet article exclut de la définition des cryptoactifs certains instruments, comme les bons de caisse. En précisant que seuls les actifs numériques sont concernés par la réglementation MiCA, permettant d'éviter une régulation excessive et concentrée sur des instruments hybrides.

Article L. 222-9 du Code de la consommation : Cette modification exclut certaines protections pour les contrats liés aux cryptoactifs, notamment le droit de rétractation, qui n'est désormais disponible que pour les entités agréées ou autorisées selon MiCA. Auparavant, les consommateurs bénéficiaient de ce droit indépendamment de la réglementation des prestataires, mais la nouvelle disposition impose aux entités de se conformer aux standards MiCA pour offrir ce droit, renforçant ainsi la sécurité et réduisant les risques pour les utilisateurs en limitant la protection aux prestataires dûment agréés.

Articles L. 222-16 et L. 222-16-1 du Code de la consommation : Ces articles, qui encadrent les conditions de

publicité et d'offres au public, intègrent maintenant les services en cryptoactifs. Dorénavant, seules les entités conformes à MiCA sont autorisées à proposer publiquement des offres de cryptoactifs, sauf en cas de dérogation légale. Autrefois, les prestataires non agréés pouvaient encore faire des offres au public, mais cette restriction limite à présent les communications commerciales aux acteurs réglementés, renforçant la protection des consommateurs en les orientant vers des entités conformes et transparentes.

Des dispositions qui apportent une clarification bienvenue du statut des cryptoactifs, offrant des garanties pour les détenteurs et une sécurité juridique aux transactions.

Abus de Marché et Manipulation des Prix

L'un des autres défis majeurs pour MiCA concerne la régulation des abus de marché dans le secteur des cryptoactifs. MiCA transpose certaines des règles issues du règlement sur les abus de marché (MAR), qui régit les pratiques sur les marchés financiers traditionnels, en les adaptant au contexte des cryptoactifs. Cela inclut la prévention des délits d'initiés, des manipulations de cours et des pratiques frauduleuses comme le wash trading ou le spoofing.

Les deux textes ont pour objectif d'assurer la confiance dans les marchés de cryptoactifs et l'intégrité des marchés. Le règlement reprend les trois comportements clés, les opérations d'initiés, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marchés. Sur les points de convergence entre MAR et MiCA, on retrouve principalement le traitement de la question des informations privilégiées⁷.

Les cryptoactifs présentent cependant des caractéristiques spécifiques qui compliquent l'application de ces règles⁸. Contrairement aux marchés traditionnels, où les transactions sont centralisées et régulées par des institutions financières établies, les marchés des cryptoactifs sont souvent décentralisés, avec une multitude de plateformes opérant à l'échelle mondiale, parfois sans régulation formelle. Cette décentralisation rend plus difficile la détection et la prévention des abus de marché, en particulier sur les plateformes de négociation de cryptoactifs qui opèrent en dehors du champ de compétence des régulateurs européens. En outre, l'anonymat offert par certaines blockchains et plateformes complique l'identification des auteurs de manipulations ou de fraudes. Pour pallier cela, MiCA impose aux prestataires de services sur cryptoactifs (PSCA) des obligations strictes en matière de lutte contre le blanchiment d'argent (AML) et de vérification d'identité (KYC). Cependant, dans le cadre des protocoles décentralisés, comme ceux utilisés dans la finance décentralisée (DeFi), ces règles sont plus difficiles à appliquer, car les transactions peuvent être effectuées sans intermédiaire.

Afin de pallier le plus possible aux lacunes en la matière, l'ordonnance, en alliant dispositions nationales et européennes, permet la rédaction de nouvelles dispositions applicables.

⁶ N. Martial-Braz, D. Legeais, op. cit.⁷ T. Bonneau, F. Guiader, Règlement MiCA - Le régime des émetteurs d'ART et d'e-MT, Revue de Droit bancaire et financier n° 5, dossier 28, Septembre-Octobre 2023

⁸ T. Bonneau, F. Guiader, Règlement MiCA - Le régime des émetteurs d'ART et d'e-

MT, Revue de Droit bancaire et financier n° 5, dossier 28, Septembre-Octobre 2023

Article L. 465-1 du Code monétaire et financier : Cet article interdit la diffusion de fausses informations ou de rumeurs susceptibles d'influencer artificiellement le prix des cryptoactifs. Avant l'ordonnance, cette interdiction s'appliquait aux seuls marchés financiers traditionnels, mais la modification l'étend désormais aux marchés de cryptoactifs. Cela couvre des pratiques comme le « *pump and dump* », où des acteurs diffusent des informations trompeuses pour gonfler artificiellement le prix d'un cryptoactif et vendre ensuite leurs parts à un prix élevé avant que la valeur ne s'effondre. En appliquant ces interdictions aux cryptoactifs, l'ordonnance garantit que les détenteurs de ces actifs bénéficient d'une protection comparable à celle des investisseurs en titres financiers, rendant plus risquées et plus difficilement exploitables ces manipulations pour les acteurs malveillants.

Article L. 465-2 du Code monétaire et financier : Ce dernier vise spécifiquement les manipulations de prix à travers des pratiques comme le « *wash trading* », qui consiste à effectuer des transactions artificielles pour créer une illusion de volume élevé et fausser la perception de l'offre et de la demande d'un cryptoactif. Avant cette ordonnance, le cadre légal de la manipulation de prix s'appliquait principalement aux marchés financiers traditionnels, mais l'intégration des cryptoactifs assure que les pratiques déloyales sont également proscrites dans ce secteur. En étendant ces dispositions aux cryptoactifs, l'ordonnance améliore la transparence des transactions, limitant les possibilités pour les acteurs de manipuler les prix en trompant les investisseurs.

Article L. 465-3-4 : Sanctions Renforcées Contre les Infractions : Cet article introduit des sanctions sévères pour les infractions, notamment des amendes pouvant atteindre plusieurs millions d'euros ainsi que des peines d'emprisonnement pour les pratiques frauduleuses les plus graves. L'objectif est de décourager fortement les manipulations de marché dans le secteur des cryptoactifs, où les abus de marché étaient jusqu'ici plus fréquents et moins encadrés. Ces sanctions dissuasives marquent une réponse législative aux défis spécifiques posés par le secteur des cryptoactifs, en donnant aux autorités un cadre juridique robuste pour intervenir efficacement contre les violations graves. En dotant l'Autorité des marchés financiers (AMF) de ces pouvoirs étendus, l'ordonnance permet de lutter plus efficacement contre les abus et les manipulations dans ce secteur émergent.

Pouvoirs de sanction des autorités nationales

L'Ordonnance accorde à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et à l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) des pouvoirs accrus pour superviser le marché des cryptoactifs et sanctionner les infractions.

Article L. 612-33-3 du Code monétaire et financier : Cet article accorde à l'ACPR des pouvoirs étendus pour surveiller et encadrer les prestataires de services sur cryptoactifs et les émetteurs de jetons, dans le respect du règlement MiCA. En effet, l'ACPR peut suspendre temporairement ou interdire des services, des offres publiques, ou des communications commerciales en cas de soupçon ou de constat d'infraction. Elle peut obliger les prestataires et émetteurs à divulguer des informations importantes pour protéger les investisseurs et assurer la transparence du marché et l'ACPR peut demander la révocation de dirigeants impliqués dans des infractions ou des pratiques risquées.

Article L. 612-39-1 du Code monétaire et financier : L'ACPR a le pouvoir de sanctionner sévèrement les prestataires de services sur cryptoactifs en cas de manquement aux règles du règlement européen MiCA. Cela peut être des sanctions disciplinaires (avertissements, blâmes, interdictions temporaires d'exercer des fonctions de direction, et interdictions d'effectuer certaines opérations) et des sanctions pécuniaires avec une différenciation pour les personnes physiques (amendes pouvant atteindre 700 000 euros ou 5 millions d'euros) et les personnes morales (amendes jusqu'à 15 millions d'euros ou 15% du chiffre d'affaires annuel total tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'organe de direction). Désormais, les amendes peuvent être calculées en fonction des bénéfices obtenus illégalement ou du chiffre d'affaires, ce qui rend les sanctions plus proportionnelles à l'infraction et plus dissuasives pour les grandes entreprises. En cas de graves infractions, l'ACPR peut imposer des interdictions prolongées (jusqu'à 10 ans) pour les dirigeants d'exercer des fonctions de direction, exiger la restitution des profits indûment obtenus, et empêcher la négociation pour compte propre.

Article L. 54-10-3 et L. 54-10-5 du Code monétaire et financier : Quant à l'AMF, l'ordonnance lui accorde la responsabilité de l'agrément des PSCA et la supervision des abus de marché dans le secteur des cryptoactifs. Elle est également chargée de veiller au respect des obligations de transparence et de publicité imposées aux PSCA.

08 - DOSSIER

LES SECURITIES FACE AUX AUTRES CATÉGORIES D'ACTIFS : COMPARAISON ET ENJEUX

Par Antoine Benoist et Rebecca Gleizes

Dans un contexte de globalisation et de diversification accrue des marchés financiers, les investisseurs disposent aujourd'hui d'un éventail large et varié d'actifs sur lesquels investir. Parmi ces actifs, les securities, ou titres financiers, jouent un rôle central en tant que piliers des marchés de capitaux et vecteurs de financement de l'économie. Actions, obligations et instruments dérivés représentent autant de catégories de securities, qui permettent aux émetteurs de lever des fonds tout en offrant aux investisseurs des opportunités de rendement diversifiées.

Cependant, les securities ne constituent qu'une des nombreuses classes d'actifs disponibles pour les investisseurs, qui ont aussi accès à des actifs tangibles tels que l'immobilier, les matières premières, ou encore des actifs numériques tels que les cryptomonnaies. Chaque catégorie d'actifs présente des caractéristiques uniques, des profils de risque et de rendement distincts, ainsi qu'un cadre juridique propre.

I. Securities : définition, typologie et impact sur l'économie réelle

Le terme financier securities est couramment utilisé dans le droit anglo-saxon pour désigner des titres financiers. Ces derniers occupent une place fondamentale dans le fonctionnement des marchés financiers modernes. En effet, leur définition, leur classification et leur rôle dans l'économie en font des outils incontournables tant pour les investisseurs que pour les entreprises cherchant à se financer. Cependant, cette notion complexe requiert une clarification conceptuelle pour être appréhendée correctement, particulièrement en raison des nuances linguistiques et juridiques entre le droit anglo-saxon et le droit français.

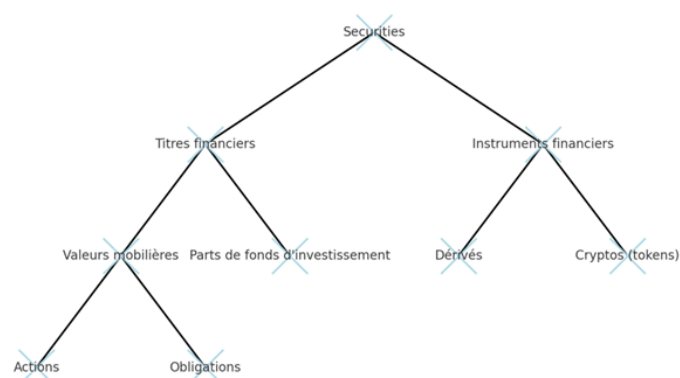
En droit anglo-saxon, le terme *securities* désigne un ensemble de titres financiers ayant une valeur monétaire, négociables sur des marchés financiers¹. Les securities incluent des actifs variés tels que les actions, les obligations, les parts de fonds d'investissement, et certains instruments dérivés². Leur principal objectif est de permettre aux investisseurs de réaliser des gains en fonction des performances de l'émetteur ou des conditions du marché³. En France, l'expression la plus proche de ce concept est celle de valeurs mobilières, bien que cette dernière ne couvre pas exactement la même étendue.

En droit français, les valeurs mobilières comprennent principalement les actions et les obligations, mais excluent certains instruments financiers comme les produits dérivés⁴,

pourtant intégrés dans la notion de securities en droit anglo-saxon. En outre, les droits sociaux, qui incluent certains droits attachés à la participation dans des sociétés, font également partie de la famille des valeurs mobilières en droit français, mais sont souvent traités de manière distincte dans les systèmes anglo-saxons et notamment aux États-Unis. Cette différence terminologique et juridique est essentielle à clarifier pour éviter toute confusion, en particulier dans le cadre de transactions transnationales et de compréhension de la réglementation des marchés financiers.

Les securities jouent un rôle crucial dans le système financier mondial⁵. En effet, ils sont une source de financement essentielle pour les entreprises, les gouvernements, et même les collectivités territoriales, leur permettant de mobiliser des capitaux sans recourir uniquement aux prêts bancaires. Les actions, par exemple, offrent aux entreprises un moyen d'accroître leur capital propre, tandis que les obligations leur permettent de lever des fonds de manière moins dilutive pour leurs actionnaires.

Les securities jouent également un rôle stabilisateur en temps de crise. En effet, grâce à une régulation bien établie, ils bénéficient d'un cadre de transparence et de protection qui contribue à maintenir la confiance des investisseurs même en période de volatilité élevée. Cette confiance est renforcée par des normes strictes d'information financière et de supervision des émetteurs, qui permettent de contenir les risques systémiques et d'assurer la résilience du marché.



1 *The United States Securities Exchange Act of 1934*

2 *Understanding Derivatives Archived 2013-08-12 at the Wayback Machine*. Federal Reserve Bank of Chicago

3 *FCA Handbook*, Financial Conduct Authority, retrieved 2016-11-11

4 Article L.228-1 du Code monétaire et financier

5 Z. Bodie, A. Kane, A., & A. J. Marcus, *Investments*

II. Securities et alternatives d'investissement : objectifs, volatilité et diversification

La diversité des options d'investissement disponibles permet aux investisseurs de se tourner vers différents types d'actifs pour atteindre leurs objectifs financiers et gérer leur exposition au risque. Les securities représentent une catégorie d'actifs fondamentaux pour des investissements variés, mais d'autres types de valeurs, comme les devises, les matières premières, les actifs numériques ou les valeurs refuges tangibles, offrent aussi des opportunités de diversification et d'équilibrage des risques⁶.

L'un des premiers critères différenciant les securities des autres valeurs est l'objectif d'investissement. Les investisseurs, qu'ils soient institutionnels ou particuliers, choisissent leurs actifs en fonction de leurs objectifs d'investissement et de leur tolérance au risque. Les investisseurs institutionnels (banques, fonds de pension, compagnies d'assurance) et les investisseurs particuliers n'ont pas nécessairement les mêmes attentes vis-à-vis de leurs investissements.

La volatilité des securities contraste souvent avec celle d'autres actifs, notamment les matières premières et les devises, qui est encore plus importante. Les matières premières comme l'or ou le pétrole peuvent connaître des fluctuations de prix importantes, habituellement liées aux tensions géopolitiques ou aux conditions d'offre et de demande mondiales⁷. Les devises, quant à elles, sont influencées par des facteurs macroéconomiques et géopolitiques, ce qui les rend volatiles et expose les investisseurs à des risques de change importants.

Avec l'émergence des actifs numériques, le paysage de l'investissement s'est complexifié. Les cryptomonnaies, les jetons utilitaires et les security tokens constituent des alternatives de plus en plus populaires aux securities et autres valeurs traditionnelles. Cependant, ces actifs numériques, essentiellement les cryptomonnaies, sont pour la plupart prisés pour leur potentiel de rendement élevé, mais sont extrêmement volatiles. Plus largement, l'absence de législation et de régulation dans de nombreux pays demeure un frein pour de nombreux investisseurs.

III. Analyse de l'attractivité et des risques liés aux securities

Les securities jouent un rôle clé dans le financement des entreprises, mais restent soumis à des risques tels que la volatilité, les crises financières et économiques, ainsi que les fluctuations des marchés. Par conséquent, l'attrait de ces titres financiers peut s'évaluer en comparant leur exposition aux risques avec celle d'autres actifs, la volatilité étant un indicateur clé du risque lié à un placement. De ce fait, quand la volatilité est élevée, la valeur du capital investi peut baisser. Cet indicateur mesure l'amplitude des fluctuations de prix. En effet, un adage énonce que « *plus le risque est élevé, plus la récompense est grande* »⁸. Autrement dit, un actif affichant une forte volatilité peut offrir un rendement plus conséquent sur le long terme. Ce principe est souvent désigné sous le terme de « prime de risque ». Les

securities, en particulier les actions et obligations, offrent une large gamme de profils de risque et de rendement. Les actions, par exemple, peuvent générer des rendements substantiels grâce aux dividendes et à l'augmentation de la valeur des titres, mais elles sont sujettes à une forte volatilité. Les obligations, de leur côté, fournissent généralement un revenu plus stable et présentent un risque moindre, bien qu'elles soient sensibles aux variations des taux d'intérêt.

Afin d'évaluer les fluctuations des prix des actifs, la volatilité peut être mesurée de manière prospective ou rétrospective. La volatilité historique, dite rétrospective, repose sur l'observation des variations historiques que le titre financier a connues par le passé. Elle se calcule de ce fait par un écart-type. À l'inverse, la volatilité implicite est une mesure prospective, reflétant les attentes du marché quant à la volatilité future d'un actif. Elle est déduite des prix des options sur cet actif, ainsi, plus le marché anticipe de fortes fluctuations futures du prix, plus les options deviennent coûteuses, et donc plus la volatilité implicite sera élevée. Contrairement à la volatilité historique, qui se base sur des données passées, la volatilité implicite reflète les anticipations du marché. Elle est souvent utilisée comme indicateur de la perception du risque et de l'incertitude future.

Dans les marchés boursiers, des indices comme le S&P 500 et des indicateurs comme le VIX (*CBOE Volatility Index*) sont essentiels pour analyser la volatilité du marché. Le S&P 500, indice boursier qui mesure la performance de 500 grandes entreprises cotées en Bourse aux États-Unis, est habituellement utilisé comme un baromètre de la santé économique des marchés boursiers américains. Quant au VIX, fréquemment surnommé « indice de la peur », il mesure la volatilité implicite des options sur le S&P 500. En prenant en compte les prix des options d'achat et de vente, le VIX reflète les anticipations du marché à l'égard des fluctuations des 30 jours à venir, et constitue un indicateur précieux de l'incertitude des investisseurs⁹. Afin d'illustrer ces propos, à titre d'exemple, les obligations sont généralement moins exposées à la volatilité, notamment les actifs sans risque ou très peu risqués tels que les Bons du Trésor, qui ont une volatilité très faible, car leur remboursement est quasiment certain¹⁰. Cela les rend attrayantes pour des stratégies de gestion de portefeuille plus conservatrices. C'est pourquoi, les obligations jouent souvent un rôle stabilisateur dans un portefeuille, aidant à compenser les risques associés aux actions et aux produits dérivés plus volatils. Les actions, quant à elles, constituent des titres financiers volatils, influencés par divers facteurs exogènes tels que la taille de l'entreprise, sa santé financière, la liquidité de l'action (plus elle est élevée, plus elle est volatile), ou l'évolution de taux d'intérêt. Par exemple, une hausse des taux directeurs décidée par une banque centrale peut avoir des effets immédiats sur le marché, car elle influence le coût du crédit, la rentabilité des investissements et, par conséquent, la valeur des actions. Les actions de grandes entreprises comme celles cotées au S&P 500 peuvent enregistrer des fluctuations notables lors de telles annonces, les investisseurs réajustant leurs portefeuilles selon leurs nouvelles attentes de rentabilité.

Par ailleurs, les produits dérivés, comme les options et les contrats

⁶ T. Bonneau, *Droit financier*, 4^{ème} édition, LGDJ

⁷ McKinsey Global Institute, *Les valeurs refuges*

⁸ AMF, *Rendement et risque, deux inséparables*

⁹ M-H. Grouard, S. Lévy, C. Lubochinsky, *La volatilité boursière*, ACPR

¹⁰ AMF, *Volatilité des placements : ce qu'il faut savoir*

à terme, augmentent davantage le risque pour les investisseurs en raison de l'effet de levier. Celui-ci permet de multiplier les gains potentiels en engageant une fraction du capital nécessaire pour une position donnée, mais il amplifie également les pertes dans les mêmes proportions. Plus précisément, un investisseur achetant une option d'achat sur une action espère tirer un bénéfice si le cours de celle-ci augmente, toutefois en cas de baisse, cet investisseur risque de perdre la totalité de son capital engagé, parfois en très peu de temps. Pour les investisseurs novices, cela peut s'avérer complexe à maîtriser, faisant des produits dérivés des instruments à haut risque, exigeant une compréhension approfondie du marché.

Malgré leur potentiel de rendement attractif, les securities demeurent particulièrement sensibles aux crises économiques et aux variations de marché. Pour saisir leur rôle, il est pertinent d'analyser leur comportement en période de crise par rapport à des actifs plus stables tels que l'immobilier et les métaux précieux, notamment lors des crises des subprimes de 2008 et de la covid-19. En effet, la volatilité des marchés financiers peut être accentuée par des événements géopolitiques, ainsi que par des décisions de politique monétaire. Dans les années 1990, les marchés ont ainsi traversé des périodes de forte volatilité. Après une relative accalmie, les fluctuations ont resurgi, amplifiées par la crise de 2008. Depuis lors, la volatilité s'est accrue lors d'événements économiques, sanitaires et géopolitiques majeurs, tels que les attentats terroristes, la pandémie de la covid-19 ou la guerre en Ukraine. La crise financière de 2008, déclenchée par l'effondrement du marché immobilier américain et la titrisation des prêts subprimes a eu des répercussions dévastatrices sur l'économie mondiale. Les marchés boursiers ont chuté, et des indices comme le S&P 500 ont perdu près de 57 % entre 2007 et 2009¹¹. Les actions ont été particulièrement affectées par cette perte de confiance des investisseurs, alimentée par des problèmes de liquidité et les faillites bancaires (tel que Lehman Brothers). Le VIX a également atteint des sommets historiques, reflétant la peur et l'incertitude des investisseurs vis-à-vis de la stabilité économique.

Les securities se distinguent nettement des actifs tangibles, tels que l'immobilier et les métaux précieux, qui tendent à être plus stables et moins volatils. Considéré comme une valeur refuge, l'or a démontré sa capacité à conserver sa valeur lors de crises comme celle de 2008 ou encore celle liée à la pandémie de la Covid-19, période où les marchés boursiers ont chuté de manière significative. Ce comportement s'explique par la tendance des investisseurs, en période d'instabilité, à rechercher des placements plus sûrs. Ainsi, la demande pour l'or et d'autres métaux précieux augmente, renforçant leur stabilité relative en tant que refuge contre la volatilité des instruments financiers. Les obligations d'État ont également été affectées par les effets des crises successives, mais leur performance a largement été tributaire des notations de crédit. À titre d'exemple, l'immobilier est souvent considéré comme bon investissement pour des perspectives à long terme, mais il demeure un actif coûteux et difficile à liquider rapidement. Par ailleurs, le rendement de l'immobilier dépend de nombreux facteurs spécifiques, comme le contexte économique local. À l'inverse, les securities sont

davantage influencées par des tendances économiques globales. Il convient cependant de préciser que l'immobilier peut être plus volatil qu'on ne le pense¹². En effet, les bulles immobilières sont récurrentes et causent des dommages considérables, lors de la crise de 2008, et plus récemment, pendant la crise de la covid-19. Ainsi, ce placement présente des risques élevés et sa volatilité peut affecter directement l'investissement et la consommation.

À cet égard, la crise de la covid-19 a également mis en lumière cette réalité. Les marchés ont connu une volatilité extrême, avec une chute de plus de 30%¹³. Cependant, une reprise rapide a été permise grâce aux mesures de relance monétaire et fiscale. Les obligations d'État ont de nouveau rempli leur rôle de valeur refuge, tandis que les spreads de crédit augmentaient face à l'incertitude. En mars 2020, le S&P 500 a connu une chute brutale de près de 34 %, tandis que le VIX atteignait des niveaux proches de 80, témoignant de l'anticipation d'une forte volatilité¹⁴. Contrairement à la crise de 2008, le marché des securities a néanmoins montré une résilience accrue pendant la pandémie, soutenu par les interventions rapides des banques centrales et des gouvernements. Les actions, notamment dans les secteurs technologiques et de la santé, se sont redressées rapidement, témoignant d'une meilleure résistance face aux chocs économiques¹⁵. De sorte que, la société Moderna, a vu ses actions monter en flèche durant la pandémie en raison de son développement rapide d'un vaccin contre la covid-19. Avant la pandémie, en janvier 2020, son action valait environ 18 dollars. En décembre 2020, son prix était à plus de 140 dollars, représentant une augmentation significative¹⁶. Dans le secteur technologique, c'est la plateforme de visioconférence Zoom qui a pu connaître une explosion de sa valeur boursière pendant la pandémie. Son action a augmenté de près de 400 % entre le début de 2020 et l'automne de la même année, atteignant un pic de 588 dollars en octobre 2020, contre approximativement 68 dollars au début de l'année¹⁷. In fine, pour les investisseurs institutionnels ou les particuliers, les actifs tangibles tels que l'immobilier et les métaux précieux constituent des options de diversification efficaces, capables d'atténuer les répercussions des fluctuations sur les marchés boursiers. Ainsi, bien que les actifs tangibles n'offrent pas le même niveau de liquidité, ou de rendements potentiels que les securities, leur rôle dans une stratégie d'investissement globale s'avère essentiel. Ils permettent aux investisseurs de se prémunir contre la volatilité des marchés financiers et offrent une protection contre l'incertitude économique. En somme, l'interaction entre les securities et les actifs tangibles élargit les options d'investissement, permettant ainsi d'atteindre un équilibre plus favorable entre risque et rendement.

IV. Le cadre réglementaire des securities

La réglementation des securities occupe une place centrale, car elle vise à garantir la transparence, la sécurité des transactions et la protection des investisseurs. Le cadre réglementaire applicable aux securities repose sur une base complexe de régulations internationales, européennes et nationales, adaptées en fonction des juridictions et des évolutions technologiques

11 Revue de la santé financière, Déséquilibres mondiaux et stabilité financière, Banque de France, février 2011

12 F. Geerolf, Une économie des bulles immobilières, Cair

13 La cartographie des marchés et des risques 2024 de l'AMF

14 M. Levasseur, Pourquoi les Bourses n'ont presque pas connu la crise de la Covid 19, La Tribune, 21 mai 2021

15 Rapport sur la stabilité financière, Banque de France, juin 2024

16 M. Louvigne, Les gagnants du marché pendant le Covid ?, Banque Transatlantique,

récentes, notamment avec l'essor des actifs numériques.

Sur le plan international, des organismes tels que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) influencent les réglementations nationales. Par exemple, les normes de Bâle imposent des exigences de capital minimal et des mesures de gestion et de diffusion du risque aux institutions financières, ce qui contribue à limiter les risques de défaillance systémique¹⁸. L'IOSCO, quant à elle, établit des normes de supervision pour les régulateurs des marchés de capitaux et encourage la coopération transfrontalière¹⁹. Ces influences internationales sont essentielles pour permettre une harmonisation et une coordination des pratiques, ce qui facilite la gestion des securities sur les marchés globaux et réduit les risques de division réglementaire.

Au niveau européen, la réglementation des securities est encadrée par plusieurs directives et règlements clés, tels que la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MiFID II), qui vise à harmoniser la réglementation des marchés financiers européens et à renforcer la protection des investisseurs en garantissant la transparence des transactions. Cette directive impose des règles strictes aux intermédiaires financiers et aux plateformes de négociation pour réduire les risques d'abus de marché et pour accroître la stabilité et la résilience des marchés financiers au sein de l'Union européenne.

Malgré cette harmonisation croissante, il subsiste des différences significatives entre les réglementations nationales. Aux États-Unis et en France, les autorités de régulation jouent un rôle déterminant dans la supervision des securities. Aux États-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) impose des règles strictes en matière de transparence, d'information financière et de protection des investisseurs. Par exemple, les entreprises souhaitant émettre des titres doivent se conformer à des obligations de divulgation rigoureuses, destinées à garantir la fiabilité des informations fournies aux investisseurs. La SEC se distingue par ses exigences strictes et par sa capacité à sanctionner sévèrement les infractions, contribuant à une surveillance particulièrement rigide du marché des securities.

En France, l'Autorité des marchés financiers (AMF) assume un rôle similaire, bien qu'elle opère dans un cadre législatif harmonisé au niveau européen. L'AMF supervise les émetteurs de titres financiers, les gestionnaires d'actifs et les infrastructures de marché, en veillant à ce que les transactions respectent les principes de transparence et de protection des investisseurs. Cependant, certains pays, comme le Luxembourg et les Pays-Bas, adoptent des réglementations plus souples pour attirer les investissements, ce qui en fait des juridictions compétitives pour l'émission de securities.

La réglementation applicable aux autres classes d'actifs, comme les devises et les actifs tangibles (immobilier, métaux précieux), est souvent moins contraignante. Par exemple, les transactions de devises ne font pas l'objet d'un encadrement aussi strict en matière de divulgation d'informations financières, et les

marchés de l'immobilier et de l'art sont moins réglementés, même s'ils demeurent soumis à des règles anti-blanchiment et fiscales. Il en va de même avec les jetons non fongibles qui ne sont appréhendés ni par la réglementation française ni par la réglementation européenne²⁰. Ce contraste met en lumière la spécificité des securities, qui, en raison de leur rôle crucial dans la stabilité économique et la confiance des investisseurs, font l'objet d'une surveillance accrue.

V. Enjeux et perspectives pour les securities : vers une adaptation à l'ère du numérique ?

À l'ère de la transformation numérique, les securities se trouvent au cœur de mutations profondes qui transforment les marchés financiers et redéfinissent les attentes des investisseurs. Avec l'apparition des titres numériques et des actifs basés sur la blockchain comme les security tokens, il est essentiel de s'interroger sur les enjeux futurs des securities. L'émergence du bitcoin a marqué un tournant, se posant comme le modèle emblématique de l'utilisation de la blockchain, suivi par d'autres monnaies numériques, telles que l'éther. Ces cryptomonnaies illustrent la capacité de la blockchain à permettre des transactions décentralisées et sécurisées, où chaque participant au réseau détient une copie de l'historique des échanges. D'un point de vue technique, la blockchain offre une solution sécurisée et transparente en réduisant la dépendance aux intermédiaires traditionnels. L'adoption croissante des technologies blockchain dans le domaine des securities pourrait transformer durablement les marchés financiers. Les avantages potentiels sont nombreux : une liquidité accrue, une meilleure accessibilité aux marchés pour les investisseurs de toute taille et une réduction des coûts grâce à la décentralisation. En démocratisant l'accès aux titres financiers, la blockchain pourrait favoriser un accès plus inclusif au financement pour les entreprises et offrir de nouvelles options de diversification aux investisseurs particuliers.

Cependant, l'intérêt croissant pour la blockchain dans les sphères financières soulève des inquiétudes sur des dérives potentielles, notamment à cause d'un cadre réglementaire pouvant être considéré comme insuffisant et sa nature décentralisée qui complique la lutte contre les abus tels que le blanchiment d'argent. Par ailleurs, les cryptomonnaies se caractérisent par une volatilité extrême, pouvant enregistrer d'importantes fluctuations de valeurs en quelques heures. Cette instabilité est problématique pour les institutions financières qui cherchent des actifs stables pour garantir des investissements.

Les security tokens quant à eux, constituent des actifs financiers numériques, représentant des droits de propriété ou d'investissement sur des actifs tels que des actions ou des biens immobiliers. Créés et enregistrés sur une blockchain, ils sont soumis à des régulations financières, contrairement aux cryptomonnaies. En offrant une version numérique et traçable des titres financiers traditionnels, les security tokens présentent plusieurs avantages pour le secteur financier. Des auteurs tels que Dominique Legeais évoquent la tokenisation de l'économie²¹. En effet, les actifs traditionnels sont convertis en jetons numériques via la blockchain. Ces tokens peuvent

Mars 2023

17 N. Richaud, Coronavirus : Zoom, le service de visioconférence qui flambe en Bourse en pleine crise, Les Echos, mars 2020

18 Recommandations du Comité de Bâle du 14 janvier 2019

19 *IOSCO Supervisory Framework for Markets*, 2002

20 T. Bonneau, Tokens, titres financiers ou biens divers ?, RD bancaire et fin. 2018

21 D. Legeais, Enjeux de la blockchain et crypto-monnaies, Revue de droit bancaire et financier, Lexis Nexis, N°6 Novembre-Décembre 2019

représenter des titres financiers (*security tokens*) ou donner accès à des services spécifiques (*utility tokens*). Souvent émis lors de *Security Token Offerings* (STOs), les *security tokens* offrent aux investisseurs de nouvelles formes de participation et de droits sur des actifs financiers. En augmentant leur liquidité et traçabilité, la tokenisation attire l'attention des institutions financières, qui y voient un moyen de simplifier la gestion d'actifs et d'optimiser la sécurité des transactions. Toutefois, les *security tokens* comportent également des risques notables. En facilitant la tokenisation, ils peuvent réduire le rôle des intermédiaires financiers tels que les banques, permettant ainsi des transactions directes entre acheteurs et vendeurs. Ce phénomène remet en question le monopole des institutions financières sur des fonctions essentielles comme le transfert de propriété et la conservation des actifs.

L'émission de *security tokens* dans le cadre de STOs soulève par ailleurs des questions réglementaires complexes, chaque pays adoptant des approches distinctes, ce qui crée une fragmentation qui complique la conformité pour les émetteurs souhaitant opérer à l'international. Bien que la blockchain soit réputée pour sa sécurité, les *security tokens* ne sont pas exempts de vulnérabilités, les cyberattaques et le besoin de sécuriser les transactions sur des plateformes décentralisées exposent les investisseurs et les institutions financières à des risques. Des incidents récents, tels que des vols de fonds sur des plateformes non réglementées, renforcent cette appréhension. Effectivement, en 2014, la plateforme d'échange de bitcoin Mt. Gox, a été victime d'un piratage massif où environ 850 000 bitcoins ont été dérobés, soit une perte de plusieurs centaines de millions de dollars à l'époque²². Cela démontre que, bien que les *security tokens* offrent des avantages, ils nécessitent un encadrement réglementaire rigoureux et des mesures de sécurité accrues afin d'intégrer durablement ces actifs dans le système financier traditionnel.

En définitive, ces enjeux soulignent la nécessité d'un cadre légal adapté pour assurer la sécurité des transactions et protéger les investisseurs. C'est dans ce contexte que les régulateurs, tels que l'Autorité des marchés financiers (AMF), s'attachent à encadrer juridiquement les *security tokens*. En mars 2020, l'AMF a publié un rapport intitulé État des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux *security tokens*. Il fait état d'une transition des ICO (*Initial Coin Offerings*) vers les STO. Malgré cet intérêt croissant, rares sont les autorités publiques ayant pris des mesures concrètes pour établir un cadre juridique applicable²³. L'AMF a donc entrepris une analyse afin de déterminer dans quelle mesure la réglementation financière

s'applique aux *security tokens*, qui sont juridiquement considérés comme des instruments financiers. Au stade de la négociation, les obstacles réglementaires demeurent limités : un agrément de prestataire de services d'investissement (PSI) peut être requis pour la fourniture de certains services d'investissement, un agrément de système multilatéral de négociation (SMN) ou de système organisé de négociation (OTF) pour l'exploitation d'une plateforme de négociation conformément à la directive MIF.

Cependant, seules les plateformes disposant un gestionnaire identifié peuvent bénéficier de cet agrément, ce qui exclut les plateformes décentralisées. L'AMF a pu également proposer la création, à l'échelle européenne, d'un laboratoire digital, offrant aux autorités nationales la possibilité de suspendre certaines exigences du Droit de l'Union européenne jugées incompatibles à la blockchain, en contrepartie d'une surveillance accrue par l'autorité nationale compétente. Cette proposition a été entendue, car le 30 mai 2022, le règlement européen (UE) 2022/858 a été adopté, instaurant un régime pilote permettant aux infrastructures de marché d'expérimenter la technologie blockchain^{24,25}. Depuis ce rapport, la réglementation autour des actifs numériques a pu s'enrichir. En 2023, l'Union européenne a adopté le règlement MiCA (*Markets in Crypto-Assets*), visant à uniformiser le cadre juridique des actifs numériques, notamment des *security tokens*, dans tous les États membres²⁶. Aux États-Unis, des lois spécifiques aux stable coins sont en cours de rédaction, avec pour objectif de clarifier le statut des cryptoactifs, tandis qu'au Royaume-Uni²⁷ et à Hong Kong, des consultations sont en cours pour adapter les réglementations aux actifs numériques. Enfin, ces évolutions témoignent d'un intérêt croissant et de la nécessité d'un encadrement juridique clair dans le secteur des *security tokens* et des cryptoactifs en général. En somme, l'évolution des titres financiers, notamment avec l'émergence des titres numériques et des actifs basés sur la blockchain, marque le début d'un nouveau chapitre dans le monde des *securities*. Les *security tokens*, qui représentent une avancée significative dans la manière dont les valeurs sont émises, négociées et régulées, illustrent cette transformation. Ainsi, l'avenir des *securities* est indéniablement lié à l'essor des titres numériques. Cette évolution du secteur promet non seulement d'améliorer l'efficacité des marchés financiers, mais aussi de redéfinir la manière dont les investisseurs interagissent avec les actifs financiers. Toutefois, pour tirer pleinement parti de cette évolution, il est impératif que le cadre réglementaire évolue et s'aligne sur les nouvelles réalités économiques. Cela garantira que le marché des *securities* reste dynamique, attractif et, surtout, sécurisé pour tous les acteurs impliqués.

22 Y. Eudes, MTGox : retour sur les ratés du bitcoin, *Le Monde*, 15 mai 2014

23 AMF, État des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux *security tokens*, Mars 2020

24 S. Cabossioras, Le futur règlement européen instaurant un régime pilote pour les infrastructures de marché sur la blockchain, *Bulletin Joly Bourse* 1 mars 2022

25 ACPR, Régime pilote pour les infrastructures de marché DLT

26 Sécurisation des cryptoactifs : les règlements MiCA et TFR sont publiés au JOUE, *LexisVeille*, 9 juin 2023

27 La Banque d'Angleterre veut réguler les cryptomonnaies dites « stables », *Le Figaro*, 6 novembre 2023

09 - DOSSIER

DÉLAI DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DES TITRES FINANCIERS : VERS UN PASSAGE À T+1

Par Adrien Derksen

Les marchés financiers ont récemment fait face à un bouleversement manifeste dans le domaine du raccourcissement des délais de paiement. Le délai dit de « règlement-livraison », correspondant à l'intervalle entre le point de départ de la date de transaction d'un titre financier et le moment effectif de son règlement, marquant ainsi le transfert de propriété, a été révisé dans plusieurs pays.

Dans le cadre de ce processus, divers acteurs sont à la manœuvre. Parmi eux, on trouve notamment les dépositaires centraux (CSD). Ces organismes sont tenus d'assurer une tenue centralisée des comptes titres, et sont ainsi chargés du bon déroulement de chaque étape du procédé de transaction¹ (de l'émission de l'ordre au règlement du titre). On trouve également les contreparties centrales (CCP), lesquelles sont chargées de transmettre les ordres exécutés aux dépositaires centraux, en amont des vérifications que ces derniers vont opérer. Il est important de souligner que sur un marché de gré à gré, les CCP peuvent être amenées à effectuer ou recevoir des livraisons d'instruments financiers en lieu et place des DCT ; le cas échéant, elles doivent recourir aux mécanismes de règlement-livraison en vigueur². Cette exigence, prévue par le règlement européen EMIR permet ainsi d'anticiper une mauvaise gestion des risques pouvant intervenir au moment du règlement de la transaction envisagée.

Ce n'est donc qu'après la conclusion d'une transaction que les informations sont transmises au système de règlement-livraison opérant sur la place européenne (la plupart des pays européens ont convenu d'un système commun appelé « TARGET2-Securities », visant à remplacer les systèmes propres aux États membres de l'Union européenne).

En France, et plus généralement en Europe, le règlement de titres financiers se réalise deux jours après la date de transaction. Ce cycle laisse alors suffisamment de temps aux parties impliquées pour préparer les fonds et les titres nécessaires à la finalisation de ladite transaction. Pourtant, tout ce système a été remis en question récemment.

En mai 2024, les États-Unis (avec à leurs côtés l'Argentine, le Canada ou encore le Mexique) sont passés d'un cycle de règlement de 2 jours ouvrés (Transaction +2) à 1 jour ouvré (Transaction +1)³. De ce fait, les transactions en Bourse se sont vues grandement multipliées, et les acteurs opérant sur ces marchés ont été contraints de s'adapter à cette nouvelle réalité.

À cet égard, l'observation et la confirmation des effets bénéfiques de ces transformations requièrent une période d'ajustement et d'acclimatation pour les marchés financiers internationaux. Ce n'est qu'au fil du temps que ces changements pourront véritablement s'ancrer et produire des résultats durables et avantageux.

I. Le contexte du passage à T+1

En France, l'évolution du cadre réglementaire concernant le règlement-livraison de titres financiers s'est faite progressivement. Ce procédé, tel qu'on le connaît aujourd'hui, résulte pour partie d'une loi du 2 juillet 1998⁴ ayant apporté de substantielles modifications à ce processus, notamment au regard du transfert de propriété qui s'apprécie, selon l'article 23 de ladite loi, comme suit : « le client acquiert la propriété des instruments financiers s'il en a réglé le prix. Tant que le client n'a pas réglé le prix, l'intermédiaire qui a reçu lesdits instruments financiers en est le propriétaire ». C'est ici toute l'œuvre du transfert de propriété qui donne sa matière au règlement-livraison. Ce transfert symbolise le trait d'union indissociable entre ces deux notions, d'où son importance majeure. De plus, en liant le transfert de propriété au dénouement chez le dépositaire central, la loi a renforcé la sécurité juridique des transactions opérées sur le marché global. Toutefois, le délai qui s'écoule durant la transaction proprement dite a été réévalué, après le krach d'octobre 1987 (aussi appelé « Black Monday »), dans une optique de réduction des risques.

En effet, la pratique financière avait convenu d'un intervalle T+3 hors champ législatif ou réglementaire. C'est finalement assez récemment que l'Europe s'est penchée sur cette question, lors de la volonté des opérateurs d'initier un passage à T+2. De cette manière, un règlement du 23 juillet 2014 a introduit ce délai précis de deux jours concernant le cycle de règlement-livraison⁵.

Préalablement, en mars 1989, un rapport du G30 prévoyant que le règlement final des transactions sur titres intervienne au plus tard à T+3, envisageait déjà un aboutissement à T+1⁶. La marche vers cette évolution, en outre-Atlantique notamment, n'aura alors été que la concrétisation partielle du projet initié par le G30. Toutefois, les Amériques ne sont pas pour autant précurseurs en la matière. Les pays européens étaient passés d'un délai de règlement-livraison T+3 à T+2 en octobre 2014, comme précédemment observé, tandis qu'il aura fallu attendre trois ans côté États-Unis pour suivre l'Europe en implémentant

1 Banque de France, Chapitre 12 : Les dépositaires centraux, p. 2, 30 septembre 2020

2 Règ. (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Art. 50 §3

3 Société Générale Securities Services, *Post Trade - US T+1 : Settlement cycle shortened*

to T+1 in the US market, 14 mai 2024

4 Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier

5 Règ. (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil, concernant l'amélioration

ce tout nouveau système, en septembre 2017. Dans l'ombre des États-Unis, les Canadiens ont emboîté le pas très rapidement par la suite.

Une fois que ces deux derniers eurent atteint le T+1 en mai 2024, l'Europe et le Royaume-Uni se sont penchés sur la question en analysant les risques et les bénéfices liés à un tel changement⁷. Mais alors pour quelles raisons ce raccourcissement à T+1 semblait-il nécessaire ?

Les recommandations formées par le rapport du G30 projetaient une efficacité accrue des marchés mondiaux des valeurs mobilières devenant simultanément moins sources de risques. Si de tels bénéfices ont pu être observés aux États-Unis, pays dans lequel le traitement post-négoce des titres financiers a été sensiblement amélioré, d'autres sont encore en attente d'effets positifs notables.

Lorsque la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a adopté les amendements à la règle 15c6-1 (a) de l'Exchange Act de 1934, le 15 février 2023⁸, portant le délai de règlement-livraison de T+2 à T+1, l'Inde passait déjà à la phase finale de cette transformation, ce qui en fait un précurseur mondial. De cette qualité d'avant-gardiste, l'Inde aura confronté une complexité majeure vis-à-vis de ce processus. En effet, les participants au marché des actions en Inde doivent réaliser leurs transactions en roupie indienne (INR), ce qui a pour conséquence de rajouter une étape supplémentaire, en moins de temps, dans le processus de transaction de titres financiers⁹.

La diversité d'actifs et de devises présente sur les marchés font du délai T+1 une exigence pouvant poser des risques notoires. Notamment, lorsque le compte INR d'un client est insuffisant, la chambre de compensation des contreparties (CCP) indienne ordonne au courtier d'accepter l'opération, alors même que cette acceptation revient en temps normal au dépositaire des fonds, garant de la solvabilité de ses clients. Le fait est que les services de change ferment plus tôt, et que la CCP ne peut laisser une opération en attente, c'est pourquoi les courtiers sont parfois contraints d'accepter les opérations en lieu et place du dépositaire le cas échéant (bien qu'ils ne détiennent ni les actifs disponibles, ni les informations de solvabilité des clients pour qui ils traitent). Une coordination améliorée entre ces différents acteurs aura été nécessaire pour mener à bien ce mécanisme de *Delivery Versus Paiement* (DVP). Sans cela, c'est toute la rentabilité du système qui aurait été affectée (frais de pénalité, retards...).

Finalement, le passage au T+1, tout spécialement pour le marché américain, représente surtout l'opportunité d'automatiser et de standardiser les processus post-négoce (les « post-trade processes »).

II. Les impacts du passage à T+1

• Sur les acteurs du marché :

En premier lieu, des impacts bénéfiques sont escomptés d'un

rapport du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, Cons. 13

6 The Group of Thirty (G30), *Securities Clearance and Settlement Study*, p. 33, octobre 1992

tel raccourcissement pour les acteurs du marché (sociétés de gestion et gestionnaires d'actifs, courtiers et intermédiaires financiers, dépositaires et conservateurs de fonds). Un rapport récent, et très attendu, dressé par l'European Securities and Market Authority (ESMA) anticipe trois bénéfices majeurs pour l'industrie de services financiers¹⁰ (lesquels bénéfices nécessiteront temps et harmonisation pour être durablement constatés) : une réduction des risques inhérents aux périodes de forte volatilité des marchés ; une modernisation des infrastructures par l'accélération du traitement des opérations ; ou encore une réduction des coûts à long terme pour tous les acteurs opérants sur les marchés mondiaux du fait de l'harmonisation et de la standardisation des procédés de DVP.

Certains courtiers et/ou négociants, y compris les petites entités, auront cependant besoin d'apporter des modifications substantielles à leurs activités commerciales du fait de ce raccourcissement de T+2 à T+1. Cela implique d'engager certains coûts, parfois très élevés (en comparaison avec les organisations financières institutionnelles qui bénéficient de plus de moyens), pour fonctionner dans un nouvel environnement T+1.

• Sur les processus opérationnels :

Pour l'heure, si la complexité penche dans le camp des pays étrangers à ce cadre T+1, qui doivent alors se démener pour respecter les délais de confirmation de règlement, on constate qu'un temps de latence est admis par les initiateurs du processus, afin que leurs homologues aient le temps de s'acclimater à cette nouvelle réglementation.

En outre, la réglementation américaine SHO (adoptée en 2005 pour réglementer les ventes à découvert sur les marchés¹¹) est directement confrontée au problème posé par T+1. La vente à découvert implique généralement la vente d'une action dont la propriété n'est pas encore transmise à son acheteur. Ainsi, les éléments d'identification dudit produit financier non-encore transféré doivent être fournis aux institutions de régulation en un temps plus court, ce qui implique dès lors une adaptation de mise en conformité évidente.

• Sur la législation en vigueur en droit positif :

Lorsqu'on parle de mise en conformité, ce sont bien entendu le législateur et les régulateurs nationaux qui sont les premiers concernés, les acteurs privés suivront ainsi plus naturellement la voie choisie. Partant, une refonte de certains articles du RGAMF, du CMF, du Code de Commerce ou encore des règles de fonctionnement internes des infrastructures de marché s'avère primordiale (on pense au *Rule Book* d'Euronext qui contient toutes les règles régissant le fonctionnement des marchés réglementés opérés par cet organisme, ou encore aux règles de fonctionnement interne d'Euroclear par exemple). Lors du passage de T+3 à T+2, les modifications susmentionnées avaient été induites par la liaison de ces textes au cycle en vigueur à cette période¹².

7 C. Papillard, *Head of Financial Intermediaries and Corporates*, BNP Paribas, Clearing & Settlement, Global T+1 outlook, EMEA, 23 septembre 2024

8 U.S. Securities and Exchange Commission, *Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle*, 22 août 2024

On peut dès à présent envisager que l'article L211-17, et en conséquence l'article L211-17-1 du Code monétaire et financier, seront, entre autres, impactés par le passage au T+1. En effet, ce premier en son alinéa 5, III., dispose actuellement que la date prévue mettant un terme aux négociations, par l'achèvement d'une transaction effective, sur un marché « *intervient au plus tard le deuxième jour d'ouverture du système de règlement et de livraison [...]* ».

Ces articles ne procèdent qu'à un renvoi pur et simple au règlement édicté par l'Union européenne du 23 juillet 2014¹³, on note alors que la modification du délai de règlement-livraison à T+1 découlera logiquement d'une décision européenne en premier lieu, et non seulement française.

À cette suite d'exigences, il convient de souligner que le passage à T+1 impliquera une modification de certains textes et règlements fiscaux (vis-à-vis des plus-values et revenus, ou encore de la taxe sur les acquisitions de titre de capital ou assimilés¹⁴), ainsi qu'une révision des conventions clients/fournisseurs au sein même des infrastructures de marché.

III. Les défis de la transition vers T+1 sur le continent européen

La transition européenne et britannique vers T+1 nécessite une concertation accentuée entre ces deux acteurs. À cet effet, l'Association Française des Marchés Financiers (AMAFI), dans un projet de note à destination de l'AMF et de la Banque de France (17 juin 2024), a émis certaines observations.

Il apparaîtrait que des cycles de règlement-livraison différents sur le continent et outre-Manche emporteraient des conséquences néfastes (bien que non-significatives) sur le marché. Ainsi, l'alignement des cycles de règlement-livraison entre le Royaume-Uni et l'Union européenne permettrait principalement de maintenir la cohérence des pratiques de marché (en accord, par ailleurs, avec les pratiques du continent américain), ainsi que de préserver l'efficacité opérationnelle des transactions transfrontalières. Les obstacles à cette harmonisation intra et extra-européenne peuvent alors être vus comme des embûches pragmatiques au regard de la souveraineté réglementaire de chaque juridiction, et de l'efficacité globale des marchés britanniques et européens¹⁵, ou encore suisses.

Il reste que le Royaume-Uni est prêt à attendre que l'Europe s'engage définitivement sur le passage au cycle T+1, souhaitant mettre en œuvre ce nouveau procédé d'ici 2027 au plus tard¹⁶.

Au plan purement européen, la complexité du marché réside dans la diversité des régimes applicables ainsi que dans la coexistence de très nombreuses infrastructures de marché¹⁷. L'Europe compte en effet pas moins de 18 chambres de compensation et 31 dépositaires centraux de titres, tandis que les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni ou encore certains pays d'Asie ne comptent qu'un seul de ces deux organismes. L'unification d'un tel système se révèle de ce fait très onéreuse et juridiquement technique à mettre en œuvre.

• La position des autorités financières européennes

L'European Securities and Markets Authority (ESMA), aux côtés de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne, ont annoncé dans un rapport¹⁸ du 15 octobre 2024 la préparation d'une transition vers le cadre T+1.

Dans ce rapport, ces institutions précisent bien que la transition vers T+1 aura un impact significatif sur le fonctionnement même des marchés. Quant à savoir si cet impact sera davantage positif que négatif, l'Europe se montre optimiste en anticipant une réduction importante des risques liés aux défaillances de paiements ; ainsi qu'une réduction des coûts liés au décalage avec d'autres grandes juridictions (par exemple américaines ou canadiennes). Enfin, cette transition apporterait en conséquence des avantages importants concernant le projet, initié bien qu'incomplet, de l'Union européenne de l'épargne et des investissements¹⁹ (intervenant en qualité de successeur potentiel à l'Union des marchés de capitaux, incomplète pour l'heure).

• Les réflexions en cours autour de l'adoption du T+1 :

Avec pour préoccupation d'instaurer une plus grande sécurité juridique lors de la transition vers un cycle T+1, les infrastructures privées opérant en Europe ont avancé l'idée d'une modification du CSDR²⁰ (le Règlement sur les Dépositaires Centraux de Titres). Si les règles de pénalité édictées par le CSDR ne sont pas mises à jour en cohérence avec la transition vers T+1, le nombre de litiges pour défaillance de paiement risquerait de connaître une explosion manifeste, ce qui serait évidemment préjudiciable pour tous les opérateurs du marché.

Également, l'Eurosystème a mis en place *TARGET2-Securities* (T2S), une plateforme technique commune de règlement-livraison dont l'exploitation est confiée à quatre banques centrales nationales (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France et Banca d'Italia). T2S est alors chargée du dénouement des transactions qui lui sont externalisées²¹. Le passage de T+2 à T+1 imposera pour T2S un renforcement significatif afin d'être en mesure de gérer un volume accru de transactions dans un délai divisé ; ce qui en fait un élément crucial de l'acheminement vers une harmonisation de T+1.

L'Europe doit alors s'attendre à de profondes modifications réglementaires passant par le CSDR, ainsi qu'à une sensible refonte du système informatique T2S, si elle souhaite préparer un passage vers T+1 sans ambages. C'est d'ailleurs bien ce que rappelle l'ESMA dans son rapport du 14 octobre dernier en vue du raccourcissement du cycle de règlement à T+1, pouvant parallèlement contribuer à accroître les chances d'accéder à une Union européenne de l'épargne et de l'investissement (SIU). L'ESMA retient alors que toute la compétitivité de l'Europe est en jeu vis-à-vis de cette thématique.

9 Société Générale, Implantation du T+1 en Inde - Poursuivre les rêves de vitesse de l'Inde, 25 mai 2022

10 ESMA, Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union : next steps, ESMA74-2119945925-2085, p. 1, 15 octobre 2024

11 U.S. Securities and Exchange Commission, Key Points About Regulation SHO : « III. Regulation SHO », 5 décembre 2022

12 France Post Marché, Cahier des charges - T+2 : harmonisation des cycles de Règlement / livraison en Europe, p. 34 et 35, 23 septembre 2014

• Vers un futur T+0 ?

En pratique, le règlement en T+0 (règlement-livraison au jour de la transaction) n'est pas exclu à l'heure actuelle²². Contractuellement, au plan européen, les parties peuvent d'ores et déjà prévoir un délai inférieur à T+2. Certains dépositaires centraux (CSD) sont, d'un point de vue technique, déjà pleinement opérationnels pour réaliser ces transactions en T+0, cette hypothèse se présente même à de nombreuses reprises sur les opérations de gré à gré. Quant au système états-unien, l'intervalle de règlement T+0 est dorénavant réalisé complètement pour les instruments du marché monétaire

(bons du Trésor, obligations émises par des autorités locales, certificats de dépôt...).

On pourrait alors imaginer que l'intervalle T+0 devienne la norme, pour toutes les transactions quelles qu'elles soient, dans un futur proche. L'harmonisation des législations mondiales s'apparenterait ici comme une obligation incontournable pour réaliser ce processus, car on l'a vu, le système T+1 n'a pas encore fait ses preuves dans un monde multi-réglementaire. L'acceptation de ce système par l'Europe et la Grande-Bretagne reste sujette à discussions et spéculations, bien qu'on puisse légitimement espérer qu'elle intervienne très prochainement.

13 Règ. (UE) n° 909/2014, Cons. 13

14 BOL-TCA-FIN-10-30 - Taxe sur les acquisitions de titres de capital ou assimilés - Champ d'application, II., point 60, 21 décembre 2015

15 Société Générale Securities Services, Enquête ESG 2024, Publication du rapport préliminaire de l'ESMA sur un potentiel T+1 dans l'Union européenne, 04 avril 2024

16 AFG, Le règlement des titres à T+1, Enjeux réglementaires pour les SGP, Didier Deleage - Directeur Adjoint de la Direction de la gestion d'Actifs - AMF, p. 37, 8 février 2024

17 AMAFI, *Shortening the settlement cycle to T+1 in the EU - AMAFI and FPM's high-level position*, p. 3, 19 février 2024

18 ESMA, *Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next steps*, ESMA74-2119945925-2085, p. 1, 15 octobre 2024

19 EESC, De l'union des marchés des capitaux à une union de l'épargne et des investissements, Propositions pour la prochaine législature, 27 juin 2024

20 *Ibid* (rapport du 15 octobre 2024)

21 Banque de France, Chapitre 14 : TARGET2-Securities (T2S), p. 19, décembre 2022

22 Banque de France, Chapitre 13 : Les systèmes de règlement de titres, Encadré n° 3 : la date de règlement, p. 6, 17 décembre 2018

03 | BRÈVES

01 - BRÈVE

ESCROQUERIE BANCAIRE PAR PIRATAGE DE LA MESSAGERIE ÉLECTRONIQUE : CONDITIONS DU REMBOURSEMENT DU CLIENT PAR LA BANQUE

Par Camille Lebon (publié chez les Éditions Lamy Liaisons)

Le piratage de la messagerie électronique est un moyen d'escroquerie bancaire répandu et la banque doit rembourser le client qui en est victime. Toutefois, deux arrêts en date du 15 janvier 2025¹ précisent que le remboursement, même partiel, n'est pas dû en cas de négligence grave du client ou d'exécution correcte de l'ordre de virement par la banque.

Malgré une légère diminution des fraudes aux moyens de paiement scripturaux de 1 % par rapport au second semestre 2023 selon les statistiques dévoilées en janvier par l'Observatoire de la sécurité des moyens de paiement, la vigilance demeure accrue vis-à-vis du paiement par virement instantané qui a connu une progression de 70 % en nombre de transactions l'année passée. En effet, si la sécurité de ces opérations s'est améliorée par la mise en place de systèmes d'authentification forte par les banques, l'escroquerie par virement se situe désormais en second rang en termes de montant de fraude, soit 29 % des montants totaux fraudés, juste après le paiement par carte.

Le « *phishing* » est le mode opératoire le plus répandu en matière de fraude dans le domaine bancaire. Consistant à leurrer l'internaute en se faisant passer pour un tiers de confiance, il a pour but de l'inciter à cliquer sur un lien ou à ouvrir un dossier contenant un logiciel malveillant.

En l'occurrence les arrêts qui nous occupent résultent tous deux du piratage de la messagerie électronique des victimes par les escrocs. Dans la première affaire, un salarié d'une entreprise a ouvert, via sa messagerie professionnelle, un dossier contenant

un cheval de Troie, permettant ainsi l'infection des systèmes informatiques de l'entreprise et l'exécution de virements frauduleux. Dans la seconde, le piratage de la boîte mail de la victime a permis une substitution de l'IBAN de l'escroc à celui du destinataire d'un virement, permettant alors le détournement des sommes versées à son profit.

Dans les deux cas, les banques, refusant de rembourser leurs clients après que les fraudes leur ont été déclarées, ont été condamnées à un remboursement partiel en cause d'appel. Ces dernières se sont alors pourvues en cassation afin de déterminer qui du client ou du banquier aura, in fine, la charge de ces opérations frauduleuses.

La Cour de cassation a, dans les deux cas, accueilli les demandes des banques en cassant et annulant les arrêts rendus au motif que la responsabilité d'une banque ne pouvait pas être engagée, même partiellement, en cas de négligence grave du client ou en cas d'exécution correcte de l'ordre de virement reçu.

I. Exclusion de la responsabilité de la banque en cas de négligence grave du client : le cas du piratage par cheval de Troie

La Cour de cassation rejette le partage de responsabilité entre le client et sa banque. Elle casse et annule en conséquence l'arrêt d'appel ayant ordonné le remboursement partiel.

Pour rappel, dans cette affaire, un courriel contenant un cheval de Troie avait été envoyé au service comptabilité de deux sociétés par un escroc. Celui-ci avait ensuite été ouvert par un salarié, permettant au virus d'infecter le système informatique desdites

¹ Cass. com., 15 janv. 2025, n° 23-13.579, B+L ; Cass. com., 15 janv. 2025, n° 23-15.437, B+L

sociétés et à l'escroc de prendre le contrôle de l'ordinateur du comptable afin d'ordonner six virements bancaires au profit de bénéficiaires inconnus sur des comptes ouverts à l'étranger.

Si une opération de paiement est en principe définitive, une opération non autorisée par le payeur peut toujours être contestée lorsqu'elle est, notamment, le résultat d'une fraude.

Dans une volonté de protection du payeur, le législateur européen s'est intéressé relativement tôt à ce sujet, par les directives 2007/64/CE du 13 novembre 2007, dite « DSP 1 », et (UE) 2015/2366 du 25 novembre 2015, dite « DSP 2 ». Le droit français prévoit ainsi qu'en présence d'une telle opération non autorisée, il revient au payeur de la signaler à son prestataire de services de paiement (PSP), qui sera tenu de le rembourser dans un bref délai².

La loi précise que, lorsqu'un instrument de paiement est doté d'un dispositif de sécurité personnalisé³, il doit être tenu compte de la part de responsabilité du client pour déterminer si le PSP sera tenu ou non du remboursement. Depuis l'ordonnance n° 2017-1252 du 9 août 2017, l'article L. 133-19, IV, du Code monétaire et financier avance que le payeur sera tenu de supporter en totalité la charge des opérations non autorisées, s'il « *n'a pas satisfait intentionnellement ou par négligence grave* » aux obligations prescrites par le Code⁴.

Si la jurisprudence est souvent favorable à la victime, la preuve de cette négligence étant très difficile à rapporter par la banque⁵, la négligence grave demeure une notion jurisprudentielle ne bénéficiant d'aucune définition légale, ce qui génère régulièrement des débats.

En l'occurrence, l'introduction de l'escroc dans le système informatique des sociétés victimes a été permise par la technique du phishing par courrier électronique. Or, ce mode d'escroquerie fréquent appelle à la prise en compte de plusieurs critères, les juges apportant une attention particulière à la présentation et à la formulation globale du message frauduleux, ainsi qu'à l'adresse électronique à l'origine de celui-ci⁶. La Cour de cassation, constatant en l'espèce le caractère manifestement suspect du courriel reçu par le salarié, a considéré que celui-ci avait commis une négligence grave en ouvrant un fichier qui y était attaché, et ainsi rejeté la responsabilité de la banque et conclu que le remboursement n'était pas dû.

Cet arrêt peut toutefois paraître sévère en ce qu'il ne prend pas en compte le manquement de la banque à son obligation de surveillance. En effet, le jour d'exécution des virements frauduleux, le Centre d'alerte et de réaction aux attaques informatiques avait pourtant signalé à la banque une campagne massive de spam ainsi qu'une centaine de tentatives infructueuses de connexions au système bancaire à partir des postes informatiques des sociétés victimes. Cela est déplorable, puisqu'une prise en compte efficace de ces alertes par la banque

aurait potentiellement permis un endiguement de l'attaque ainsi qu'une contrepassement rapide des sommes.

Toutefois, dans ce cas de figure, la Cour de cassation a appliqué strictement les dispositions de l'article L. 133-19 du Code monétaire et financier et considéré que la négligence grave du client excluait tout partage de responsabilité, et ce malgré le manquement de la banque à son obligation de vigilance.

II. Exclusion de la responsabilité de la banque en cas d'exécution correcte de l'ordre de virement : le cas du piratage par substitution d'IBAN

Dans la seconde affaire, un couple souhaitant acheter une voiture a reçu, par courriel, l'IBAN du vendeur. Un escroc a alors réussi à pirater leur boîte mail afin de substituer son IBAN à celui qui leur avait été fourni et ainsi de détourner les sommes virées.

La Cour de cassation a cassé et annulé l'arrêt d'appel ordonnant le remboursement partiel de la banque au motif que l'article L. 133-21 du Code monétaire et financier prévoit qu'une banque qui exécute correctement un virement conformément à l'identifiant bancaire (RIB ou IBAN) fourni par son client, ne peut pas être tenue responsable de l'opération de paiement effectuée à un mauvais bénéficiaire.

À l'instar de l'affaire précédente, cette solution est critiquable puisqu'en l'occurrence, l'IBAN fourni par le client avait été modifié par un piratage informatique, sans que la banque ne relève les anomalies apparentes de l'identifiant. Ce manquement de la banque à son devoir de vigilance avait alors justifié le partage de responsabilité entre les clients et leur banque.

Toutefois, la Cour rejette ce raisonnement, s'en tenant à la lettre des textes. En l'absence de dispositions prévoyant un partage des responsabilités dans ce cas de figure, il est strictement exclu de partager la responsabilité entre la banque et son client ainsi que de rembourser partiellement ce dernier des sommes perdues.

Dans le cadre du règlement européen sur le paiement instantané, un correctif pourrait être apporté sur ce point, celui-ci prévoyant une obligation pour les banques de vérifier la correspondance entre le bénéficiaire visé et l'identifiant fourni par le client.

Ces deux arrêts permettent néanmoins de préciser que, lorsque la responsabilité d'un PSP est recherchée en raison d'une opération non autorisée ou mal exécutée, seul est applicable le régime de responsabilité défini aux articles L. 133-18 à L. 133-24 du Code monétaire et financier, à l'exclusion de tout régime alternatif de responsabilité résultant du droit national. Il s'agit donc d'une application stricte de la règle *specialia generalibus derogant* en matière de responsabilité bancaire, qui établit que la négligence grave de la victime libère la banque de sa responsabilité.

2 C. mon. fin., art. L. 133-24

3 C. mon. fin., art. L.133-4, a

4 C. mon. fin., art. L. 133-16 et s.

5 C. Lebon, Actualité de la fraude au « faux conseiller bancaire » : absence de négli-

gence grave du client en cas d'escroquerie par spoofing téléphonique, RLDA 2025/210, n° 210-1

6 V., notamment, CA Nancy, 24 févr. 2022, n° 21/01643 : JCP E 2022, 1367, n° 45, p. 46, note J. Lasserre Capdeville

02 - BRÈVE

SMART TRÉSO : L'AMF FRAPPE FORT AVEC PRÈS DE 6 MILLIONS D'EUROS DE SANCTIONS

Par Antoine Benoist (publié chez les Éditions Lamy Liaisons)

Le fonds commun de titrisation Smart Tréso s'est retrouvé au cœur d'un scandale financier impliquant une fraude massive aux fausses factures. Résultat : une perte de 50 millions d'euros pour les investisseurs et la liquidation du fonds en 2021.

Face à ces dérives, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est intervenue pour sanctionner lourdement les acteurs impliqués. Dans une décision rendue le 4 novembre 2024¹, la Commission des sanctions de l'AMF a infligé près de 6 millions d'euros d'amendes aux différentes entités concernées, tout en soulignant les graves manquements à leurs obligations professionnelles.

1. Le contexte et les enjeux du scandale

Le fonds Smart Tréso était un fonds commun de titrisation (FCT), un mécanisme financier destiné à transformer des actifs peu liquides, comme, ici, des créances détenues par des PME, en titres financiers négociables. Ce fonds avait pour objectif de permettre aux petites et moyennes entreprises de disposer de liquidités et il visait à offrir aux investisseurs un rendement attractif.

Malgré son ambition initiale, le fonds Smart Tréso s'est rapidement retrouvé au cœur d'un scandale financier majeur. Une fraude massive aux fausses factures orchestrée par l'entreprise L2V, spécialisée dans les ascenseurs, qui a procédé à l'inscription de créances non-éligibles et frauduleuses à l'actif du fonds. Cette manipulation, restée invisible pendant plusieurs années, a causé des pertes considérables : 50 millions d'euros ont été perdus par des dizaines d'investisseurs. Face à cette situation, le fonds a été liquidé, marquant un coup dur pour la crédibilité des mécanismes de titrisation en France.

L'affaire Smart Tréso a également mis en lumière les controverses entourant la titrisation en Europe. Si cette pratique est souvent perçue comme une opportunité pour développer les marchés de capitaux, elle reste marquée par les dérives observées lors de la crise financière de 2008. Loin d'être un simple outil de financement, la titrisation soulève des questions quant aux risques qu'elle peut faire peser sur les investisseurs lorsqu'elle n'est pas rigoureusement encadrée. Le scandale Smart Tréso a ainsi révélé les limites structurelles du modèle, en exposant les défaillances de contrôle et les lacunes en matière de transparence qui peuvent affecter gravement la confiance des investisseurs dans ces produits financiers.

2. Les manquements sanctionnés par l'AMF

L'AMF a identifié des défaillances majeures dans le rôle joué par Smart Tréso Conseil (STC), la société chargée de la sélection et de l'analyse des créances. Les investigations ont révélé une absence de contrôles rigoureux et systématiques sur les créances proposées par l'entreprise L2V. Au lieu de mener une vérification approfondie, STC s'est contentée des déclarations de L2V, sans chercher à en valider la véracité.

En conséquence, l'AMF a infligé une amende de 1 million d'euros à Smart Tréso Conseil pour ses manquements graves. Deux de ses anciens dirigeants ont également été sanctionnés individuellement : ils écopent respectivement de 150 000 euros et 130 000 euros d'amendes. Il leur est également interdit d'exercer la profession de conseiller en investissements financiers pendant cinq ans, traduisant la gravité des insuffisances constatées dans leur gestion.

La société Entrepreneur Invest, chargée de la commercialisation des créances, a poursuivi ses activités malgré des signes évidents de doute quant à l'exigibilité de celles-ci. Selon l'AMF, Entrepreneur Invest n'a pas pris les mesures nécessaires pour interrompre la vente des créances suspectes. Cette défaillance est d'autant plus significative que des doutes avaient été soulevés avant même la liquidation de l'entreprise L2V.

La responsabilité de la société et de ses dirigeants est engagée, et l'AMF a infligé une sanction financière de 1 million d'euros à Entrepreneur Invest. Son ancien PDG est quant à lui condamné à une amende de 500 000 euros. En complément, il lui est interdit d'exercer des fonctions de gestion au sein d'une société de gestion de portefeuille pendant une durée de deux ans.

Eurotitrisation, en tant que société de gestion du fonds Smart Tréso, a également été mise en cause pour ses manquements dans la vérification et la gestion des créances. L'AMF reproche à Eurotitrisation des vérifications insuffisantes, qui ont permis à des créances frauduleuses d'être intégrées au fonds. Cette situation a été exacerbée par un manque flagrant de moyens techniques et humains adaptés à l'ampleur de la mission. Eurotitrisation n'a pas su prévenir les risques liés à la fraude, manquant ainsi à ses obligations professionnelles fondamentales.

Pour ces manquements, la société a été lourdement sanctionnée. Eurotitrisation a écopé d'une amende de 2 millions d'euros, assortie d'un blâme soulignant la gravité des fautes identifiées. Deux de ses salariés ont également été pénalisés à titre individuel, avec des amendes de 60 000 et 30 000 euros. Ces sanctions témoignent que les sociétés de gestion ont la nécessité d'assurer

¹ AMF, déc., 4 nov. 2024, SAN-2024-10

une surveillance rigoureuse des actifs qu'elles administrent.

Enfin, en tant que dépositaire du fonds Smart Trésor, CACEIS Bank avait la responsabilité cruciale de veiller à la conservation des actifs et au suivi des sociétés de gestion. Cependant, l'AMF a mis en lumière que pendant plus de cinq ans, entre 2016 et 2021, CACEIS Bank a fait preuve de défaillances en matière de contrôle, notamment en ce qui concerne le suivi des gestionnaires et la vérification des actifs sous-jacents. Ces lacunes ont directement contribué à l'ampleur des pertes subies par les investisseurs.

Pour ces manquements graves, l'AMF a prononcé une sanction de 800 000 euros à l'encontre de CACEIS Bank. Cette sanction met en lumière l'importance du rôle des dépositaires dans le dispositif global de protection des investisseurs et rappelle qu'ils doivent exercer un contrôle rigoureux sur les fonds qu'ils sont chargés de sécuriser.

Les conséquences de l'affaire Smart Trésor pour les acteurs sanctionnés sont multiples et s'étendent bien au-delà des sanctions financières. Les impacts réputationnels sont considérables : le blâme public affecte la crédibilité et l'image des sociétés de gestion et de conseil, ainsi que de leurs dirigeants. De surcroît, plusieurs procédures judiciaires ont été engagées par des investisseurs cherchant à récupérer leurs pertes. Parmi elles, une mutuelle ayant perdu 700 000 euros a initié une action contre Eurotitrisation et CACEIS Bank², tandis que d'autres dossiers sont en cours devant le tribunal de commerce. Ces contentieux prolongent les répercussions financières et juridiques de l'affaire et pourraient ouvrir la voie à des indemnisations partielles pour les investisseurs lésés.

3. Les implications de la décision de l'AMF

Dans l'affaire Smart Trésor, les sanctions prononcées par l'AMF ont adressé un message clair aux acteurs financiers : la responsabilité et la rigueur dans la commercialisation et la gestion des fonds sont essentielles et ne peuvent être négligées. En sanctionnant sévèrement les manquements observés, l'AMF rappelle que tout manquement aux obligations professionnelles peut entraîner de lourdes conséquences financières, disciplinaires et réputationnelles. Cette affaire a mis en évidence le rôle crucial des intermédiaires financiers dans la protection

des investisseurs et la stabilité du marché. Elle a également révélé que les mécanismes de contrôle existants demeurent parfois insuffisants pour prévenir efficacement les fraudes et les défaillances majeures.

L'affaire a mis en lumière les faiblesses structurelles du marché de la titrisation en Europe, tout en soulevant des questions essentielles sur les mécanismes de contrôle et de transparence. Les risques associés à ce processus nécessitent un équilibre délicat entre opportunités économiques et protection des investisseurs. L'un des principaux enjeux pour la titrisation en Europe réside dans la nécessité de renforcer la transparence des opérations. L'affaire Smart Trésor a révélé des défaillances dans la vérification des créances sous-jacentes, ainsi qu'un manque de moyens techniques et humains adéquats pour superviser ces actifs. Cela souligne l'importance d'une meilleure traçabilité des créances titrisées, notamment à travers des outils technologiques innovants, comme la blockchain, permettant un suivi en temps réel et une vérification plus rigoureuse des données.

Par ailleurs, le cadre réglementaire joue un rôle central dans la limitation de l'essor de la titrisation dans l'Union européenne. Les exigences de capital imposées aux banques et aux assureurs, dans le cadre des accords de Bâle III et de la réglementation Solvabilité II, rendent les instruments de titrisation moins attractifs. Bien que ces régulations visent à limiter les risques systémiques, elles freinent l'utilisation d'instruments pourtant considérés comme « *simples, transparents et standardisés* »³ (STS). Une révision prudente de ces règles, prenant en compte le risque réel des produits STS, pourrait stimuler l'intérêt des investisseurs et relancer la titrisation comme un levier de financement efficace.

Enfin, la confiance des investisseurs constitue un autre enjeu majeur pour le développement de la titrisation en Europe. Les scandales, tels que l'affaire Smart Trésor, nuisent à cette confiance, en exposant des lacunes dans les contrôles et des manquements professionnels graves. Restaurer cette confiance passe par des efforts accrus en matière de transparence et de renforcement des obligations de diligence pour les gestionnaires, les dépositaires et les intermédiaires financiers. En parallèle, les autorités de régulation doivent intensifier leurs contrôles afin de s'assurer que les pratiques respectent les normes en vigueur.

2 L. Boisseau, « Scandale Smart Trésor : l'AMF prononce pour près de 6 millions d'euros de sanctions », Les Échos, 6 nov. 2024

3 Règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et

standardisées

03 - BRÈVE

PRÉCISIONS SUR L'ÉVOLUTION DE LA DOCTRINE DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS SUR LE CONSEIL EN INVESTISSEMENT

Par Jules Tsee

L'actualisation de la doctrine de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur le conseil en investissement fait notamment suite à la publication le 11 juillet 2023 du Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID II¹ par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA). En résultent des clarifications de la notion et l'émergence de cinq critères déterminés quant à l'existence ou non de la fourniture d'un conseil en investissement.

Un champ d'application laissant place à un potentiel assouplissement

Sans toutefois en modifier l'étendue, l'AMF semble s'octroyer la possibilité d'élargir, au cas par cas, le champ d'application de sa doctrine sur la caractérisation d'un service de conseil en investissement. Les prestataires visés sont « *notamment* » les prestataires de services d'investissement (PSI) et les conseillers en investissements financiers (CIF), sans toutefois s'y limiter puisqu'a nouvellement été précisé que le document « *s'adresse également à l'ensemble des acteurs s'interrogeant sur la caractérisation d'un tel service dans le cadre de leurs prestations* ». Tous les clients sont par ailleurs concernés par le document, qu'ils soient des clients professionnels ou des clients non professionnels, dès lors qu'ils bénéficient d'un conseil en investissement.

L'établissement de critères cumulatifs permettant de déterminer l'éventuelle existence de la fourniture d'un conseil en investissement.

L'AMF prend soin de rappeler la définition du service en investissement comme « *la fourniture de recommandations personnalisées à un tiers (notamment un client), soit à sa demande, soit à l'initiative du prestataire qui fournit le conseil, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* »².

Cinq critères cumulatifs permettent d'établir que la fourniture d'un conseil en investissement a lieu : l'existence d'une recommandation, le lien de cette recommandation avec un ou plusieurs instruments financiers, sa présentation par le prestataire comme étant adéquate ou le fait qu'elle se base sur la situation personnelle du client, sa diffusion autre qu'exclusivement au public, et sa formulation à un client ou à son agent.

L'invalidation de l'un ou plusieurs de ces critères implique, en conséquence, l'absence de fourniture d'un conseil en investissement. L'utilisation de critères cumulatifs³ permettant de déterminer si la fourniture d'un conseil en investissement est caractérisée représente une évolution. Leur présence permet désormais de faciliter l'identification de la situation, réduisant les difficultés d'appréciation au cas par cas.

L'AMF élargit toutefois le nombre de cas susceptibles d'être qualifiés comme tels en admettant qu'un conseil en investissement puisse être fourni par tout moyen, tant à un client potentiel, qu'à un client existant. Elle fait de même en écartant le caractère indépendant du service et l'utilisation d'un outil automatisé de la liste des critères nécessaires à la constitution d'un conseil en investissement.

La qualification d'une recommandation

La recommandation est à distinguer de la fourniture d'une information à la demande du client. C'est l'orientation vers une décision d'investissement, et donc une recommandation d'opportunité, qui détermine si le prestataire fournit ou non un conseil en investissement.

L'AMF renvoie aux textes rédigés par l'ESMA sur ce point, qui prennent en compte la recommandation explicite d'une part, et celle résultant de l'émission d'un avis, d'une opinion, ou d'un jugement de valeur sur l'opportunité de procéder à une action d'autre part⁴.

A ainsi été soulevée la problématique des questions filtrantes. L'AMF estime possible l'usage de questionnaires filtrants sans que ne soit caractérisée une prestation de conseils en investissement. Elle se base sur le Supervisory briefing en reprenant une liste non exhaustive - laissant place à l'appréciation - de facteurs devant être pris en compte pour statuer sur une éventuelle qualification de recommandation. Parmi eux, figurent l'éventuelle fourniture d'une opinion, le type et le contenu des questions, ou encore l'information communiquée par le prestataire sur le service fourni⁵.

Toujours par renvoi vers le Supervisory Briefing, le document doctrinal de l'AMF aborde depuis le mois de février la notion de copy trading. Cette dernière est abordée sans établir toutefois de critères bien définis. Le document doctrinal de l'Autorité

¹ ESMA, "Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID II", ESMA35-43-3861, 11 juillet 2023

² Définition issue de l'article D.321-1 du Code monétaire et financier, transposant les dispositions de MiFID 2, Article 4, §1, point 4

³ Issue du Supervisory briefing

⁴ L'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement, la détention ou la prise ferme d'un instrument financier particulier ou d'exercer ou ne pas exercer les droits y afférents

européenne des marchés financiers dresse une liste d'exemples types dans lesquels le copy trading est susceptible ou non de constituer une prestation de conseil en investissement, selon qu'il y ait un ou plusieurs prestataires, que ces derniers soient en lien ou non avec le trader copié, et qu'il y ait lieu ou non à une intervention du client. Une fois de plus, l'analyse se fait au cas par cas.

L'existence d'un lien avec un ou plusieurs instruments financiers

Est précisé que la validation du critère est indifférente à l'unicité ou à la pluralité des produits financiers objets du conseil. « *L'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement, la prise ferme ou la détention d'instruments financiers, ou l'exercice (ou non-exercice) de droits conférés par un instrument financier sont les opérations susceptibles, si conseillées, de constituer un conseil en investissement* ». Nul besoin cependant qu'une opération soit réalisée pour que le service de conseil en investissement soit qualifié. La recommandation de « *ne pas* » faire peut en outre, selon les circonstances, conduire à la même qualification.

Le critère ne semble pas non plus être limité aux discussions suivant la signature (ou modification) du mandat de gestion de portefeuille. L'AMF se contente de renvoyer au règlement de la Commission de 2016⁶ qui renvoie lui-même vers la directive concernant les marchés d'instruments financiers⁷ : une recommandation, une requête ou un conseil par un gestionnaire de portefeuille à son client en lien avec la conclusion ou modification d'un mandat est une recommandation au sens de « *conseil en investissement ou des services de gestion de portefeuille* ».

La nécessaire personnalisation de la recommandation

Il faut d'abord entendre par recommandation « *personnalisée* », une recommandation qui soit « *adressée à une personne en sa qualité d'investisseur, d'investisseur potentiel, ou en sa qualité d'agent d'un investisseur ou investisseur potentiel* ».

Cela implique d'abord que le prestataire doive se baser sur des informations factuelles (nom, âge, adresse, statut marital), ou informations subjectives (préférences d'investissement quant au terme ou au niveau de risque) inhérentes à son client. L'appréciation de l'usage des données éventuellement collectées par le prestataire, le contexte de collecte et la manière de poser les questions permettra de considérer si une telle recommandation a été émise.

Le caractère personnalisé requiert en outre que la recommandation ne soit pas générale, et ne s'adresse donc pas au public ou à un groupe de client. Il faut donc que la recommandation soit « *présentée comme adaptée à cette personne, ou fondée sur l'examen de la situation propre à cette personne* ». La transmission d'une information sélective accompagnée d'une opinion à son sujet ou la recommandation d'un produit financier en fonction des attentes d'un client sont donc de potentiels conseils en investissement.

Une recommandation n'a cependant pas à être présentée explicitement comme adaptée ou adéquate à la situation du client pour que le service de conseil en investissement soit qualifié, notamment en cas d'incitation du prestataire à réaliser une action en lien avec un instrument financier⁸. En conséquence, si une recommandation est faite d'une manière telle qu'un observateur, dit « *raisonnable* », considérerait que le produit est basé sur la situation du client ou présenté comme adéquat, alors la recommandation est susceptible d'être qualifiée de conseil en investissement⁹ (à condition que l'ensemble des autres critères cumulatifs soient également remplis).

Les ventes de produits dits « *sur mesure* », du fait de leur caractère personnalisé, sont ainsi particulièrement susceptibles de constituer une prestation de conseil en investissement, sauf si la structuration du produit est rigoureusement conforme à la demande précise du client professionnel. Un retour au principe s'opère néanmoins dès lors qu'un avis d'adéquation du produit au profil du client est émis par le prestataire.

À l'inverse, un « *conseil générique* » n'est, par principe, pas constitutif d'un service de conseil en investissement, car non relatif à un instrument financier déterminé. La présentation du produit comme étant basé ou adapté à la situation personnelle du client, alors qu'il ne l'est pas, viole cependant l'obligation d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle du prestataire¹⁰. L'AMF liste en ce sens des exemples d'informations ne pouvant constituer un conseil en investissement.

Le caractère non exclusivement destiné au public

« *N'est pas considérée comme personnalisée* » la recommandation « *si elle est exclusivement destinée au public* »¹¹. Telle est la doctrine issue de la réglementation européenne¹² à laquelle se réfère l'Autorité des marchés financiers.

Des précisions sont toutefois effectuées. La recommandation par internet peut éventuellement être personnalisée dès lors qu'elle n'est pas exclusivement destinée au public, tout comme le *mailing*¹³ si le prestataire vérifie le caractère adéquat du produit proposé¹⁴. De la même manière que les formations ne constituent un service de conseil en investissement que si le prestataire recueille notamment des éléments sur la situation personnelle du client et les utilise à des fins de recommandation personnalisée ou adaptée à ses besoins, la communication d'une note de recherche en investissement à un client n'est caractérisée que si un instrument financier est présenté comme adapté.

L'existence d'un conseil personnalisé ou adéquat à la situation du client permet donc généralement à elle seule de valider deux critères cumulatifs : celui du caractère non exclusivement destiné au public, et celui de la personnalisation de la recommandation.

La nécessaire formulation d'une recommandation à un client

L'AMF s'en remet à la doctrine de l'ESMA qui estime la qualification évidente dès qu'une recommandation¹⁵ est

5 En début de questionnaire

6 Règ. délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016

7 Dir. 2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers

8 ESMA Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, §61 et §62, par renvoi

9 ESMA Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, §16, par renvoi

adressée. Le prestataire doit s'adresser à un client en tant qu'« investisseur » ou « investisseur potentiel », ou à son représentant. Il est présumé s'adresser à l'un d'eux, sauf preuve du contraire. Une présomption simple que la personne morale ou physique bénéficiant de la recommandation est l'investisseur est donc posée par l'AMF, ce qui tend vers une facilitation de la qualification de conseil en investissement.

10 L'AMF opère un renvoi vers les articles 24.1 et 24.3 de MiFID 2

11 Notamment via les journaux, la radio, la télévision

12 Règ. délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016

13 L'envoi d'un message en nombre à des personnes déterminées

En ce sens, l'absence de rémunération n'est pas un critère suffisant pour démontrer l'absence de fourniture d'un service de conseil en investissement, la gratuité n'excluant pas la qualification de « client ». L'absence de lien d'un producteur d'instrument financier avec le client final, du fait de l'intervention d'un distributeur intermédiaire, ne permet pas davantage de caractériser la fourniture d'un service de conseil en investissement.

14 Ou émet une opinion, une recommandation, un avis ou un jugement de valeur sur l'opportunité de l'opération

15 Relative à l'achat, à la vente, à l'échange, au remboursement, à la conservation ou à la prise ferme d'un instrument financier

04 - BRÈVE

DÉRIVES DU COPY-TRADING : LES INFLUENCEURS FOREX

Par Florence Tremblay-Conti

Le *copy trading* consiste à copier automatiquement l'activité d'un ou plusieurs traders. L'investisseur place de l'argent, puis reproduit les positions financières prises par des traders pour le faire fructifier, la plupart du temps sur un marché hautement spéculatif comme le marché des changes - le Forex (*Foreign Exchange*). Cette pratique de trading en ligne, a priori légale, est cependant remise en cause depuis quelque temps par les autorités de régulation financière pour sa fiabilité et sa sécurité avec l'arrivée des influenceurs Forex, qui font la promotion de plateformes de copy trading.

Le Forex, lieu d'échange virtuel, sans frontières ni Bourse physique, attire chaque jour plus de 5 000 milliards de dollars en quête de profits. Sur ce grand marché dynamique et non régulé, les devises du monde entier s'échangent à des taux de change qui varient en permanence, au gré des anticipations des investisseurs quant au cours d'une monnaie. Ainsi, un trader peut par exemple acheter des euros avec des dollars américains, spéculant sur une future hausse de la valeur de l'euro face au dollar.

Cependant, ce marché est très risqué : les pertes peuvent être aussi rapides que les gains. Cette volatilité peut s'expliquer par de nombreux facteurs influant sur le taux de change, notamment le taux d'intérêt, les indicateurs économiques (PIB, inflation, emploi) et les événements politiques et géopolitiques. Le conflit israélo-palestinien en octobre dernier en est un exemple : le déclenchement de la guerre a ravivé l'aversion au risque sur les marchés financiers et la fuite vers les valeurs refuges.

Les fluctuations significatives sur ce marché ont été mises en

1 Étude des résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France

exergue par une étude de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), selon laquelle environ 80% des investisseurs subissent des pertes moyennes importantes en investissant dans le Forex¹. Le risque étant particulièrement élevé, ce marché s'adresse donc à des investisseurs professionnels ou initiés. En effet, les effets de levier sur le Forex peuvent augmenter le facteur de risque et faire perdre une somme d'argent supérieure à celle investie initialement. Ainsi, le dicton clamé par certains influenceurs Forex « copiez, collez, encaissez. » ne serait pas aussi simple qu'il n'y paraît...

Les autorités françaises ont rapidement mesuré l'importance de prendre des mesures visant à faire cesser les pratiques abusives et les escroqueries des influenceurs sur les réseaux sociaux, et particulièrement dans le domaine de la finance, qui s'avère extrêmement dangereux pour des particuliers.

C'est la loi Sapin II du 9 décembre 2016 qui a ouvert la marche, en introduisant l'article L. 222-16-1 du Code de la consommation, qui interdit toute forme de publicité, directe ou indirecte, pour les produits financiers les plus risqués (CFD, options binaires, Forex). Cependant, bien que la loi Sapin II interdise la publicité pour certains produits financiers risqués, la difficulté réside dans le contrôle et la sanction des influenceurs, surtout ceux basés à l'étranger...

Sous l'impulsion d'une enquête de la Direction générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des fraudes (DGCCRF), selon laquelle 60% des influenceurs contrôlés présentaient des anomalies par rapport à la réglementation en vigueur, très rapidement est apparue la nécessité de créer un cadre juridique spécifique aux influenceurs afin de lutter contre les dérives sur les réseaux sociaux.

Le législateur français s'est emparé de la question et a adopté, le 9 juin 2023, une loi « Influence »² devenant ainsi le premier pays d'Europe à légiférer en la matière. S'agissant de la finance, cette nouvelle loi est quasiment une redite de l'article L. 222-16-1 du Code de la consommation, en l'étendant à ceux qui pratiquent l'activité d'influence commerciale. Le législateur prévoit, à l'encontre de ces influenceurs qui feraient de la publicité pour les produits financiers les plus risqués, une amende administrative pouvant aller jusqu'à 100 000 €, ainsi qu'une éventuelle amende pénale de 300 000 € accompagnée d'une peine d'un an d'emprisonnement.

Cependant, la problématique réside dans le fait qu'un grand nombre de ces influenceurs Forex, bien que s'adressant en grande partie à un public français, résident en dehors de la France, dans des pays où l'influence n'est absolument pas encadrée, notamment à Dubaï. Même à l'échelle européenne, aucune réglementation encadrant l'influence commerciale n'existe, exception faite d'un « *guide de bonnes pratiques sur la publicité en ligne* » publié par l'OCDE en 2019 et un « *code de communications sur la publicité et le marketing* ». Mais si la loi française s'applique exclusivement aux actes commis en France, quid lorsque des influenceurs français résidant à l'étranger font la promotion de produits financiers à haut risque, à destination d'investisseurs français ?

Ces influenceurs se servent de l'image qu'ils renvoient à travers leur train de vie luxueux, couplée à des promesses alléchantes d'argent facile, pour faire succomber leur public. Bien souvent, la présentation de ces rendements irréalistes n'est même pas accompagnée d'un avertissement sur les risques associés, ou bien font mention d'un avertissement particulièrement vague et succinct, comme par exemple « *adaptez vos lots* ». Pire encore, ces influenceurs peuvent mettre en avant uniquement les gains les plus importants, voire falsifier les chiffres. Il semble invraisemblable que les investisseurs ne bénéficient d'aucune protection dans ce cas. Il paraît urgent que tous les États s'emparent de la question et légifèrent en la matière, les réseaux sociaux n'ayant, eux, aucune frontière.

Depuis que la nouvelle législation est entrée en vigueur, la DGCCRF a eu l'occasion de prononcer plusieurs injonctions administratives à l'encontre d'influenceurs, mais jusqu'à aujourd'hui aucun d'eux n'a eu d'amende ou de peine d'emprisonnement.

S'il semble aussi difficile d'engager la responsabilité des influenceurs Forex, pourrait-on engager celle des plateformes de copy-trading ? En effet, les influenceurs sont certes « excessivement » rémunérés en contrepartie de publicité sur ces produits financiers risqués, mais en réalité ils demeurent seulement un instrument de promotion utilisé à l'avantage de ces plateformes.

Au niveau européen, les directives MiFID II (*Market in Financial Instrument Directive*) et MiFIR (*Market in Financial Instrument Regulation*) visant à améliorer la sécurité, la transparence et le fonctionnement des marchés financiers,

² Loi n° 2023-451 du 9 juin 2023 visant à encadrer l'influence commerciale et à lutter contre les dérives des influenceurs sur les réseaux sociaux

ainsi qu'à renforcer la protection des investisseurs, imposent aux plateformes de trading d'être autorisées et supervisées par l'autorité de régulation financière du pays dans lequel elles opèrent.

En France, l'activité de *copy trading*, qui implique la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers pour le compte d'un client, s'assimile à un service d'investissement et requiert, par conséquent, l'obtention d'un agrément réglementaire. C'est pourquoi, les articles L. 533-12 et suivants du CMF qui encadrent l'activité des prestataires de services d'investissements, incluent les services de trading en ligne. À ce titre, afin d'assurer la protection des investisseurs et l'intégrité du marché financier, les plateformes de copy trading sont soumises à une réglementation stricte puisqu'elles doivent respecter les obligations imposées aux prestataires de services d'investissement, ainsi que la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. De ce fait, les plateformes de *copy trading* doivent, entre autres, être agréées ; fournir aux investisseurs des informations claires et précises sur les produits financiers proposés, les risques encourus et les frais applicables ; et mettre en place des mesures pour protéger les intérêts des clients, notamment une gestion des conflits d'intérêts et des procédures de réclamation. L'AMF est habilitée pour prononcer des amendes administratives en cas de manquement à ces obligations.

Par ailleurs, l'AMF met régulièrement à jour sur son site une liste noire des sociétés et sites qui ne sont pas autorisés à proposer de tels placements financiers. En effet, certaines plateformes de trading n'hésitent pas à user de méthodes marketing agressives afin de séduire de nouveaux investisseurs. Leur objectif est de les inciter à investir sur des produits financiers souvent complexes et risqués, en minimisant délibérément les risques et en gonflant les promesses de gain.

Cependant, ici encore, ces mesures s'appliquent aux plateformes établies sur le territoire européen et/ou français, nous sommes donc toujours confrontés à un problème de frontières, ces plateformes opérant bien souvent via des sociétés offshores, et sortant ainsi du cadre juridique européen.

Le législateur français est le premier à avoir compris la nécessité d'encadrer la pratique du *copy trading*, faisant nécessairement naître un double conflit d'intérêts.

Tout d'abord, les influenceurs n'ont pas hésité à s'emparer de cette pratique, constituant pour eux une nouvelle opportunité de rémunération. En effet, en échange de la promotion d'une plateforme de *copy trading* – souvent peu réglementée ou non réglementée – les influenceurs perçoivent des commissions, qui varient en fonction du nombre d'investisseurs ramenés et du montant de leurs investissements. Naît alors un conflit d'intérêts important, l'influenceur étant aveuglé par les commissions mirobolantes qu'il pourrait percevoir en contrepartie d'une simple publicité, peu importe les performances, au détriment de la santé financière de son public.

Cependant, ce n'est pas la seule source de conflit d'intérêts. Traditionnellement, le *broker no dealing desk* est un intermédiaire entre un client et un marché. Mais dans le *copy*

trading, nous sommes en présence d'un *broker market maker* (« créateur de marché »), où l'argent investi reste chez le broker, qui a créé son propre marché interne. Dans ce système, lorsque l'investisseur gagne, le broker doit payer l'investisseur, alors que lorsque l'investisseur perd, le broker garde l'argent investi. Le

broker se rémunère ainsi sur la perte de ses clients, ce qui crée une situation de conflit d'intérêts permanent. Ce modèle, bien que peu éthique, est légal, ce qui ne facilite pas les poursuites contre ces brokers.

05 - BRÈVE

SÛRETÉS FINANCIÈRES : MISE EN LUMIÈRE DE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES PRÉVUE À L'ARTICLE L. 211-38 DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER

Par François Legrand

Dans les cours de droit des sûretés, on aborde classiquement ce champ du droit par les sûretés les plus traditionnelles : hypothèque, cautionnement, cession de créance, gage de meuble, nantissement, etc.

Pourtant, une sûreté réelle échappe souvent à cet enseignement, tant elle est spécifique et utilisée dans des cas très précis : la garantie des obligations financières.

L'article L. 211-38 du code de monétaire et financier prévoit qu'« à titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées à l'article L. 211-36, les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, marchandises représentées par un reçu d'entreposage, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits ». Cette sûreté, reposant sur la présence d'une obligation financière (I), présente de nombreux avantages qu'il convient d'exposer (II).

I. Obligations financières

La première condition de validité de cette sûreté est la présence d'une obligation financière présente ou future. Par souci de clarté, le législateur a prévu une liste à l'article L. 211-36 du code monétaire et financier. La liste comprend notamment les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers (qui comprend les éléments listés à l'article L. 211-1 du même code avec les titres financiers et les contrats financiers, notamment les contrats d'option et les contrats d'échange). La liste prévoit également des obligations financières résultant de contrats avec les chambres de compensation ou des contrats conclus dans le cadre d'un système de règlements interbancaires.

La seconde condition de validité est posée pour les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers. Au moins une des parties à l'opération doit être « un établissement de crédit, une société de financement, un prestataire de services

d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2 du présent code, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre ». Sans remplir cette condition, les parties ne pourront pas utiliser cette sûreté.

Il est à noter que le législateur a prévu qu'« un établissement non résident ayant un statut comparable » puisse satisfaire afin d'élargir les opérations à un caractère européen et international (cela correspond au sens de la directive 2002/47/CE qui a institué ce mécanisme).

Ainsi, avec ces conditions remplies, les parties peuvent prévoir une remise en pleine propriété, par exemple, d'instruments financiers ou de créances. Prenons un exemple concret : une partie conclut un contrat d'échange de taux, un swap, avec une banque de couverture. Afin de garantir le contrat d'échange, la banque de couverture souhaite prendre une sûreté. Le cocontractant disposant de plusieurs créances, accepte de remettre en pleine propriété ces créances à la banque de couverture sous le régime du code monétaire et financier, et non sous le régime du code civil, qui lui confère plus d'avantages.

II. Les avantages

Le premier avantage tient du fait que cette remise en pleine propriété est opposable aux tiers sans formalités. Cela facilite les transactions financières où ce type de sûreté est habituel.

La seconde force est que l'ouverture d'une procédure collective du livre VI du code de commerce (ou équivalente sur le fondement d'un droit étranger) ne fait pas obstacle à la réalisation de la sûreté (les sûretés sont « réalisables, même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par le livre VI du code de commerce, ou d'une procédure judiciaire

ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ou d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition »). Ainsi, les bénéficiaires auront un paiement implicitement préférentiel sur les autres créanciers.

Le dernier grand avantage porte sur l'accroissement de l'assiette. L'article L. 622-21 du code de commerce prévoit l'interdiction de l'accroissement de l'assiette des sûretés réelles conventionnelles en cas d'ouverture d'une procédure collective envers le débiteur. Une exception connue permise par le IV du même article est l'accroissement de l'assiette par la cession de créances professionnelles (la cession Dailly).

Mais la dernière phrase de cet article prévoit également que « *cet accroissement peut également résulter d'une disposition contraire du présent livre ou d'une dérogation expresse à son application prévue par le code monétaire et financier ou le code des assurances* ». Il est discuté que cela soit applicable à la

1 A. Donnette, T. Favario, M. Laroche, V. Martineau-Bourgninaud, F. Pérochon, F. Reille, *Entreprises en difficulté*, 11ème éd. LGDJ Manuels, n°1084 et suivants, 11 Octobre 2022

garantie des obligations financières car l'article L. 211-38 ne prévoit pas une dérogation expresse. Néanmoins, comme le souligne le professeur Pérochon¹ « *l'importance systémique tant nationale qu'internationale des institutions bancaires et des autres opérateurs du domaine financier, y inclus celui de l'assurance, justifie, sinon d'ores et déjà leur soustraction complète aux procédures du livre VI du Code de commerce* ». De plus, l'article L. 211-38 écarte déjà des règles du livre VI du code de commerce. Il est alors fortement probable que l'article L. 211-38 échappe à l'interdiction de l'accroissement de l'assiette.

Ainsi, les dispositions de l'article L. 211-38 présentent de nombreux avantages qui sont justifiés par la prise en compte du risque systémique des marchés financiers et donc de la mise en place d'un régime dérogatoire au droit commun. En présence d'obligations financières, l'utilisation de cette sûreté relève alors d'un grand intérêt qui convient de ne pas négliger.

06 - BRÈVE

REFONTE DU LABEL ISR : QUELLES CONSÉQUENCES POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE ?

Par Julian Vanderstraeten

Depuis le premier mars 2024, les fonds labellisés ISR doivent progressivement exclure de leur gestion les investissements faits dans le charbon et les hydrocarbures non conventionnels. À l'heure où la finance durable se confronte à une crise de légitimité, cette nouvelle mesure semble bienvenue. Cependant, en privant les sociétés pétrolières d'un accès aux fonds labellisés ISR, la réforme limite les moyens de financement de ce secteur économique. Or, par principe, la transition écologique de l'industrie polluante nécessite des investissements conséquents. En excluant l'industrie des hydrocarbures et du charbon de cette source de financement, Bercy contraint ce pan de l'économie à se tourner vers d'autres investisseurs nord-américains ou asiatiques.

Contexte

Le label ISR (Investissement Socialement Responsable), introduit par le décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 sous l'égide du ministère de l'Économie et des Finances, est conçu comme un outil de promotion au service de la finance verte et à destination des fonds de gestion. Créé dans un contexte de crise climatique et dans le cadre des accords de Paris de 2015, le label

ISR guide l'épargne des Français vers des projets soutenant la transition écologique.

Initialement peu contraignante par l'absence de facteur d'exclusion, la réglementation du label n'imposait pas aux fonds de gestion de sélectionner leurs investissements en fonction de critères strictement écologiques. Non restrictive, cette vision a néanmoins permis au label de focaliser sa finalité sur la transparence des capitaux. Or, dans le contexte du durcissement de la politique européenne au sujet des investissements verts, initiée en 2021 par le règlement européen SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), le label ISR, permissif, devait être révisé.

Cependant, malgré une apparente contradiction du label face aux règlements européens SFDR et Taxonomie, les investisseurs ne semblent pas rejeter ce modèle d'investissement. Au contraire, l'on remarque que la part de marché des fonds labellisés ISR croît constamment au détriment des fonds ISR européens non labellisés. Preuve de cet engouement, au 1er mars 2024, les actifs sous gestion labellisés ISR atteignaient 775 milliards d'euros d'encours¹ répartis dans 1 229 fonds gérants. À titre de

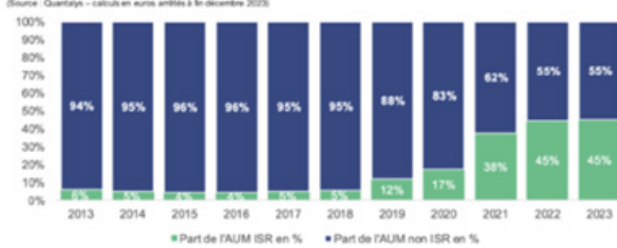
1 Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance, Label ISR, Liste des fonds labellisés, disponible en ligne : <https://www.llabelisr.fr/comment-investir/fonds-labellises/>, consulté en juin 2024

2 Ministère de la Transition écologique et de la Cohésion des territoires, Projet de loi

de finances 2024 : 10 milliards d'euros supplémentaires pour la planification écologique, 26 septembre 2023

comparaison, le budget de la France alloué aux ministères en charge de la transition écologique et énergétique s'élève à 62 milliards d'euros en 2024².

ÉVOLUTION DE LA PART DE MARCHÉ DES FONDS ISR EN EUROPE DEPUIS 10 ANS



Objet de la réforme : Limiter l'écoblanchiment du label ISR

« Nous devons offrir un label simple et efficace pour permettre aux Français de donner du sens à leur épargne » : propos tenus par Bruno Le Maire le 7 novembre 2023

Applicable en droit depuis le premier mars 2024, la réforme du label ISR se base sur trois grands fondamentaux³. Parmi eux, l'analyse des plans de transition des entreprises des secteurs à fort impact climatique, l'application des seuils intermédiaires de sélectivité ESG ainsi que l'exclusion des fonds qui gèrent des entreprises réalisant plus de 5 % de leur chiffre d'affaires grâce à l'exploitation du charbon ou des hydrocarbures non conventionnels. Dans la pratique, les fonds concernés par la réforme et déjà labellisés bénéficient d'une période de transition jusqu'au premier janvier 2025 pour s'aligner avec les nouveaux fondements du label.

Passé ce délai, la labellisation ISR des fonds dont les actifs comprennent plus de 5% de titres provenant de l'industrie du charbon et des hydrocarbures non conventionnels sera exclue.

Finalement, dans une démarche visant à renforcer la crédibilité des investissements verts en France, la réforme du label ISR est une réponse concrète aux préoccupations croissantes d'écoblanchiment. In concreto, cette mesure reflète l'engagement ferme de la gouvernance européenne en faveur d'une économie plus verte et cohérente. Pour les investisseurs, cette réforme représente une opportunité de rediriger leurs capitaux vers des entreprises et des projets qui soutiennent réellement la transition énergétique et environnementale.

Or, bien que la réforme soit perçue comme une avancée en faveur d'une finance plus responsable, elle impose aux gestionnaires de fonds une réévaluation des actifs et une réorientation des stratégies d'investissement. En effet, l'exclusion stricte des titres concernés risque de limiter les options d'investissement des fonds.

Quelles conséquences pour les fonds de gestion ?

Selon Bercy, « l'univers d'investissement va se réduire, mais le but n'est pas de délabelliser massivement. Au contraire, l'objectif est que les fonds s'adaptent ».

³ Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique, Label Investissement Socialement Responsable (ISR) : comment ça marche ?, Bercy Infos Particuliers, 22 décembre 2023

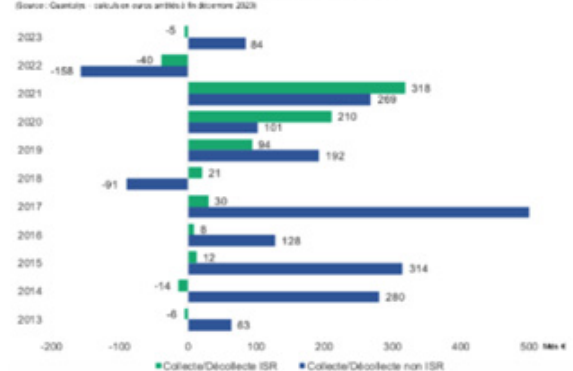
⁴ J. De Valence, Article 9 : la clarification de la notion controversée de « sustainable

La décision de la France qui prévoit d'interdire d'ici 2025 les fonds ISR d'investir dans des entreprises impliquées dans de nouveaux projets d'exploration, d'exploitation ou de raffinage d'hydrocarbures, incite les fonds d'investissements labellisés à arbitrer en faveur d'un désinvestissement dans les énergies fossiles. Pour autant, bien que cette nouvelle réglementation soit contraignante pour les fonds, on peut saluer que cette politique de désinvestissement suive la logique des règlements européens et leur interprétation par les régulateurs.

À ce titre, la prise de position de l'ESMA en juin 2021 qui a initié la déclassification⁴ massive des fonds article 9 en article 8 illustre bien la position ferme de l'Europe au sujet des investissements verts.

À l'avenir, il appartiendra aux sociétés de gestion de se conformer à cette nouvelle réglementation et de choisir entre déclasser leurs fonds et sortir du label ISR (ce qui semble être la tendance depuis 2023)⁵ ou vendre les valeurs fossiles. D'autant plus que l'on estime, sur la totalité des fonds déjà labellisés, que 20 à 45 % d'eux ont une exposition au secteur énergétique traditionnel et seront de fait exclus du label ISR. Par conséquent, la décalcification des fonds risque d'accroître la part de fonds ISR non labellisés dans le marché européen des fonds ISR. Cependant, peu importe l'option des sociétés de gestion, les sociétés polluantes dont les titres sont concernés risquent de souffrir de cette situation.

ÉVOLUTION DE LA COLLECTE NETTE SUR LES FONDS ISR ET NON ISR



Quelles conséquences pour l'économie française ? L'exemple TotalEnergies

Au total, les actifs concernés non éligibles à la nouvelle définition du label ISR représentaient en novembre 2023 sept milliards d'euros. Parmi eux, ceux de TotalEnergies, présent dans plus de 160 de ces fonds et pesant jusqu'à 10% de la valeur des placements⁶. Par ailleurs, Morningstar estime que 1,6 % du capital de Total Énergies est détenu par des fonds labellisés ISR.

Pour TotalEnergies, quatrième capitalisation de l'indice CAC 40 dont la cotation principale est établie à la Bourse de Paris, cette contrainte risque d'impacter fortement le financement de son plan de développement⁷. Par ailleurs, face à la recrudescence des contraintes d'exploitation et de financement des grands groupes pétroliers, ces derniers risquent de quitter la place de Paris pour bénéficier des conditions avantageuses que peuvent

investment », Ecoact, 17 avril 2023

⁵ Selon le graphique présenté, en 2023, l'évolution de la collecte nette de fonds des label ISR a diminué de 5 milliards d'euros au profit des fonds non labellisés ISR, qui ont collectés 84 milliards d'euros

offrir les places nord-américaines ou asiatiques. Ainsi, la réforme du label ISR, bien qu'idéologiquement défendable semble ignorer certains fondamentaux de l'économie.

En effet, par principe, l'économie mondiale est régie par l'offre et la demande, la demande de pétrole créant l'offre et non l'inverse. Par conséquent, l'exclusion du label de TotalEnergies risque de pousser les investisseurs européens détenteurs des titres à vendre au rabais leurs dernières participations. Créant ainsi un choc d'offre de titres, cela n'engendrera pas pour autant un choc de demande⁶ qui ferait diminuer la demande mondiale de pétrole.

Or, dans un système économique mondialisé où les financements sont de manière hétérogène, encadrés par des législations plus ou moins strictes. Le risque, pour notre législation européenne, est

6 H. Bioy, Label ISR : les règles se durcissent - Environ 7 milliards d'euros d'actifs sont concernés en France, Morningstar, 15 novembre 2023

7 TotalEnergies, Développement des énergies renouvelables, disponible en ligne : <https://renouvelables.totalenergies.fr/fr/nos-metiers/developpement>, consulté en juin

de se voir défavorisée au profit de législations moins regardantes. Ainsi, les groupes pétroliers dont l'accès aux capitaux est restreint en Europe, risquent de se tourner vers l'Amérique du Nord ou l'Asie pour trouver des financements moins contraignants.

In fine, en redirigeant leurs financements vers des économies moins contraignantes, les sociétés pétrolières européennes risquent de rendre l'exploitation de leur pétrole encore moins performante en termes d'ESG.

Par ailleurs, cette décision risque d'accroître la dépendance énergétique de l'Europe face aux pays producteurs et exportateurs de pétrole en bradant ses entreprises énergétiques performantes en matière d'ESG à des investisseurs extra-européens qui le sont moins.

2024

8 A. Beaujon, Label ISR : les pétroliers enfin exclus de la finance « responsable », Challenges, 7 novembre 2023

07 - BRÈVE

FONDS ELLIOTT : LA COUR DE CASSATION CONFIRME LA LOURDE SANCTION D'UNE PRISE DE CONTRÔLE OPAQUE PAR L'UTILISATION D'EQUITY SWAPS

Par Camille Lebon et Maëlle Teyssier

Le 4 avril 2024, la Cour de cassation confirme la décision prononcée par la commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF, déc. sanct., 17 avril 2020, Elliott, procédure n°19-03) ayant imposé une lourde sanction financière à l'encontre des Fonds Elliott et met fin à une affaire qui avait déjà fait couler beaucoup d'encre.

Dans les faits, cette décision s'inscrit dans la continuité des décisions antérieures sanctionnant les tentatives de prise de contrôle rampantes par le biais d'instruments dérivés (V. AMF, déc., 25 juin 2013, LVMH : BJB 2013, p.147). Comme le note la Professeure P. Pailler¹, le raisonnement retenu est pourtant inédit.

En l'espèce, en avril 2015, XPO France (ci-après « XPO ») annonce avoir conclu un contrat de cession d'action portant sur le capital de la société Norbert Dentressangle SA (ci-après « NDSA ») et procède ainsi aux déclarations auprès de l'AMF, ouvrant la période de pré-offre. Le 8 juin 2015, XPO détenait 66,71% du capital de NDSA et déposait à ce titre une offre publique d'achat simplifiée, indiquant par ailleurs son intention de procéder au retrait obligatoire de NDSA si elle parvenait à

1 P. Pailler, *Contracts for difference et equity swaps* à dénouement en espèces : une différence de nature ?, Revue de Droit bancaire et financier n° 4, comm. 91, Juillet 2020

contrôler plus de 95% de son capital à l'issue de l'offre. Entre avril et juillet 2015, les sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Capital Advisors LP (ci-après « les Fonds Elliott ») ont procédé conjointement à l'acquisition d'actions et d'instruments dérivés portant sur les titres de NDSA. Ils déclarent ainsi détenir des contrats financiers avec paiement d'un différentiel (*Contract for difference*, ci-après « CFD ») et indiquent avoir l'intention de « *poursuivre (ses) acquisitions d'actions NDSA et/ou d'instruments dérivés relatifs aux actions NDSA en fonction des conditions de marché* ».

Poursuivant leurs acquisitions, le 24 juin 2015, les fonds Elliott déclarent avoir franchi à la hausse les seuils de 5% du capital et des droits de vote et envisager de « *déboucler sa position en CFD et de la remplacer en une détention physique dans NDSA* ». Le 2 juillet 2015, les Fonds dénouent l'intégralité des instruments dérivés et rachètent les actions NDSA que leur contrepartie Bank of America avait acquis en couverture. À l'issue de l'opération, les fonds détiennent 7,56% du capital et 7,52% des droits de vote de NDSA et déclarent, le 10 juillet 2015, ne pas « *apporter les actions acquises à l'offre* ». Par conséquent, XPO n'a pas pu procéder au retrait obligatoire à l'issue de l'offre, ce qui a permis aux Fonds Elliott d'obtenir un avantage en termes de négociation.

Ce procédé admis légalement doit toutefois être fait en toute transparence. En effet, il est possible de procéder à l'acquisition de titres en période d'offre à condition de se soumettre aux impératifs légaux. À défaut de s'y être conformés, les Fonds Elliott ont été soumis au contrôle de l'AMF. Par conséquent, les griefs retenus par la Cour de cassation à leur rencontre concernent d'une part l'inexactitude des déclarations de franchissement de seuils quant à la nature des instruments dérivés acquis et d'autre part la déclaration tardive de leurs intentions. La solution de la Cour de cassation est claire : les « *equity swaps* » doivent être assimilés aux actions pour les obligations déclaratives, conformément aux articles L. 233-9 du Code de commerce et 231-44 et 231-47 du règlement général de l'AMF. Cette décision s'inscrit dans un contexte d'émergence d'instruments dérivés toujours plus complexes qui permettent de couvrir un grand nombre de risques, et soulèvent alors de nombreux défis quant à leur régulation afin de contrer les prises de contrôle occultes sur les marchés financiers.

Dès lors, la Cour de cassation, en se prononçant sur les griefs retenus contre les fonds Elliott, a clarifié plusieurs aspects essentiels. D'une part, elle confirme la nouvelle définition des « *equity swaps* » et précise leur impact au regard du manquement d'inexactitude des déclarations opérées (I). D'autre part, elle précise le périmètre de la déclaration d'intention, soulignant l'incidence d'une déclaration tardive (II). Enfin, elle justifie les fondements retenus pour ces griefs, renforçant ainsi les exigences de conformité pour les acteurs de marché (II). Cette approche vise à prévenir les abus et à garantir une information complète et précise des investisseurs, conformément aux objectifs de bonne gouvernance et de transparence des marchés.

I. Sur la qualification d'Equity Swaps

Dans sa décision confirmée par la Cour de cassation, la Commission rappelle que les CFD et les Equity Swaps sont des instruments dérivés assimilés aux actions, et ce, depuis la loi n°2012-387 du 22 mars 2012, modifiant l'article L. 233-9 du Code de commerce. Il est alors admis que les instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier (CMF) qui ont un effet économique similaire à la possession des actions, sont assimilés à des actions. Dès lors, la souscription d'instruments dérivés ne permet plus d'échapper aux règles de franchissement de seuils prévues par l'article L. 233-7 du Code de commerce. Cette déclaration doit en sus préciser la nature des instruments dérivés acquis en opérant notamment une distinction entre les Equity Swaps et les CFD.

C'est l'un des principaux griefs retenus à l'encontre des Fonds Elliott. Alors qu'ils avaient déclaré détenir des CFD, il apparaît, au regard des éléments apportés par la Commission et la Cour de cassation, qu'ils détenaient en réalité des Equity Swaps à dénouement monétaire. Pour rendre cette décision, la Commission a tenté d'établir des critères de distinction entre les CFD et Equity Swaps à dénouement monétaire et d'élaborer une définition alambiquée des Equity Swaps. En droit français, force était de constater qu'il n'y avait aucune définition juridique de ces instruments dérivés pourtant bien connus des

acteurs des marchés financiers.

Il convient toutefois de noter que depuis l'ordonnance n°2007-544 du 12 avril 2007, l'article D. 211-1A du CMF fait état de la diversification des contrats financiers et utilise le sous-jacent en tant que critère d'organisation des différents contrats. Il indique que sont considérés comme des contrats financiers, tels que mentionnés au III de l'article L. 211-1 du CMF, les contrats d'échange et les contrats financiers avec paiement d'un différentiel. Le contrat d'échange, le swap, peut ainsi être défini comme un « *contrat par lequel deux parties s'engagent à échanger entre elles des actifs ou des flux financiers liés à des opérations déterminées* »². Dès lors, l'Equity Swap est un contrat d'échange portant sur une transmission réciproque de droit, mais ne prévoyant pas expressément un échange. Il s'agit en réalité du paiement d'une différence. Tandis que les contrats financiers avec paiement d'un différentiel, les CFD, sont « *des contrats qui sont noués et dénoués sur un marché réglementé avec pour sous-jacent une devise* »³.

Il n'est toutefois pas aisé d'opérer une distinction entre ces deux contrats à dénouement monétaire, car ils sont tous deux des instruments dérivés visant à prendre une exposition économique sur un titre sans en acquérir la propriété. Sur le plan économique, ils sont donc similaires. À cet égard, le professeur Thierry Bonneau soulignait justement les difficultés que peuvent poser les CFD vis-à-vis de leur régime, « *s'agit-il en effet d'une catégorie spécifique de contrat financier ou doivent-ils être assimilés à d'autres modèles de contrat, comme le contrat de swap ?* »⁴.

Dans cette décision, la Commission puis la Cour de cassation répondent par la négative, les Equity Swaps doivent impérativement être distingués des CFD. Et pour cela, la Commission pose 3 principaux critères de distinction, le premier tenant à la date d'expiration, elle est généralement prévue dans le contrat de swap, mais ne l'est pas nécessairement pour les CFD. Deuxièmement, le rendement économique du titre sous-jacent est, dans le contrat d'Equity Swap, payé en plusieurs échéances selon un calendrier préalablement négocié. L'AMF note alors que pour les CFD, l'investisseur dépose le paiement d'une marge représentant un pourcentage de l'exposition économique auprès du fournisseur du CFD. Enfin, la Commission rappelle que les Equity Swaps sont des contrats documentés, et ce, conformément à l'accord-cadre de l'International Swap Derivatives Association (ISDA).

Bien que justifiée au regard des faits, la définition retenue pour les Equity Swaps par l'AMF ne fait pas l'unanimité en doctrine. La professeure P. Pailler affirme que « *les deux définitions proposées par la commission des sanctions, qui semblent avoir été élaborées pour ce cas d'espèce, ne sont à cet égard guère satisfaisantes ; loin d'apporter de la lisibilité, elles s'avèrent difficiles à exploiter en pratique et sources, avant tout, d'interrogations.* »⁵. Cette définition permet néanmoins de sanctionner l'inexactitude et la tardiveté des déclarations faites par les fonds Elliot.

Par conséquent, la Cour de cassation confirme les décisions

2 H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3ème éd. LexisNexis, p.630, 15 octobre 2001

3 T. Samin et S. Torck, Principe de non-immixtion du banquier et opérations sur le Forex, Revue de Droit bancaire et financier n° 5, comm. 97, Septembre-Octobre 2020

4 T. Bonneau, A.-C. Rouaud, P. Pailler, A. Tehrani, R. Vabres, Droit financier, 4ème éd. LGDJ Précis Domat, 5 Septembre 2023

5 P. Pailler, *op. cit.*

antérieures et considère que les Fonds Elliott auraient dû procéder à la déclaration d'Equity Swaps et non de CFD. Ce faisant, ils ne cherchaient pas seulement à bénéficier d'une exposition économique, mais agissaient ainsi afin de bloquer le retrait obligatoire souhaité par XPO. Dès lors, le fait de déclarer des CFD à la place des Equity Swaps relève d'une stratégie opaque, soulignant le défaut de transparence employés par les Fonds Elliott.

II. Sur le manquement de déclaration tardive d'intention

La Cour de cassation estime également qu'outre le fait que les déclarations des Fonds Elliott soient inexactes quant à la nature des instruments dérivés acquis, ces derniers auraient, par ailleurs, déclaré tardivement leurs intentions.

À ce sujet, les Fonds Elliott reprochaient à la Cour d'appel d'avoir retenu le manquement de déclaration tardive d'intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre publique. En effet, selon leur argumentaire, si l'article 231-47 du règlement général AMF prévoit l'obligation, pour les investisseurs ayant accru leur participation dans la société visée par une offre publique de déclarer leur intention d'apporter les titres acquis à cette offre, cette obligation déclarative ne s'étend pas, en revanche, à l'éventuel dénouement de ces instruments ayant un effet économique similaire à la possession de ces titres.

Dès lors, peu importe la qualification - CFD ou equity swaps - retenue pour les instruments dérivés acquis par les Fonds Elliott, puisque ceux-ci ne pouvaient être assimilés aux « actions » mentionnées dans l'article 231-47 du Règlement AMF. Par conséquent, les instruments dérivés ne pouvaient pas faire l'objet d'une quelconque obligation de déclaration d'intention.

Toutefois, la Cour de cassation rejette ce raisonnement et confirme la décision d'appel ainsi que celle de la Commission en retenant que « *le déclarant doit préciser à l'AMF s'il a l'intention d'apporter à l'offre préalablement déposée non seulement les actions qu'il a déjà acquises, mais aussi, en cohérence avec sa déclaration d'intention de poursuivre ses acquisitions, les actions qu'il est susceptible d'acquérir pendant la période d'offre à la suite du dénouement de ses « equity swaps » par le rachat des actions préalablement acquises en couverture par la banque contrepartie.* ». De ce fait, la déclaration d'intention doit nécessairement inclure les actions qu'il est susceptible d'acquérir lors du dénouement de dérivés.

Ce faisant, la Cour de cassation adopte une vision extensive de la notion d'actions visée par l'article 231-47 du règlement général de l'AMF, élargissant de ce fait le périmètre de la déclaration d'intention.

Cette solution est audacieuse en ce qu'elle adopte une lecture combinée des articles L. 233-9 du CMF et 231-44 et 231-47 du règlement général de l'AMF pour en déduire une double conséquence. S'il est facilement compréhensible, à la lecture de ces textes, que les instruments dérivés doivent être pris en compte pour le calcul des seuils de déclaration d'intention concernant la poursuite de l'achat de dérivés, il est plus périlleux d'admettre qu'il est également obligatoire de déclarer si l'on

compte apporter ou non à l'offre, les titres sous-jacents qu'on est susceptible d'acquérir à la suite du dénouement des dérivés pendant la période de l'offre.

En effet, les articles précités visent uniquement l'obligation de déclarer l'intention « *d'apporter les titres acquis à l'offre* ». Or, par définition, les sous-jacents ne sont que « *susceptibles* » d'être acquis durant l'offre en cas de dénouement des dérivés. Dès lors, tant qu'un dérivé n'est pas dénoué, on ne peut pas considérer les titres comme matériellement acquis. De facto, les instruments dérivés ne peuvent pas être apportés tels quels à l'offre et il est donc difficile de concevoir qu'ils soient soumis à la déclaration d'intention visée par la Cour de cassation.

En réalité, les hauts magistrats ont très certainement souhaité rendre une décision d'opportunité, élargissant autant que possible le périmètre de la déclaration d'intention afin de prévenir les montées occultes au capital ainsi que les prises de contrôle rampantes. Cette volonté est d'autant plus justifiée que l'acquisition par les Fonds Elliott de produits dérivés ayant pour sous-jacents des titres de la cible de l'offre d'XPO Logistics n'avait guère d'autre but que de bloquer celle-ci.

Malgré l'opportunité de la décision, le fondement juridique de la décision demeure extensif, ce qui aura soulevé un débat quant à une atteinte au principe de la légalité des délits et des peines.

III. Sur le bien fondé de la sanction retenue

Afin de retenir le grief de déclaration tardive au titre des articles précités, la Cour reconnaît que les dispositions prévues à ces articles, dont celles prévues par l'article 231-47 du règlement général de l'AMF prévoyant expressément l'obligation de déclaration d'intention en période d'offre ou de pré-offre, revêtent un caractère inédit. Toutefois, le fait que ces dispositions soient relativement récentes à la date des faits reprochés n'empêche pas l'application desdits articles aux Fonds Elliott. La Cour de cassation développe alors une solution enrichie pour retenir ce grief : elle se réfère à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme pour souligner que la nouveauté d'une question juridique ne constitue pas une violation des principes de clarté et de prévisibilité de la loi tant que l'interprétation retenue est « *raisonnablement prévisible* ».

Cette approche réaffirme que les dispositions légales, même nouvelles, doivent être interprétées de manière à respecter les objectifs fondamentaux de transparence et de bonne gouvernance des marchés financiers. À cet égard, la Cour de cassation met en avant la stratégie des Fonds Elliott qui ne peut être qualifiée d'anodine et soutient que les Fonds Elliott étaient pleinement en mesure d'évaluer les « *risques encourus en cas de déclaration tardive d'intention d'apporter ou non à l'offre les actions déjà acquises ou susceptibles d'être acquises pendant la période d'offre* ».

Le choix de l'application des obligations prévues par ces articles à la détention d'instruments dérivés a été vivement critiqué par les conseils des Fonds Elliott, qui ont également soutenu que les décisions retenues par la Commission des sanctions de l'AMF présentaient un défaut de base légale. En effet, cette lourde décision de condamnation des Fonds Elliott à une amende de

20 millions d'euros se fonde en partie sur des instructions de l'AMF.

La question soulevée par cette affaire est cruciale : Quelle est la valeur juridique conférée aux instructions de l'AMF ? Par cette décision, la Cour de cassation a mis un terme aux discussions en affirmant que « *les instructions litigieuses se bornent à préciser l'obligation énoncée à l'article 223-14, sans aller au-delà de son interprétation, dans le respect des limites assignées aux instructions de l'AMF par l'article L. 611-6 du CMF* ». Il convient de mentionner que ces instructions apportaient des nouveaux éléments en posant des obligations quant à la déclaration de franchissement de seuils, cette dernière devant alors impérativement indiquer la nature des titres acquis pendant la période d'offre.

En ce qui concerne l'application des nouvelles dispositions assorties de sanctions pénales relatives aux déclarations d'intention prévues par le règlement général de l'AMF, la Cour précise qu'elles « *constituent une base juridique suffisante au*

⁶ P. Barban, Fonds Elliott : validité et prévisibilité des instructions AMF relatives au contrôle des acquisitions en période d'offre, Revue Banque et Droit, n°215, p. 47, mai-juin 2024

regard du principe de légalité des délits et des peines ». Par ailleurs, il convient de souligner que ces deux fondements sont justifiés au regard de la qualité des mis en cause. Les Fonds Elliott sont des professionnels de la finance avertis et ont par ailleurs déjà fait l'objet de sanctions de l'AMF.

Les fondements retenus ne font toutefois pas l'unanimité en doctrine. Certains soutiennent que cette décision confère aux instructions de l'AMF concernées une grande portée. En effet, ils considèrent « *qu'il est regrettable que certains éléments techniques dans une instruction puissent fonder une condamnation d'ampleur* » et déplorent « *l'utilisation qu'en fait l'AMF dans un domaine où l'interprétation confine à la création normative* »⁶. Néanmoins, cette décision d'ampleur permet de réaffirmer l'importance de la transparence et de la bonne information des marchés financiers, en imposant des obligations claires et précises aux acteurs de marché, en particulier en ce qui concerne la nature et la déclaration des titres acquis pendant les périodes d'offre.

08 - BRÈVE

FRAUDE AU « FAUX CONSEILLER BANCAIRE » : ABSENCE DE NÉGLIGENCE GRAVE DU CLIENT EN CAS D'ESCROQUERIE PAR SPOOFING TÉLÉPHONIQUE

Par Camille Lebon (publié chez les Éditions Lamy Liaisons)

L'histoire de la fraude bancaire remonte à des siècles, bien avant l'avènement des technologies modernes, et a évolué en même temps que les systèmes bancaires se sont sophistiqués. Dorénavant, la fraude peut prendre diverses formes. Le mode opératoire le plus répandu est le « phishing » (ou hameçonnage), qui consiste à leurrer l'internaute pour l'inciter à communiquer des données personnelles et sensibles en se faisant passer pour un tiers de confiance¹. Aujourd'hui, c'est la fraude au « faux conseiller bancaire » qui est au cœur de toutes les préoccupations.

La technique est d'une simplicité banale, pourtant redoutable. Le client reçoit un appel téléphonique d'un individu se faisant passer pour un conseiller de sa banque, l'alertant d'une opération frauduleuse sur son compte et lui demandant alors de lui renseigner plusieurs informations sensibles ou d'agir directement sur son téléphone afin de l'annuler. Ce que le client

ignore, c'est qu'en s'exécutant, il valide en réalité des opérations de paiement au profit de l'escroc.

Cette technique répandue est devenue d'autant plus difficile à déjouer qu'elle s'est déclinée en une forme perfectionnée d'usurpation d'identité. Cette attaque dénommée « spoofing » permet de fait au fraudeur de pirater le numéro de téléphone de la banque, ce dernier apparaissant sur le téléphone de la victime, immanquablement dupée.

En l'occurrence, l'arrêt qui nous occupe suit le même narratif. Un escroc, utilisant la technique du spoofing, s'est ainsi fait passer pour l'assistante du conseiller bancaire d'un client. Rassuré par le numéro de sa banque s'affichant sur son portable et par le fait que la fausse salariée de la banque lui indiquait qu'il effectuait une opération sécurisée, celui-ci a ainsi été mis en confiance et a utilisé son dispositif sécurisé pour ajouter et supprimer des bénéficiaires de virement sur son espace personnel. C'est alors que l'issue s'est scellée, la victime constatant quelques instants plus tard des opérations frauduleuses à hauteur de plus de 50

¹ Commission nationale de l'informatique et des libertés, Phishing : détecter un message malveillant, 16 oct. 2017

000 euros sur son compte, qu'elle a immédiatement signalées à sa banque.

Le client a par la suite assigné l'établissement de crédit en paiement des sommes virées frauduleusement, ainsi qu'à des dommages et intérêts sollicités au titre du préjudice moral subi par le refus opposé par celui-ci. Les juges du fond ont, en cause d'appel, accueilli l'ensemble de ces demandes. L'établissement bancaire s'est par conséquent pourvu en cassation, estimant que le comportement du client avait été gravement négligent au sens de l'article L. 133-19 du Code monétaire et financier.

La finalité de la procédure judiciaire engagée a eu pour objet de déterminer qui, du client ou du banquier, aura in fine la charge de ces opérations frauduleuses.

La Cour de cassation a, dans ce cadre, rejeté le pourvoi de la banque au motif que la négligence grave n'était pas caractérisée, en raison du mode opératoire utilisé par l'escroc, ayant permis une mise en confiance et une diminution de la vigilance du client.

I. La nécessité d'une négligence grave

La Cour de cassation retient que la négligence grave du client n'était pas caractérisée au sens de l'article L. 133-19 du Code monétaire et financier et condamne ainsi la banque au complet remboursement des opérations frauduleuses effectuées.

Si une opération de paiement est en principe définitive, une opération non autorisée par le payeur peut toujours être contestée lorsqu'elle est, notamment, le résultat d'une fraude. Le législateur européen s'est intéressé relativement tôt à ce sujet, dans une volonté de protection du payeur, par les directives 2007/64/CE du 13 novembre 2007, dite « DSP 1 », et (UE) 2015/2366 du 25 novembre 2015, dite « DSP 2 ».

Le droit français prévoit ainsi qu'en présence d'une telle opération non autorisée, il revient au payeur de la signaler à son prestataire de services de paiement (PSP)², qui sera tenu de le rembourser dans un bref délai³.

S'il n'existe aucune précision sur ce qu'est une opération non autorisée, le Code monétaire et financier apporte une définition précise de l'opération autorisée ; il s'agit de l'opération par laquelle « *le payeur a donné un consentement à son exécution* »⁴.

Les contours de l'opération non autorisée ont permis à la doctrine de déduire que celle-ci pourrait être, parmi d'autres hypothèses, l'opération effectuée par le PSP sans ordre du client, celle indûment déclenchée par une tierce personne à l'aide d'un de ses instruments de paiement ou encore celle déclenchée à partir d'un instrument de paiement contrefait⁵.

La loi précise que, dans le cas des instruments de paiement dotés d'un dispositif de sécurité personnalisé⁶, il est tenu compte de la part de responsabilité du client pour déterminer si, in fine, le PSP sera tenu ou non du remboursement. D'une part, depuis

l'ordonnance n° 2017-1252 du 9 août 2017, l'article L. 133-19 du Code monétaire et financier prévoit ainsi les cas dans lesquels le payeur est tenu comme irresponsable. D'autre part, le IV du même article avance que le payeur sera tenu de supporter en totalité la charge des opérations non autorisées s'il « *n'a pas satisfait intentionnellement ou par négligence grave aux obligations prescrites par les articles L. 133-16 et L. 133-17* »⁷.

La notion de « *négligence grave* », visée par cet article L. 133-19, IV, est donc particulièrement importante et sa caractérisation était le cœur de l'arrêt rendu en l'espèce, ce qui est souvent le cas en la matière⁸.

En effet, le client avait saisi volontairement son code confidentiel afin de valider les ajouts des bénéficiaires. Cet acte positif avait été justement utilisé par la banque en soutien de ses arguments pour tenter de prouver que le client avait été négligent, permettant ainsi à l'arnaqueur d'accéder à son compte bancaire et de procéder aux opérations litigieuses.

Il est ici pertinent de rappeler, comme le souligne la solution, que la charge de la preuve de la négligence grave repose uniquement sur l'établissement bancaire. L'office des juges de la Cour d'appel, puis de ceux de la Cour de cassation, a donc été de jauger la gravité de la négligence en matière d'arnaque par usurpation d'identité téléphonique.

Pour ce faire, il avait été procédé, comme il est de mise en la matière, à une prise en compte précise des circonstances de faits⁹. Les juges ont pu retenir deux points majeurs ayant permis de mettre le client en confiance et ainsi de diminuer légitimement sa vigilance. D'une part, c'était bien le numéro de téléphone du conseiller de l'établissement bancaire qui s'affichait sur le téléphone du client. D'autre part, la prétendue salariée de la banque avait été en mesure de lui communiquer des informations sur les bénéficiaires connus par lui. La Cour de cassation s'est ainsi fiée au pouvoir souverain d'appréciation des faits par la Cour d'appel pour déterminer qu'au vu de ces circonstances, aucune négligence grave ne pouvait être imputée au client, faute pour la banque d'en avoir rapporté la preuve.

L'arrêt qui nous occupe ne fait donc pas figure de revirement de jurisprudence, mais apporte plutôt une interprétation de la négligence grave au sens du Code monétaire et financier. Toutefois, l'impact que la solution pourrait avoir sur le milieu bancaire aurait valu, comme le déplorent certains auteurs, une motivation plus enrichie de la part de la Cour de cassation qui aurait permis de mieux comprendre son raisonnement¹⁰. C'est d'ailleurs sûrement pour éclairer ce point que la Cour a publié un communiqué de presse afin de « *présenter de manière synthétique les apports juridiques principaux* » de cet arrêt¹¹.

Ainsi, si une plainte pour escroquerie demeure toujours possible¹² pour tenter d'obtenir une indemnisation, il est en réalité bien souvent difficile d'en identifier les auteurs. En effet, les escrocs au bout du fil, fonctionnant généralement sous forme de bande organisée, sont rarement attrahés devant la justice. L'arrêt du 23 octobre constitue de facto un filet de

² C. mon. fin., art. L. 133-24, al. 1

³ C. mon. fin., art. L. 133-24

⁴ C. mon. fin., art. L. 133-6, I

⁵ J. Lasserre Capdeville, M. Storck, M. Mignot, J.-P. Kovar et N. Éréséo, Dalloz, coll. «

Précis », Droit bancaire, 4e éd., 2024

⁶ C. mon. fin., art. L.133-4, a, qui comprend les opérations effectuées sur une application bancaire par la saisie de codes secrets

⁷ Ces obligations visent respectivement des impératifs de préservation de la confidenti-

sécurité pour les payeurs qui peuvent se voir remboursés directement par leur établissement de crédit en application du Code monétaire et financier. En ce faisant, il rappelle également aux banques qu'elles ne peuvent pas toujours s'abriter derrière la négligence grave pour refuser le remboursement en fonction des circonstances dans laquelle l'arnaque a eu lieu.

II. Un tempérament à observer en raison du mode opératoire utilisé

Selon l'arrêt rendu par la Cour de cassation, l'une des raisons principales pour lesquelles la solution rendue a été favorable au payeur, est que la technique d'arnaque par téléphone a permis une mise en confiance du client ainsi qu'une diminution de sa vigilance. L'un des apports de cet arrêt réside en ce qu'il considère que ce mode d'arnaque entraîne une vigilance « inférieure [...] à celle d'une personne réceptionnant un courriel, laquelle aurait pu disposer de davantage de temps pour s'apercevoir d'éventuelles anomalies révélatrices de son origine frauduleuse ».

Cette précision est cruciale en ce qu'elle permet d'apporter une distinction et une gradation au sein des modes opératoires des arnaqueurs concernant le degré de confiance et de vigilance qu'ils sont susceptibles d'induire auprès d'un « utilisateur normalement attentif ». En ce sens, la Cour apporte alors une illustration claire, en prenant l'exemple du phishing par courriel. Celui-ci peut, en effet, être beaucoup plus aisé à détecter que le spoofing téléphonique en raison, notamment, de l'absence de contrainte de temps pour s'apercevoir des anomalies apparentes de l'échange.

Ce mode d'escroquerie, particulièrement fréquent, appelle naturellement à la prise en compte de plusieurs critères, les juges apportant une attention religieuse à la présentation et à la formulation globale du message frauduleux, ainsi qu'à l'adresse électronique à l'origine de ce celui-ci¹³.

Au contraire, la pression qu'induit un appel téléphonique, corroborée par le piratage et l'affichage du numéro de la conseillère bancaire personnelle du client sur son portable, ne sont que des éléments permettant d'apprécier la difficulté de se rendre compte immédiatement de la supercherie. C'est justement pour cette raison que le communiqué de presse de la Cour de cassation insiste tout particulièrement sur ce point.

Également, l'escroc au bout du fil avait pu fournir des informations sur les bénéficiaires que le client connaissait et dont la validation lui était demandée. Cette situation, qui peut être particulièrement anxiogène, notamment en cas de la mise en place de virements permanents, apporte un nouvel élément pour comprendre la solution rendue en l'espèce.

L'attention toute particulière portée aux éléments de faits, ainsi que l'apport d'exemples et d'illustrations, permet de déduire que cette solution favorable au payeur n'a pas vocation à faire figure de généralité. En réalité, elle ne s'appliquerait pas aux cas d'arnaques par phishing reçus directement sur l'adresse-mail du client, et plus généralement à une grande majorité des arnaques

via support écrit.

L'arrêt du 23 octobre 2024 a donc clairement pour visée de protéger les payeurs contre la pratique singulière du spoofing ; arnaque perfectionnée et quasiment indétectable même pour un utilisateur normalement attentif. Il aura donc mérité d'être publié afin d'empêcher les banques d'arguer facilement d'une négligence grave dans ce cas de figure.

En outre, l'accent mis sur le piratage du numéro de téléphone de la banque permet de déduire que cet indice constitue aussi un point central et déterminant de la baisse légitime de la vigilance de la victime. Sans nul doute qu'un simple appel téléphonique via un numéro inconnu aurait permis au client de douter de l'authenticité de l'appel et mené à une solution tout à fait différente...

Le curseur de la gravité de la négligence placé par la Cour de cassation est ainsi favorable au payeur sans pour autant ouvrir la porte à un comportement particulièrement inexcusable, tout dépendant des circonstances de faits.

La solution s'inscrit dans l'effort constant de lutte contre des modes d'escroquerie toujours plus perfectionnés. La fraude aux moyens de paiement est, en effet, « une préoccupation constante du Gouvernement »¹⁴. Poursuivant cet objectif, la mise en place de l'authentification forte par la directive DSP 2 en 2015 a permis de limiter les fraudes aux paiements sur internet. Toutefois, si cette authentification forte généralisée depuis 2019 a démontré son efficacité¹⁵, le spoofing est la preuve que la sophistication grandissante des techniques des fraudeurs nécessite une évolution rapide et efficace des législations.

Pour ces raisons, la loi Naegelen, n° 2020-901 du 24 juillet 2020, visant à encadrer le démarchage téléphonique et à lutter contre les appels frauduleux, a permis la mise en place, à l'automne 2024, d'un système d'authentification des numéros des entreprises de différents domaines sensibles. Chaque opérateur en ligne devra alors fournir un certificat pour les lignes fixes des banques, empêchant ainsi l'usurpation de leur numéro par les escrocs.

Toutefois, la complexité de mise en place de ce processus et la limitation de l'authentification aux seules lignes de téléphones fixes laisse à craindre que la pratique du spoofing ait encore une marge importante de développement.

La meilleure défense contre le spoofing demeure alors, toujours, la sensibilisation des masses en amont. Pour ce faire, la Fédération bancaire française a déployé, depuis quelques années, une campagne de sensibilisation nationale pour la préservation des données personnelles par les payeurs. Les établissements de crédit participent, eux aussi, directement à cet effort par l'affichage de messages de prévention sur divers supports et notamment lors de la connexion sur les applications bancaires du client.

alité de ses données de sécurité personnalisées par le client, ainsi que d'avertissement de son PSP en cas d'une utilisation non autorisée de ses instruments de paiement.

8 J. Lasserre Capdeville, Droit des opérations de paiement non autorisées : retour sur la notion de « négligence grave » du payeur, JCP E 2023, 1118, n° 15, p. 41

9 J. Lasserre Capdeville, M. Storck, M. Mignot, J.-P. Kovar et N. Éréséo, Droit bancaire, Dalloz, coll. « Précis », 4e éd., 2024, p. 783, n° 1586

10 C. Hélaine, « Fraude téléphonique au faux conseiller : la chambre commerciale hausse le ton », Dalloz actualité, 05 novembre 2024

11 G. Fradin, Communiqué : Escroquerie bancaire par spoofing téléphonique, 23 oct. 2024

12 C. pén., art. L. 313-1

13 V., notamment, CA Nancy, 24 févr. 2022, n° 21/01643 : JCP E 2022, 1367, n° 45, p. 46, note J. Lasserre Capdeville ; CA Metz, 7 juill. 2022, n° 21/01492 : LPA 31 oct. 2022,

n° LPA201u6, note J. Lasserre Capdeville

14 JO Sénat 22 juin 2023, p. 3913

15 La veille assurée par l'Observatoire de sécurité des moyens de paiement (OSMP) montre ainsi que le taux de fraude sur les paiements par carte sur Internet a baissé de 30 % entre 2019 et 2022.

08 - BRÈVE

L'EURO NUMÉRIQUE : ENJEUX ET PERSPECTIVES POUR LE SECTEUR FINANCIER

Par Enzo Prat

« *Quand vous voyez l'évolution de la monnaie au fil des siècles, on est passé du coquillage à l'écu, à des pièces qui avaient progressivement de moins en moins d'argent ou d'or, à des billets. Aujourd'hui, dans un monde de plus en plus numérique, on doit anticiper que la monnaie, elle aussi, prendra une dimension numérique* », expliquait la présidente de la Banque centrale européenne (BCE), Christine Lagarde.

L'euro numérique est au cœur des discussions sur l'avenir des monnaies et du système financier européen. Dans un monde de plus en plus numérisé, le 14 juillet 2021, la BCE a annoncé qu'elle envisageait de mettre en place un euro sous la forme numérique, avec l'objectif de moderniser le système monétaire tout en répondant aux évolutions des comportements économiques et des technologies financières.

I. Contexte et objectifs de l'euro numérique

L'essor des cryptomonnaies et des solutions de paiement numériques a mis en lumière les faiblesses des systèmes monétaires traditionnels. Des acteurs comme Bitcoin et Ethereum ont démontré l'intérêt croissant pour les monnaies décentralisées des consommateurs.

En réponse, les banques centrales du monde entier explorent des monnaies numériques de banque centrale (MNBC), l'euro numérique en étant un exemple majeur. La BCE vise plusieurs objectifs avec l'introduction de l'euro numérique.

Tout d'abord, la mise en place d'un système de paiement sûr et fiable pour les citoyens de la zone euro. Dans de nombreux pays européens, on observe une baisse de l'utilisation des espèces pour les paiements au profit de méthodes électroniques. Cette tendance est accentuée par la numérisation de l'économie et des comportements de consommation. La BCE souhaite anticiper et accompagner ce mouvement.

Ensuite, elle vise à stimuler le développement de nouveaux services financiers et de solutions de paiement non rattachés

à des structures bancaires privées. En offrant une monnaie numérique publique et accessible à tous, la BCE souhaite s'assurer que les citoyens européens auront toujours accès à une forme d'euro garantie par la Banque centrale, indépendamment de l'évolution des préférences de paiement ou de l'accessibilité des espèces.

Enfin, lutter contre la concurrence des monnaies numériques et préserver la compétitivité de l'euro sur la scène mondiale. L'essor des cryptomonnaies comme le Bitcoin, mais surtout de projets comme Diem (ex-Libra) porté par Meta (ex-Facebook), a poussé les banques centrales à accélérer leurs travaux sur leurs propres monnaies numériques afin d'éviter que des acteurs privés n'empiètent sur le domaine monétaire, qui est une prérogative des États. Une monnaie numérique publique permettrait de maintenir la souveraineté monétaire et de renforcer la sécurité et la stabilité du système financier. De nombreux pays, en particulier la Chine avec le projet de yuan numérique, sont déjà très avancés dans la mise en œuvre de leurs propres monnaies numériques. Dans ce contexte, l'euro numérique vise également à garantir la compétitivité de l'Europe dans le domaine des monnaies numériques de banque centrale et à éviter une dépendance vis-à-vis des solutions de paiement étrangères¹.

II. Les enjeux de l'euro numérique

L'introduction de l'euro numérique pourrait avoir des répercussions significatives sur le modèle économique des banques. En effet, les consommateurs pourraient préférer utiliser des comptes d'euros numériques détenus directement auprès de la BCE, réduisant ainsi leur dépendance aux banques et le risque de défaillance de ces dernières. Cela pourrait aussi entraîner une diminution des prêts accordés par les banques et un bouleversement de la dynamique de financement.

Un des enjeux majeurs est la protection des données personnelles. L'euro numérique, qui dans une certaine mesure, pourrait se substituer aux espèces doit permettre de garantir aux utilisateurs la confidentialité des transactions. La BCE devra trouver un équilibre entre la traçabilité nécessaire pour prévenir la fraude et le blanchiment d'argent d'une part, et la protection de la vie privée d'autre part. Pour certains, l'euro numérique

¹ Banque de France, La monnaie numérique de banque centrale interbancaire, <https://www.banque-france.fr>

pourrait être un moyen de « *contrôler les dépenses des individus* »².

Ainsi, la conception de l'euro numérique inclut une fonctionnalité hors ligne qui offrirait aux utilisateurs un niveau de confidentialité comparable à celui de l'argent liquide pour les paiements. Les informations nécessaires à la transaction ne seraient alors connues que du payeur et du bénéficiaire et ne seraient pas partagées avec les prestataires de services de paiement, l'Eurosystème ou tout autre prestataire de services de support³.

Il semble que la détention et l'utilisation des euros numériques seront plafonnées comme pour les espèces. Au-delà d'un certain montant en euros numériques, le surplus sera transféré sur un compte bancaire classique. La limite n'est pas, à ce jour, connue, mais elle devrait avoisiner celle du paiement en espèces aujourd'hui de 1 000 euros. À l'heure d'une inflation importante, il est difficile de comprendre dans quelle mesure la mise en place d'une solution de paiement payante puisse avoir un intérêt si elle se cantonne à une utilisation pour le paiement de faibles sommes.

L'euro numérique nécessite la construction d'un cadre juridique et réglementaire. Ce cadre doit être établi avec précision, notamment en ce qui concerne les droits et obligations des utilisateurs, la protection de leurs données, et les responsabilités en cas de litige ou de fraude. La BCE devra également s'assurer que l'émission de l'euro numérique s'inscrive dans sa politique monétaire et n'entrave pas son objectif de stabilité des prix, tout en préservant un équilibre monétaire et une maîtrise de l'inflation.

III. Les perspectives pour le secteur financier

L'émergence de l'euro numérique pourrait stimuler l'innovation dans le secteur des fintechs. Ces entreprises pourraient développer des applications et des services qui exploitent les fonctionnalités de l'euro numérique, comme des solutions de paiement instantané et des services de gestion financière.

L'utilité de l'euro numérique peut être remise en question, étant donné que le paiement par carte bancaire est déjà perçu comme une forme de paiement numérique. La différence majeure repose sur le fait que la monnaie est détenue par une banque privée et non directement par la BCE. L'euro numérique n'est pas une

créance contre une banque, mais une créance contre la Banque centrale européenne à la manière des monnaies métalliques ou fiduciaires.

L'euro numérique nécessitera une mise à jour des réglementations existantes pour encadrer son utilisation. Les régulateurs devront veiller à créer un environnement favorable à la concurrence tout en protégeant les consommateurs. Cela pourrait favoriser une concurrence accrue entre les banques traditionnelles et les nouvelles entreprises de technologie financière.

En développant l'euro numérique, la BCE semble surtout soucieuse de ne pas évincer les acteurs privés du marché des paiements : c'est pourtant bien tout le potentiel d'une MNBC, particulièrement sous sa forme directe. Si nous pouvons détenir un compte à la banque centrale, alors nous n'avons plus forcément besoin d'en avoir un dans une banque privée. Si nous pouvons réaliser tous nos paiements en monnaie centrale via une solution offerte par la banque centrale (une application, par exemple), alors les fournisseurs de services de paiement deviennent largement superflus. Mais, même si l'un des objectifs de la BCE est justement de favoriser la concurrence sur le marché des services de paiement, elle ne veut paradoxalement pas que l'euro numérique entre en concurrence directe avec les solutions existantes.

Sur le plan international, l'euro numérique pourrait renforcer le rôle de l'euro en tant que monnaie de réserve mondiale. En offrant une alternative numérique aux monnaies dominantes, comme le dollar américain, l'euro numérique pourrait contribuer à diversifier les réserves des banques centrales à travers le monde et à renforcer la position de l'Union européenne dans le système financier global.

L'euro numérique représente une évolution majeure pour le secteur financier européen. En répondant à des défis contemporains tels que la sécurité des paiements, la concurrence et la compétitivité des monnaies privées, la BCE s'engage dans un processus de transformation qui pourrait redéfinir le paysage monétaire. Toutefois, la mise en œuvre de l'euro numérique nécessitera une attention particulière aux questions de confidentialité, de réglementation et d'impact sur les institutions financières existantes. Les prochaines étapes seront cruciales pour s'assurer que l'euro numérique apporte des bénéfices tangibles tout en préservant la stabilité économique et financière de la zone euro.

² F. Collomp et D. Guinot, L'euro numérique avance, le scepticisme persiste, Figaro, 17 octobre 2023

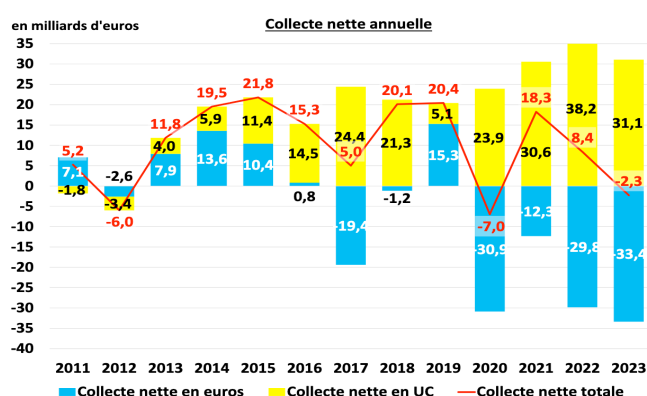
³ BCE, La phase préparatoire de l'euro numérique, Communiqué de presse, 24 juin 2024

04 | VULGARISATIONS

01 - VULGARISATION

L'ASSURANCE VIE OU L'ASSURANCE DÉCÈS

Par Alexis Boudier-Albrecht



Depuis plusieurs décennies, l'assurance vie et l'assurance décès jouent un rôle central dans la gestion financière des ménages. Ces produits d'assurance permettent aux particuliers de planifier l'avenir, protéger leurs proches ou optimiser la transmission de leur patrimoine. Bien que souvent confondues, l'assurance vie et l'assurance décès répondent à des besoins distincts et offrent des avantages spécifiques.

L'assurance vie est un produit d'épargne et de placement qui permet de faire fructifier son épargne sur le long terme, grâce au versement d'un capital unique ou de primes périodiques, tout en préparant la transmission de son patrimoine. Ce procédé se caractérise par sa flexibilité puisque le souscripteur peut alimenter son contrat à son rythme et choisir parmi divers supports d'investissement, comme des fonds en euros sécurisés ou des unités de compte investies en actions ou obligations.

Ce choix, qui est laissé au souscripteur dans la composition de l'assurance, lui permet d'escompter plus ou moins de rendements en fonction du risque que comporte l'opération.

L'épargne placée dans les fonds en euros est investie dans de nombreux emprunts à taux fixes auprès d'États et d'entreprises, ce qui en fait un placement sécurisé, mais avec un rendement limité. (2,5 % - 3 %)¹. Les unités de comptes permettent d'investir sur des marchés financiers via des OPVCM² exposant l'épargnant aux variations du marché. (3 % - 6 %). Le contrat d'assurance vie comporte deux phases principales. Durant la phase d'épargne, la gestion peut être libre ou bien déléguée ; l'intérêt étant que les sommes investies fructifient et génèrent à terme des intérêts. Lorsque le contrat prend fin, le souscripteur peut récupérer son capital et les gains réalisés ou les transmettre à un ou plusieurs bénéficiaires en cas de décès.

Cette particularité en fait un produit très prisé pour optimiser la succession puisque les sommes transmises dans le cadre de l'assurance vie bénéficient d'une fiscalité avantageuse³, sous certaines conditions, par rapport aux autres héritages⁴.

L'assurance décès, en revanche, est un produit de prévoyance qui vise principalement à protéger financièrement les proches en cas de décès du souscripteur. Contrairement à l'assurance vie, l'assurance décès ne sert pas d'épargne, mais de couverture financière. L'assuré paie une prime régulière en échange d'un capital qui sera versé aux bénéficiaires désignés s'il venait à décéder pendant la durée du contrat.

Ce capital décès peut être utilisé pour couvrir des frais immédiats ou pour assurer la stabilité financière de la famille. Par exemple, dans le cas d'un décès prématuré, le conjoint survivant ou les enfants peuvent compter sur ce capital pour faire face aux dépenses courantes ou aux charges de crédits en cours. Ainsi, l'assurance décès offre une solution de sécurité financière qui permet aux bénéficiaires de préserver leur niveau de vie même en cas de perte de revenus due au décès de l'assuré.

1 ACPR, Analyses et synthèses n°157 : Le marché de l'assurance-vie en 2023, p. 2, 19 mars 2024

2 « OPCVM » : Organisme de Placement Collectif de Valeurs Mobilières

3 P. Baillot, L'actualité fiscale de l'assurance vie, Revue générale du droit des assurances,

n°6, p. 4-7, juin 2023

4 Servicepublic.fr, Assurance-vie et assurance décès : comment les distinguer ?, 5 juin 2024

02 - VULGARISATION

LE RACHAT D'ACTION

Par Camille Lebon

Le rachat d'actions, ou *share buy-back*, consiste en l'acquisition par une société de ses propres actions sur les marchés financiers.

Si le rachat d'actions connaissait traditionnellement un principe strict d'interdiction, l'emploi accru de cette pratique aux États-Unis dans les années 90 a conduit le législateur français à introduire, en 1998, plus de souplesse dans notre droit.

Aujourd'hui, la loi encadre les cas dans lesquels les rachats d'actions peuvent être effectués. On les utilise notamment à des fins de réduction de capital, d'attribution aux salariés ou encore pour l'exécution d'un programme de rachat¹.

Pour autant, le rachat d'actions effectué en dehors des cas prévus par les textes n'est pas nul². Il existe en effet une forme de « régularisation » et les actions détenues en violation du cadre législatif peuvent toujours être cédées dans le délai d'un an à compter de leur acquisition, à défaut de quoi elles devront être définitivement annulées par décision d'AGE³.

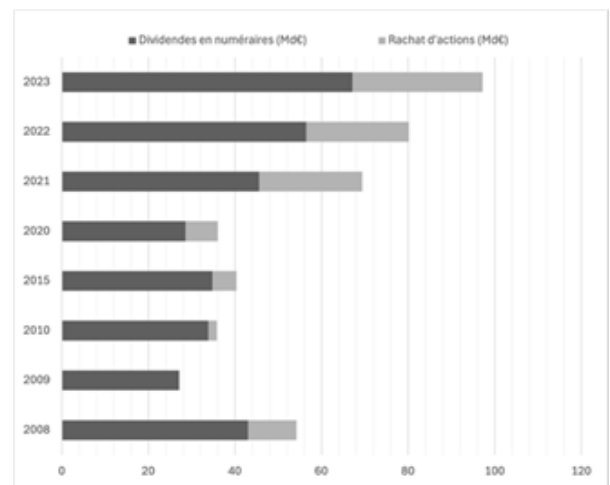
Afin d'éviter les risques de manipulation des cours, les programmes de rachat par les sociétés cotées sur les marchés réglementés sont soumis à une information du public selon les conditions et modalités fixées par l'AMF. L'ensemble des opérations liées à ce rachat doit lui être déclaré⁴.

En pratique, le mécanisme peut être utilisé afin de récompenser les salariés, en leur permettant une attribution des actions rachetées. En réalité, la grande majorité des actions rachetées par les sociétés le sont dans l'unique but de les annuler par la suite.

En premier lieu, cette annulation induit une diminution du capital social, ayant pour effet mécanique de concentrer sa détention entre les mains des actionnaires restants et d'ainsi augmenter le bénéfice par action.

Ensuite, l'annulation permet de diminuer l'offre de titres de la société sur le marché dont la demande demeure inchangée et par conséquent d'augmenter son cours de bourse.

Ainsi, le rachat d'actions est un mécanisme permettant de conserver l'actionnariat, tout en limitant les distributions de dividendes, soumis à une fiscalité plus lourde.



Dividendes et rachats d'actions au sein du CAC 40.

Sources : Vernimmen

Le succès de la pratique du rachat d'actions et les montants records qui lui sont alloués n'auront toutefois pas manqué d'attirer l'attention des administrations fiscales.

En effet, depuis janvier 2023, une taxe de 1% a été instaurée sur les rachats d'actions aux États-Unis, là où, en France, le Projet de loi de finances pour 2025 prévoit d'assortir d'une taxe de 8% les opérations de diminution de capital par l'effet du rachat d'actions⁵.

¹ Art. L.225-206 et suivants du Code de commerce

² Cass. Com., 3 janv. 1996 n°93-20406

³ Cass. Com., 12 mai 2021, n°19-17566

⁴ Règl. UE 2016/1052 du 8-3-2016 art. 2, 2 et 3 ; Règl. gén. AMF art. 241-4, I

⁵ *Inflation Reduction Act of 2022* ; Projet de loi de finances pour 2025, article 26

03 - VULGARISATION

LES ETF

Par Louis Montanier

Il existerait plus de 10 409 ETF représentant entre 11,4 trillions de dollars d'actifs sous gestion selon Trackinsight et 11,73 trillions de dollars d'actifs sous gestion selon ETFIGI en février 2024.

Les Fonds indiciels cotés ou *Exchange Traded Fund* (ETF) sont des fonds d'investissements qui cherchent à suivre et reproduire les performances d'un indice boursier sous-jacent, que ce soit à la hausse ou à la baisse. Ainsi, l'objet d'un ETF est de s'exposer au marché sans chercher à battre les performances de celui-ci. Ces fonds sont dits à gestion passive. Ils sont émis par des sociétés de gestion et nécessitent un agrément.

L'ETF est donc un « panier » de titres financiers qui a pour but de reproduire un indice boursier. Ils permettent en une seule position de répartir les risques liés aux marchés. En effet, la performance de chaque titre constituant ce fonds se compense, laissant apparaître une tendance générale. Si un titre perd de la valeur, il est probable qu'un autre titre en gagne et « annule » cette perte, répartissant ipso facto le risque.

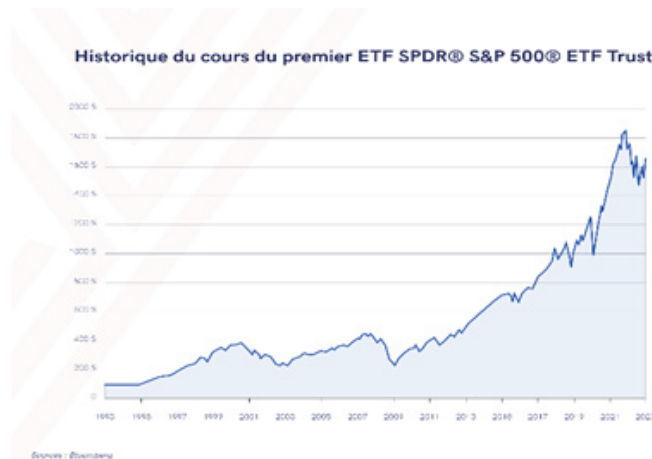
Les ETFs peuvent être négociés à tout moment de la journée sur les marchés, contrairement aux fonds d'investissement plus classiques dont le prix est fixé après la clôture de celui-ci. Enfin les ETFs ne requièrent en général aucun montant d'investissement minimum, ce qui n'est pas le cas de fonds d'investissement notamment ceux qui s'adressent à des professionnels.

Il y a 2 familles d'ETFs. Les ETFs physiques et synthétiques. Cette distinction réside dans les éléments qui constituent le fonds. Dans un ETF physique, le fonds est constitué directement par les actions ou obligations de l'indice sous-jacent. Dans le cas d'un ETF dit synthétique, le fonds est constitué de produits dérivés pour reproduire le cours de l'indice ciblé. Ce dernier est souvent utilisé pour suivre des indices difficiles à répliquer. Les ETFs synthétiques nécessitent un contrat de swap, ils vont échanger la performance du portefeuille contre celle de l'indice

sous-jacent ciblé, le plus souvent avec une banque.

Il existe plusieurs types d'ETF : les ETFs d'indices de marchés qui répliquent des indices action (CAC 40, S&P 500), des indices sectoriels ou des indices d'obligations. Ces ETFs sont souvent à destination d'un public moins averti et plus prisé des particuliers qui souhaitent investir.

Les ETFs sur les indices de stratégies sont des ETFs ayant des stratégies complexes afin de suivre les indices boursiers. En conséquence, ces fonds sont à destination d'investisseurs connaisseurs des marchés financiers.



Avec cette facilité et souplesse, les ETFs séduisent de plus en plus d'investisseurs. Depuis le décret n° 2024-151 du 27 février 2024 et l'arrêté du 27 mars 2024, les ETFs à gestion active sont admis à la négociation, permettant à la France de rattraper son retard au niveau européen. Cette évolution permet de laisser penser que les ETFs continueront de se développer, leur offrant ainsi une place importante dans le milieu de l'investissement.

04 - VULGARISATION

LES CONTRATS FINANCIERS

Par Elise Naudon

Les contrats financiers permettent à une personne de transférer à une autre, des risques d'ordre financier, en échange d'une rémunération ou d'un engagement similaire¹. Ils reposent sur un « sous-jacent », qui est un élément négocié sur un marché, tel qu'une marchandise, un taux d'intérêt ou encore une devise. Ils sont utilisés pour se protéger contre un risque ou pour spéculer sur les variations de valeur de ces instruments dans le futur.

Les contrats à terme : les forwards et les futures

Le *forward* est un contrat « sur-mesure » conclu entre deux parties, afin de réaliser une transaction financière à une date future et à un prix prédéterminé. L'acheteur cherche à se protéger contre une variation défavorable du sous-jacent, tandis que le vendeur mise sur une évolution du marché qui lui sera favorable. Le forward s'échange sur des marchés non organisés, ce qui peut limiter sa liquidité et exposer à un risque de défaut de la contrepartie.

Le *future*² est un contrat standardisé qui engage les deux parties à livrer ou recevoir une quantité déterminée d'un actif sous-jacent à une date future fixée et à un prix convenu. Il est négocié sur des marchés organisés, où le prix est déterminé par la confrontation des ordres d'achat et de vente. Pour garantir l'exécution de ces contrats, une chambre de compensation gère les transactions en appliquant un système de « marges ». Ce dispositif impose à chaque partie de verser un dépôt initial, qui sert de garantie et permet de minimiser le risque de défaut.

Les contrats optionnels : les calls et les puts

L'option est un contrat qui confère à l'acheteur un droit – sans obligation – d'acheter (« *call* ») ou de vendre (« *put* ») un sous-

jaçant à un prix déterminé, appelé prix d'exercice, pendant une période et une date précise. En contrepartie, l'acheteur verse une prime au vendeur de l'option, en guise de rémunération. Contrairement aux contrats à terme, l'acheteur d'une option peut choisir de ne pas exercer son droit si les conditions de marché sont défavorables. Toutefois, le vendeur d'une option est tenu de s'exécuter, qu'importe le choix réalisé par l'acheteur. Ainsi, pour l'acheteur, le risque maximal se limite à la prime payée, tandis que pour le vendeur, la perte potentielle peut être significative si le marché évolue défavorablement.

Les contrats d'échange : les swaps

Le *swap*³ est un contrat d'échange de flux financiers, souvent utilisé pour ajuster des structures de financements ou de revenus. Il en existe plusieurs types, toutefois, le swap de taux d'intérêts est une illustration intéressante. Il permet à deux parties de s'échanger des conditions d'intérêts qu'elles ont obtenues, souvent entre un taux fixe et un taux variable.

Ce mécanisme peut répondre aux besoins de deux agents ayant des objectifs de gestion de risques opposés : un établissement bancaire, par exemple, peut échanger ses paiements d'intérêts variables pour des paiements fixes afin de stabiliser ses charges d'intérêts, tandis qu'une entreprise pourrait opter pour l'inverse afin de profiter de taux variables plus avantageux.

¹ S. Praicheux, Instruments financiers à terme : Présentation et analyse juridique des produits dérivés, avril 2019

² A. Ruttiens, Futures, Swaps, Options : Les produits financiers dérivés (5e éd.), Edition Pro Gestion & Management, 30 mars 2021

³ E. Harb, I. Veryzhenko, A. Masset, P. Murat, Finance (2e éd.), Dunod, 17 janvier 2024

05 - VULGARISATION

COMPRENDRE LE LBO

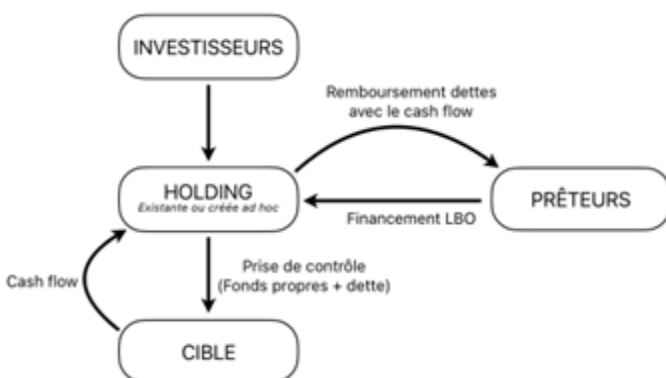
Par Paul Poisson

L'achat avec effet de levier, plus communément appelé LBO (pour *Leverage Buy-Out*) est un mécanisme permettant à des investisseurs de prendre le contrôle d'une société dite cible en ayant un recours massif à l'endettement. Une fois que cet emprunt a été remboursé par les revenus de la société cible, les investisseurs peuvent, entre autres, revendre la société cible et dégager un important bénéfice ou alors conserver le contrôle de la cible.

Il existe différents types de LBO en fonction notamment de la qualité des investisseurs repreneurs qui peuvent être des dirigeants internes (LMBO), des repreneurs externes (LMBI) voire les deux en même temps (BIMBO). Dans tous les cas, trois leviers assurent la réussite théorique de l'opération : le levier financier, le levier juridique et le levier fiscal.

Les investisseurs, souvent réunis en des fonds d'investissement ou société de capital-risque vont d'abord soit constituer une société dite « *holding* », créée spécifiquement pour l'occasion, soit utiliser un holding existant, c'est le levier juridique.

Cette holding va ensuite s'endetter massivement auprès de banques et d'établissements spécialisés, la somme empruntée servant à prendre le contrôle de la société cible. Enfin, la holding va récupérer les cash-flow (dividendes de la cible) et ainsi rembourser les dettes contractées, c'est le levier financier.



L'opération de LBO étant toutefois une opération risquée, la holding fait en sorte de répartir les risques en contractant des dettes aux modalités de remboursement différentes.

De manière générale, l'emprunt nécessaire à l'acquisition se fait par la souscription de dettes dites high yield qui combinent des emprunts classiques garantis entre autres par des nantisements de compte-titres et des cautionnements des dirigeants de la holding ; à des bons de souscription d'actions et autres obligations émises par la holding au profit du prêteur. L'avantage des dettes high yield est qu'elles peuvent répartir le risque sur-mesure en fonction de la volonté des investisseurs, offrant par là une flexibilité recherchée par ceux-ci.

En outre, et toujours dans une optique de limitation des risques, les établissements prêteurs peuvent avoir recours à des syndications. Cette syndication peut être directe, lorsqu'elle implique plusieurs établissements finançant directement la holding emprunteuse, ou indirecte (aussi dite occulte) lorsqu'un seul établissement traite directement avec l'emprunteur mais que cet établissement transfère ensuite, par des conventions de sous-participation, une part du risque et une part de la créance détenue à l'encontre de la holding à d'autres établissements.

Du point de vue fiscal, il existe des régimes de faveur notamment le régime de l'intégration fiscale qui permet une diminution de l'assiette imposable et donc une augmentation corollaire de la rentabilité de l'opération. Par ailleurs, une fusion entre la holding et la cible est également possible afin de réduire les frais fiscaux du LBO.

Revue Juridique du Secteur Financier

MAI 2025



ASSOCIATION DU MASTER SECTEUR FINANCIER
UNIVERSITÉ TOULOUSE CAPITOLE

III LAMY | KARNOV
GROUP
LIAISONS

EN COLLABORATION AVEC LES ÉDITIONS
LAMY LIAISONS

Pour nous aider

La Revue Juridique du Secteur Financier est une revue juridique bénévole.

Si vous souhaitez soutenir notre projet et contribuer à sa pérennité, vous pouvez adresser vos dons libres à l'Association du Master Secteur Financier, 2 Rue du Doyen Gabriel Marty, 31000 Toulouse

La revue est disponible en ligne sur le site :

<https://www.mastersecteurfinancier.fr/la-revue-du-master>