

# Chronique de droit des marchés financiers

Pierre-Henri Conac

*Max Planck Fellow, Max Planck Institute Luxembourg  
Professeur à l'université du Luxembourg*

Bénédicte François

*Professeure à l'université Paris Est-Créteil (UPEC)*

Anne-Catherine Muller

*Professeure à l'École de droit de la Sorbonne (Paris I)*

Johan Prorok

*Maître de conférences à l'université CY Cergy Paris Université,  
membre du LEJEP*

*La chronique de droit des marchés financiers porte sur la période de décembre 2022 à mi-mars 2023. Sur cette période, en ce qui concerne l'information financière, il est à noter un renforcement de la doctrine de l'AMF sur les sociétés qui recourent aux OCABSA qui se révèlent dangereuses pour les investisseurs, surtout particuliers. En matière de gouvernance, on notera la mise à jour du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise pour y intégrer davantage encore la RSE et les enjeux climatiques. S'inscrivant dans le même courant, la commission consultative Climat et finance durable de l'AMF soutient les résolutions climatiques qui ont fait l'objet d'un rapport récent du Haut Comité juridique de la Place financière de Paris (HCJP).*

## I. AMF et ESMA

[...]

## II. Information financière

L'AMF remplit sa mission de protection de l'épargne en modifiant sa doctrine pour alerter les épargnants sur les risques d'investir dans des sociétés qui émettent des OCABSA

AMF, Guide d'élaboration des prospectus et de l'information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers, Position-recommandation DOC-2020-06, Applicable au 14 février 2023.

Le rôle principal de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est de protéger les investisseurs. Cet objectif nécessite pour le superviseur d'agir concrètement et de prendre des risques, y compris en portant des affaires en justice, en dénonçant publiquement certaines pratiques, ou en modifiant sa doctrine pour les encadrer.

L'AMF doit donc être félicitée d'avoir modifié sa position-recommandation DOC-2020-06 « Guide d'élaboration des prospectus et de l'information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers » afin d'attirer l'attention des investisseurs sur les risques liés à certaines techniques de financement différé par actions. Il s'agit

principalement des OCABSA (obligations convertibles en actions avec bon de souscription d'actions). Les OCABSA se composent de deux instruments financiers émis ensemble. Les obligations convertibles en actions (OCA) donnent droit à un nombre d'actions nouvelles calculé en fonction du cours de Bourse à la date de conversion. La mise à jour de la position-recommandation est aussi étendue explicitement aux ORNANE BSA (obligations remboursables en numéraire et en actions nouvelles et existantes avec bons de souscription en actions), les OCEANE BSA (obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes avec bons de souscription en actions) ou encore les ORA BSA (obligations remboursables en actions avec bons de souscription en actions). Il existe aussi des programmes d'augmentation de capital par exercice d'options (PACEO ou *equity lines*). Il s'agit d'un financement par augmentations de capital successives. Ces opérations concernent des sociétés en difficulté qui ne peuvent plus se financer par un crédit bancaire classique ou par voie obligataire.

L'AMF rappelle dans un rapport d'octobre 2022 que « la conversion s'opère à une valeur inférieure au cours de Bourse, ce qui permet à l'investisseur (unique souscripteur de ces obligations) de réaliser une plus-value en revendant l'action très rapidement dans le marché au cours de Bourse »<sup>1</sup>. Dans ce même rapport, l'AMF notait qu'elle avait constaté « ces dernières années une recrudescence des signalements et des réclamations (plus de 250 en 2021 soit une hausse de 232 % par rapport à 2020 et déjà plus de 200 en 2022) émanant de particuliers ayant perdu une partie significative de leur investissement dans des sociétés cotées qui ont recours à des financements sous forme d'*equity lines* ou d'OCABSA (obligation convertible en actions avec bon de souscription d'actions) ». Or, notait le même rapport, « Les actions issues de la conversion des OCA sont revendues très rapidement sur le marché par l'investisseur. Elles peuvent alors être achetées par des investisseurs particuliers. Le marché supporte donc *in fine* les risques associés à ce type de financement : une dilution significative des actionnaires et dans de nombreux cas une forte pression baissière sur le cours de bourse des sociétés concernées. » En conséquence, l'AMF invitait les investisseurs « à être particulièrement vigilants avant de prendre la décision d'investir dans les titres de sociétés cotées qui réalisent des opérations de financement dilutif successives ».

Ces montages sont donc statistiquement très défavorables aux investisseurs et lucratifs pour les intermédiaires à condition de bien gérer le risque. Plus la durée de détention des actions est courte, plus le risque est faible. Il faut également bien gérer le moment de la conversion, si possible lorsque le cours de l'action est haussier, ce qui entraîne ensuite une pression baissière qui ne peut que déplaire aux émetteurs d'autant plus que le remboursement des obligations, dans certains cas, réduit la trésorerie. Certes, la société a obtenu un financement intéressant mais le prix à payer plus tard est considérable. Ce n'est pas pour rien que ces opérations sont qualifiées de « dette de la spirale de la mort ». Il s'agit d'un pacte faustien, qui n'est pas sans utilité, mais

dont le prix est très élevé y compris pour les actionnaires des sociétés qui ont pourtant autorisé ces opérations.

La Commission des Opérations de Bourse (COB) avait en son temps, dans un communiqué de 2001, établi quelques règles au sujet des PACEO<sup>2</sup>. Les banques avaient lancé ce marché avec la Société Générale qui avait réalisé une première *equity line* en 2002 pour la société Genset. Toutefois, les banques se sont retirées du marché depuis l'entrée en vigueur de la réglementation « Bâle III » car les exigences de fonds propres ont augmenté. Elles ont été remplacées par des fonds d'investissement. Deux sociétés sont actives dans le secteur. Il s'agit d'une part de la société Negma Group (ci-après « Negma »), enregistrée dans les îles vierges britanniques et ABO (*Alpha Blue Ocean*), domiciliée à Dubaï.

L'action de l'AMF s'inscrit dans un contexte particulier. Elle s'explique sans doute aussi par un arrêt de la cour d'appel de Paris du 17 janvier 2023 concernant justement la société Negma. Dans cette affaire, la société Biophytis avait émis au profit de Negma des ORNANE avec BSA. Mécontente du fait que les actions émises étaient rapidement revendues, ce qui déprimait le cours, Biophytis avait refusé de rembourser des obligations et avait porté l'affaire devant le tribunal de commerce où elle avait été déboutée. Ceci n'est pas étonnant car les obligations au contrat étaient parfaitement claires. En appel, Biophytis soutenait, parmi d'autres arguments, qu'en raison de la faible durée de détention des actions, Negma fournissait en réalité un service d'investissement de « prise ferme » et devait donc être autorisée et régulée en tant qu'entreprise d'investissement<sup>3</sup>. En l'absence d'une telle autorisation, le contrat était frappé de nullité absolue. L'argumentation était habile en raison de la revente très rapide des actions souscrites. Negma opposait qu'il ne pouvait y avoir de prise ferme en l'absence d'engagement de revente. Il ne s'agissait, selon elle, que d'un contrat de financement.

La cour d'appel de Paris a donné raison à Negma et retient une approche très formaliste. Elle considère notamment que « L'émetteur avait le choix entre un remboursement en numéraire ou en actions excluant ainsi l'existence d'un service de placement ». Certes, mais le remboursement en actions était possible quand même. Par ailleurs, la cour a rejeté l'assimilation des ORNANE avec BSA à une *equity line* car celles-ci consistent à simplement s'engager à souscrire des augmentations de capital par tirages successifs.

Cette analyse n'est pas incontestable. L'opération de prise ferme n'est pas définie en droit européen par la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID)<sup>4</sup>. Elle implique en principe une

(1) AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity line*, oct. 2022.

(2) Communiqué relatif à des projets d'augmentation de capital (*equity line*), 25 juill. 2001, Bull. COB juillet-août. 2001, p. 104.

(3) Paris, 17 janv. 2023, n° 21/05879.

(4) Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JO L 173/349, 12 juin 2014 ; Annexe I, Listes des services, des activités et des instruments financiers, Section A, Services et activités d'investissement. « Prise ferme d'instruments financiers et/ou placement d'instruments financiers avec engagement ferme. ».