

N° 584

# SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2023-2024

Enregistré à la Présidence du Sénat le 7 mai 2024

## RAPPORT

FAIT

*au nom de la commission des finances (1) sur la proposition de loi, adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France,*

Par M. Albéric de MONTGOLFIER,

Sénateur

(1) Cette commission est composée de : M. Claude Raynal, président ; M. Jean-François Husson, rapporteur général ; MM. Bruno Belin, Christian Bilhac, Jean-Baptiste Blanc, Emmanuel Capus, Thierry Cozic, Bernard Delcros, Thomas Dossus, Albéric de Montgolfier, Didier Rambaud, Stéphane Sautarel, Pascal Savoldelli, vice-présidents ; M. Michel Canévet, Mmes Marie-Claire Carrère-Gée, Frédérique Espagnac, M. Marc Laménie, secrétaires ; MM. Arnaud Bazin, Grégory Blanc, Mme Florence Blatrix Contat, M. Éric Bocquet, Mme Isabelle Briquet, M. Vincent Capo-Canellas, Mme Marie-Carole Ciuntu, MM. Raphaël Daubet, Vincent Delahaye, Vincent Éblé, Rémi Féraud, Mme Nathalie Goulet, MM. Jean-Raymond Hugonet, Éric Jeansannetas, Christian Klinger, Mme Christine Lavarde, MM. Antoine Lefèvre, Dominique de Legge, Victorin Lurel, Hervé Maurey, Jean-Marie Mizzon, Claude Nougein, Olivier Paccaud, Mme Vanina Paoli-Gagin, MM. Georges Patient, Jean-François Rapin, Teva Rohfritsch, Mme Ghislaine Senée, MM. Laurent Somon, Christopher Szczurek, Mme Sylvie Vermeillet, M. Jean Pierre Vogel.

Voir les numéros :

Assemblée nationale (16<sup>ème</sup> législ.) : 2321, 2428 et T.A. 290

Sénat : 536, 574 et 585 (2023-2024)



## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
L'ESSENTIEL.....	5
EXAMEN DES ARTICLES .....	19
• <b>ARTICLE 1<sup>er</sup> Faculté de créer des actions à droits de vote multiples lors d'une introduction en bourse et diverses autres dispositions visant à faciliter le financement des entreprises</b> .....	19
• <b>ARTICLE 2 Assouplissement des règles relatives aux fonds communs de placement à risques</b> .....	20
• <b>ARTICLE 2 bis (nouveau) Éligibilité des droits préférentiels de souscription au plan d'épargne en actions</b> .....	30
• <b>ARTICLE 2 ter (nouveau) Assouplissement des critères d'éligibilité des titres d'entreprises cotées au plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire</b> .....	33
• <b>ARTICLE 2 quater (nouveau) Composition de l'actif des fonds communs de placement d'entreprise</b> .....	37
• <b>ARTICLE 2 quinquies (nouveau) Assouplissement des règles de souscription en capital des entreprises solidaires</b> .....	40
• <b>ARTICLE 3 Assouplissement des conditions des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription</b> .....	43
• <b>ARTICLE 4 Extension aux sociétés de gestion de portefeuille de la possibilité de transmettre des documents ou renseignements à des autorités de supervision étrangères</b> .....	44
• <b>ARTICLE 5 Assouplissement des règles relatives à la commercialisation de produits proposés sur des marchés tiers</b> .....	51
• <b>ARTICLE 5 bis (nouveau) Démarchage bancaire et financier pour les plans d'épargne retraite d'entreprise</b> .....	58
• <b>ARTICLE 6 Définition des titres transférables</b> .....	61
• <b>ARTICLE 7 Reconnaissance de la forme électronique des titres transférables</b> .....	76
• <b>ARTICLE 8 Équivalence fonctionnelle entre les titres transférables imprimés et les titres transférables électroniques et convertibilité de ces titres d'un format à l'autre</b> .....	81
• <b>ARTICLE 9 Coordinations</b> .....	87
• <b>ARTICLE 10 Modernisation des modes de réunion et de délibération des assemblées générales et d'autres organes sociaux des sociétés commerciales</b> .....	89
• <b>ARTICLE 10 bis A (nouveau) Renforcement de la garantie des droits des actionnaires minoritaires dans le cadre des assemblées générales</b> .....	90
• <b>ARTICLE 10 bis (nouveau) Simplification de la notion d'intérêt social élargi prise en compte par les organes de la société anonyme</b> .....	91
• <b>ARTICLE 10 ter (nouveau) Diverses mesures d'évolution du droit des sociétés</b> .....	92
• <b>ARTICLE 10 quater (nouveau) Habilitation du Gouvernement à légiférer par ordonnance pour réviser le cadre relatif aux organismes de placement collectif</b> .....	93
• <b>ARTICLE 10 quinquies (nouveau) Renforcement du devoir de signalement des commissaires aux comptes à l'Autorité des marchés financiers</b> .....	104

• <b>ARTICLE 11 Spécialisation de la cour d’appel de Paris en matière d’arbitrage international</b> .....	107
• <b>ARTICLE 11 bis (nouveau) Habilitation à légiférer par ordonnance pour réformer le régime des nullités en droit des sociétés</b> .....	108
• <b>ARTICLE 12 Calcul des indemnités de licenciement des preneurs de risques</b> .....	109
• <b>ARTICLE 13 Application des dispositions de la proposition de loi dans les collectivités d’outre-mer</b> .....	118
• <b>ARTICLE 14 Entrée en vigueur</b> .....	120
<b>TRAVAUX DE LA COMMISSION</b> .....	<b>123</b>
<b>I. AUDITION COMMUNE SUR LE THÈME DE L’ATTRACTIVITÉ FINANCIÈRE DE LA FRANCE (3 AVRIL 2024)</b> .....	<b>123</b>
<b>II. EXAMEN EN COMMISSION (7 MAI 2024)</b> .....	<b>143</b>
<b>RÈGLES RELATIVES À L’APPLICATION DE L’ARTICLE 45 DE LA CONSTITUTION ET DE L’ARTICLE 44 BIS DU RÈGLEMENT DU SÉNAT (« CAVALIERS »)</b> .....	<b>167</b>
<b>LISTE DES PERSONNES ENTENDUES</b> .....	<b>169</b>
<b>LA LOI EN CONSTRUCTION</b> .....	<b>171</b>

## L'ESSENTIEL

Le 26 avril 2024, le directeur général de Total, Patrick Pouyanné, confirmait que le groupe envisageait de déplacer sa cotation principale de Paris à New-York. S'il ne s'agit encore que d'une hypothèse, cette annonce a agi comme un électrochoc sur la place de Paris, pourtant devenue la **première place financière européenne en termes de capitalisation**. Elle montre surtout que d'importants efforts demeurent à faire pour accroître et défendre l'attractivité financière et juridique de la place de Paris, au profit des investisseurs, des acteurs financiers et des entreprises en recherche de capitaux pour financer leur développement.

C'est dans ce contexte que s'inscrit la **proposition de loi n° 534 (2023-2024) visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France**, déposée par le député Alexandre Holroyd et adoptée par l'Assemblée nationale le 10 avril 2024.

La commission des finances, réunie le 7 mai 2024 sous la présidence de Claude Raynal, a examiné le rapport de M. Albéric de Montgolfier sur les **articles 2, 4 à 9, 10 *quater* et 12 à 14** de la proposition de loi, la commission des finances ayant délégué l'examen des articles 1<sup>er</sup>, 3, 10 à 10 *ter*, 11 et 11 *bis* à la commission des lois.

Une **double exigence** a guidé la commission dans ses travaux. La première, s'assurer du **caractère opérationnel des dispositifs** proposés, notamment pour le financement des entreprises et, en particulier, des petites et des moyennes entreprises, principales concernées par les amendements portant article additionnel. La seconde, **préserver un juste équilibre** entre, d'une part, la nécessité de défendre la compétitivité et l'attractivité de la place de Paris et, d'autre part, l'impératif de protéger les investisseurs et les acteurs financiers qui y opèrent. Les **20 amendements** adoptés par la commission, dont 17 du rapporteur, répondent à ces objectifs, avec en particulier :

- un amendement COM-18 à **l'article 2** pour inciter les fonds communs de placement à risques (FCPR) à préparer le plus tôt possible leur liquidation, et ce afin de préserver la liquidité et la rentabilité de l'investissement – un dispositif adopté par le Sénat dans le cadre de l'examen de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants ;
- un amendement COM-31 **supprimant l'habilitation particulièrement large du Gouvernement** à légiférer par ordonnance pour réviser le cadre juridique applicable aux organismes de placement collectif, principal instrument d'intervention sur les marchés financiers (article 10 quater) ;
- **cinq amendements portant article additionnel** pour accroître le financement des entreprises, et notamment des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI) en révisant les critères d'éligibilité au plan d'épargne en actions (PEA) et au PEA-PME (amendements identiques COM-20 et COM-9, et COM-19 et COM-48) ainsi qu'en assouplissant la composition de l'actif des fonds communs de placement d'entreprise (COM-21) ;
- enfin, **six amendements de coordination et de précision** pour s'assurer de l'applicabilité et de l'opérationnalité des dispositions de la proposition de loi.

## I. LA PLACE DE PARIS, DES ATOUS À CONSOLIDER, DES FREINS À LEVER

Dès 2017, la commission des finances s'est intéressée aux conséquences du Brexit pour la place de Paris et a défendu la mise en place d'une **stratégie globale pour y attirer les acteurs financiers cherchant à sécuriser leur accès au marché européen**<sup>1</sup>. Ses préconisations portaient tant sur le cadre juridique applicable aux services financiers que sur le droit des titres ou encore sur l'adaptation du droit du travail. À l'époque, le ministre de l'économie et des finances, M. Bruno Le Maire, avait salué des mesures dont « le Premier ministre [s'est] directement inspiré [...] pour renforcer l'attractivité de la place de Paris »<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> [Rapport d'information n° 574](#) (2016-2017), fait par M. Albéric de Montgolfier au nom de la commission des finances, déposé le 7 juin 2017 – « Places financières : quelle stratégie française face au Brexit ? ».

<sup>2</sup> [Audition de M. Bruno Le Maire](#) par la commission des finances du Sénat, 12 juillet 2017.

---

## Sept ans plus tard, où en est-on ?

---

### A. PARIS VS LONDRES, UN MATCH REMPORTÉ PAR LA FRANCE ?

La place financière de Paris a su pleinement tirer profit du Brexit pour mettre en avant et pour accroître ses **avantages compétitifs** : une base d'émetteurs large (entreprises internationales comme de petite et moyenne capitalisation), des acteurs de marché de premier plan (banques d'investissement, gestionnaires d'actifs), un régulateur expérimenté. Ainsi, en dépit des annonces fréquentes des autorités britanniques quant à l'assouplissement des règles en vigueur à Londres, cette dernière perd du terrain face à Paris.



Pour autant, **ces résultats ne sont pas acquis** : perdurent encore des freins, qui nuisent à la compétitivité de la place de Paris, tels que la faible appétence pour les actions, une décollecte de plus en plus importante sur les valeurs moyennes (segment des PME et des ETI), un droit des sociétés considéré comme plus rigide en France que dans les pays voisins et la fragmentation du marché, difficulté commune aux places financières de l'Union européenne.

### B. PARIS VS LONDRES, UNE OPPOSITION RÉVOLUE ?

La concurrence se joue désormais moins avec Londres qu'avec les autres places de l'Union européenne, et en particulier avec Amsterdam, dont les règles sont plus souples que celles en vigueur à Paris. Le marché européen

---

<sup>1</sup> Open Financial Ecosystem Index, index de référence pour mesurer l'attractivité internationale des places financières.

est de surcroît marqué par trois écueils : le **manque d'appétence pour les actions**, ce qui se traduit par une importation de capitaux étrangers en provenance des États-Unis, **une Union des marchés de capitaux à construire** et une **diminution générale des cotations**, accentuée pour la place de Paris par un risque de « défaite juridique » face à Amsterdam.

---

### **Amsterdam, désormais première concurrente de Paris**

---

Il y a quelques semaines, le fonds de capital-investissement CVC, actionnaire des droits de la Ligue 1 de football et parmi les 10 plus grands fonds de capital investissement au monde, a choisi la place d'Amsterdam pour sa cotation. Les Pays-Bas ont fait le choix d'adopter les règles les plus souples possibles tout en restant dans le cadre des contraintes fixées par le droit européen – cadre qui s'accompagne de dispositions fiscales favorables et d'un coût du travail moins élevé qu'en France.

---

### **Une compétition des places financières qui se déploie à la fois sur le plan fiscal et sur le plan juridique**

---

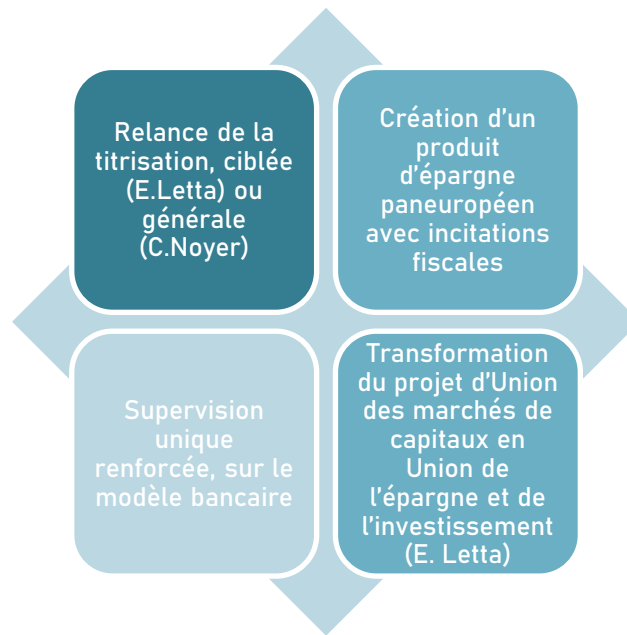
L'Allemagne, la Belgique ou l'Italie se sont relancés dans cette compétition et ont récemment modifié leur législation pour accroître la compétitivité de leur place financière. L'impératif pour la France est de préserver ses atouts compétitifs, en limitant en particulier les freins à l'attractivité financière de la place de Paris : face aux à Amsterdam notamment, **l'enjeu est moins d'attirer des entreprises que de prévenir leur délocalisation aux Pays-Bas.**

#### ***C. SANS RÉACTION EUROPÉENNE, UN RISQUE MAJEUR D'ATTRITION DES FINANCEMENTS DES ENTREPRISES***

Si les dispositions de la présente proposition de loi n'ont pas toutes la même portée ni la même ambition, force est également de reconnaître que l'accroissement de la compétitivité et de l'attractivité des places financières ne relève pas seulement des décisions prises au niveau national, même si les États membres disposent encore de marges de manœuvre.

Néanmoins, dans un contexte où **le marché européen perd rapidement du terrain face au marché américain**, la relance de l'Union des **marchés de capitaux** apparaît comme un enjeu de premier plan. Deux missions ont récemment été confiées à Enrico Letta, au niveau européen, et à Christian Noyer, au niveau français – avec des recommandations proches.





Alors que l'épargne européenne est abondante, plus de 35 000 milliards d'euros, elle ne parvient pas à être suffisamment mobilisée au profit des entreprises ou des investissements de long terme.

## II. LES DISPOSITIONS DE LA PROPOSITION DE LOI : UN PETIT PAS DANS LA BONNE DIRECTION, DES ÉVOLUTIONS À APPROFONDIR

### A. L'INTRODUCTION DES ACTIONS À DROITS DE VOTE MULTIPLE, SEPT ANS APRÈS LA RECOMMANDATION DE LA COMMISSION DES FINANCES

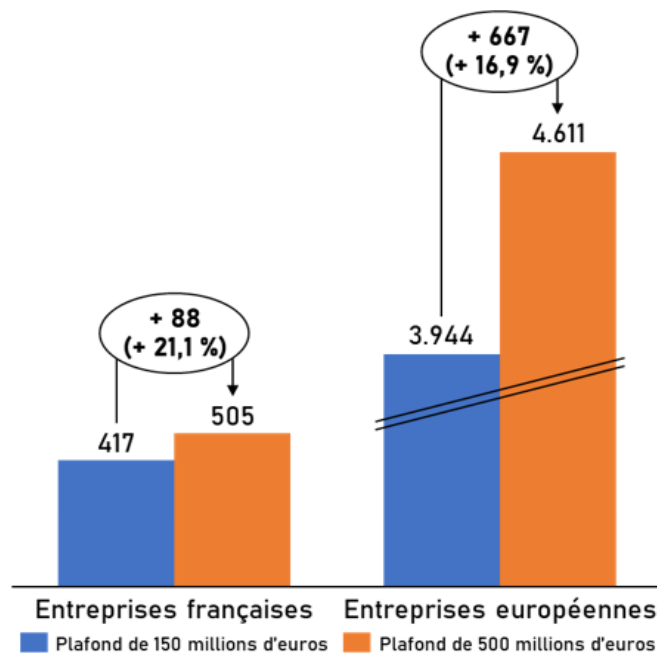
L'article 1<sup>er</sup>, dont l'examen au fond est délégué à la commission des lois, autorise les sociétés qui s'introduisent en bourse à se doter **d'actions à droits de vote multiple**. Sept ans après que la commission des finances du Sénat a osé rompre le « tabou » qui entourait le principe « une action = une voix », **la France est enfin sur le point d'adapter son droit aux besoins des émetteurs**. L'objectif est clair, mettre fin à un handicap de Paris dans les arbitrages des entreprises pour choisir leur première place de cotation.

## B. L'ASSOUPLISSEMENT DE RÈGLES OBSOLÈTES OU QUI ENTRAVENT LE DÉVELOPPEMENT DES ACTEURS FINANCIERS AINSI QUE LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

### 1. Les fonds communs de placement à risques (FCPR)

Les FCPR constituent le véhicule privilégié de **capital investissement** en France, c'est-à-dire de soutien aux entreprises non cotées. L'actif des FCPR est strictement encadré par le législateur et accepte notamment, dans une limite de 20 %, les **titres de sociétés cotées en bourse dont la capitalisation boursière n'excède pas 150 millions d'euros**. L'article 2 relève ce seuil à **500 millions d'euros** : la commission soutient cette disposition qui doit permettre d'assurer un meilleur accompagnement des entreprises tout juste cotées ou en phase de croissance, en leur assurant une plus grande continuité dans leurs financements.

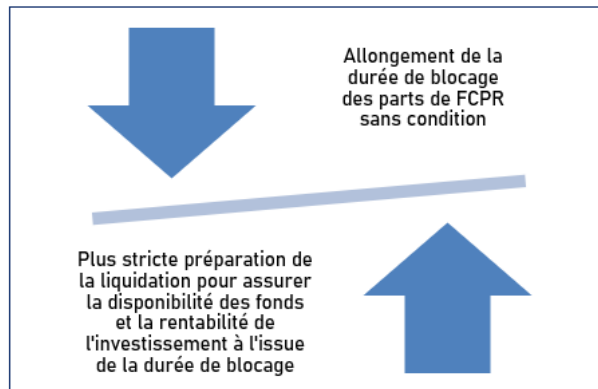
Nombre d'entreprises dont les titres seraient éligibles à l'actif des fonds communs de placement à risques après le relèvement du plafond



Source : commission des finances, d'après les données transmises par la direction générale du Trésor

D'autre part, l'article 2 porte la **durée de blocage des parts de FCPR de 10 ans à 15 ans**. La commission se félicite que l'Assemblée nationale ait repris un **dispositif adopté par le Sénat au mois de janvier 2023**, dans le cadre de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants. Elle a toutefois proposé, à l'instar de ce qui avait été voté par le Sénat, d'aller au bout de cette logique en complétant le dispositif par un **renforcement des**

**obligations de FCPR en matière de préliquidation**, une étape clé pour contribuer à la rentabilité de l'investissement (**amendement COM-18**).



## **2. La transmission d'informations aux autorités de supervision étrangères**

L'article 4 autorise les sociétés de gestion de portefeuille françaises à **transmettre des informations aux autorités de supervision étrangères**. De telles dérogations, déjà prévues pour les infrastructures de marché, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, sont strictement encadrées et subordonnées au respect de trois conditions : l'existence d'un accord de coopération entre l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et leurs homologues, la réciprocité et la protection du secret professionnel dans des conditions analogues à celles prévues dans le cadre français.

## **3. L'assouplissement des règles de commercialisation et de publicité des produits financiers vendus sur des marchés tiers**

L'article 5 procède à une refonte des **règles relatives à la sollicitation du public en vue de la réalisation d'opérations sur un marché étranger**. Concrètement, la sollicitation du public ne sera pas interdite mais la communication promotionnelle par des opérateurs de marché tiers le sera, sauf si ledit marché bénéficie d'une décision de reconnaissance. Dans le cadre de ses travaux, la commission s'est assurée que ces assouplissements ne remettaient pas en cause la protection des investisseurs non professionnels : il relève à cet égard que les règles nationales et européennes relatives à la commercialisation des produits continuent de s'appliquer (transparence, adéquation du produit au client, interdiction de produits dangereux).

#### 4. Le démarchage bancaire et financier pour les plans d'épargne retraite d'entreprise

L'article 5 *bis* vise à étendre l'autorisation de **démarchage bancaire et financier** aux entreprises proposant un plan d'épargne retraite d'entreprise, qu'il soit collectif (PERECO) ou obligatoire (PERO), et aux personnes qu'elles mandatent à cette fin. Si l'extension aux PERECO peut se justifier, il n'en est pas de même pour les PERO ; ces plans étant obligatoires, un démarchage n'apparaît pas nécessaire. Par conséquent, au regard des informations présentées par le rapporteur, la commission a décidé de **limiter l'extension du démarchage bancaire et financier aux seules entreprises proposant un PERECO** ou mandatant une autre entreprise à cet effet (**amendement COM-23**).

#### 5. Légiférer par ordonnance pour réviser le cadre juridique applicable aux organismes de placement collectif (OPC) : une habilitation bien trop large

L'article 10 *quater* porte une demande d'habilitation du Gouvernement à prendre par voie d'ordonnance les mesures relevant du domaine de la loi afin de réviser le cadre juridique applicable aux organismes de placement collectif (OPC). Elle apparaît extrêmement large.

Simplifier les dispositions relatives à la vie sociale des OPC	Moderniser la gouvernance des OPC	Réformer le cadre des opérations des OPC
<ul style="list-style-type: none"><li>• tenue des assemblées</li><li>• harmonisation des calendriers</li><li>• distribution du capital</li><li>• règles de franchissement des seuils</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• composition des organes de gouvernance</li><li>• modalités de réunion</li><li>• répartition des pouvoirs</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• opérations au niveau des compartiments</li><li>• révision du calcul du ratio d'endettement</li><li>• fractionnement des parts et des actions d'OPC</li></ul>

Au regard du champ particulièrement large de l'habilitation et de sa durée (un an), alors même que le Gouvernement ne part pas d'une « page blanche » puisque des travaux ont été menés sur ce sujet par le Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP), avec des propositions de modification « en dur », **la commission a supprimé l'article 10 *quater*** (**amendement COM-31**).

Sur ce même sujet des OPC, la commission a en revanche repris une disposition de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants, relative à l'obligation pour les commissaires aux comptes de

transmettre un signalement à l'AMF lorsqu'ils sont dans l'impossibilité de certifier les comptes de l'OPC (amendement COM-32).

*C. LA DÉMATÉRIALISATION DES TITRES TRANSFÉRABLES, UN ENJEU DE COMPÉTITIVITÉ MAIS DES GAINS À NUANCER POUR LES ENTREPRISES ET POUR LA PARTICIPATION FRANÇAISE AU COMMERCE INTERNATIONAL*

Le titre II, composé des articles 6 à 9, prévoit la dématérialisation des **titres transférables**, c'est-à-dire des documents donnant à leur porteur le droit d'exiger l'exécution d'une obligation qui y est spécifiée et de transférer ce droit par la vente ou la cession du document.

L'article 6 inclut dans ce champ les lettres de change, les billets à ordre, les connaissements maritimes et fluviaux ou encore les polices d'assurance. Les instruments financiers en sont exclus, et la commission a proposé qu'il en soit de même pour **les bons de caisse**, dès lors qu'il s'agit de titres nominatifs et non négociables (amendement COM-25).

L'article 7 prévoit que le transfert ou la modification d'un titre transférable est subordonné aux conditions de mise en œuvre d'une **méthode fiable**, elle-même définie à l'article 8. Celui-ci prévoit ainsi que les titres transférables électroniques ont les mêmes effets que les titres transférables imprimés, sous réserve du respect d'une « **méthode fiable** » par le système électronique qui matérialise le titre. Cette méthode doit permettre d'identifier le titre électronique, d'assurer son unicité et son intégrité ainsi que d'établir le contrôle exclusif du porteur légitime du titre. L'article 9 permet de procéder aux coordinations nécessaires entre les articles 6 à 8 et le droit existant.

### **1. Des gains économiques à nuancer**

La dématérialisation des titres transférables peut indéniablement conduire à des **gains** d'efficacité, en limitant les lourdeurs du commerce international fondé sur le financement documentaire de court terme, c'est-à-dire sur un système par lequel un acteur, le plus souvent une banque, garantit à l'exportateur le paiement de la marchandise par l'importateur.

Chaque transaction internationale nécessite la transmission de



documents et de 240 copies<sup>2</sup>

Selon la Chambre de commerce internationale<sup>1</sup>, il faut de



pour conclure une vente fondée sur l'utilisation d'un connaissance maritime<sup>3</sup> « papier »

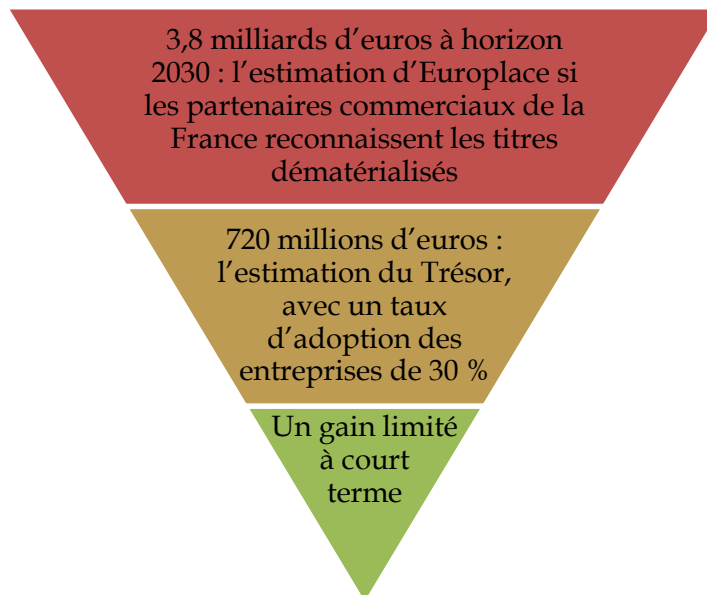
En revanche, il faudrait de



pour conclure cette même vente si le titre était dématérialisé

Toutefois, seul un **faible nombre d'États**<sup>4</sup> a déjà adopté des dispositions similaires, ce qui constitue une limite aux gains escomptés de la dématérialisation des titres.

## 2. Un avantage plus juridique que commercial ou financier



<sup>1</sup> Chambre de commerce internationale, « Défis et opportunités de la digitalisation du commerce international. Livre blanc 2022 ».

<sup>2</sup> Eurolplace, « Accélérer la digitalisation des activités de financement du commerce international », juillet 2023.

<sup>3</sup> Remis au transporteur maritime par l'exportateur, ce titre permet de transférer la propriété des marchandises transportées à l'importateur.

<sup>4</sup> Singapour, Abu Dhabi, le Qatar, le Belize, Kiribati, le Paraguay, la Papouasie-Nouvelle-Guinée ainsi que le Royaume-Uni depuis le mois de novembre 2023. L'Allemagne a voté en 2013 une loi aux effets équivalents.

Si les gains liés à la dématérialisation des titres transférables apparaissent limités à court terme, la commission relève qu'il s'agit également d'un **enjeu de compétition juridique**. C'est par crainte que le Royaume-Uni devienne **prescripteur** sur ce sujet que la France a voulu développer rapidement son propre cadre juridique, afin de pouvoir plus largement diffuser ses normes et d'avoir un effet d'entraînement à l'échelle internationale.

Sur le titre II, la commission a également adopté cinq amendements de précision et de coordination (COM-24, COM-26, COM-27, COM-28 et COM-30) ainsi que deux amendements identiques du rapporteur (COM-29) et du rapporteur pour avis de la commission des lois (COM-62) visant à s'assurer que la méthode fiable permettra d'identifier le titre électronique comme le titre transférable, garantissant ainsi sa singularité.

#### ***D. LE COÛT DU TRAVAIL, UN FREIN À LA COMPÉTITIVITÉ DE LA PLACE DE PARIS ET À LA LOCALISATION DES ACTIVITÉS***

Dès 2017, dans son rapport précité consacré aux places financières et à la stratégie française à adopter face au *Brexit*, la commission des finances relevait **que le droit et le coût du travail constituaient deux aspects majeurs de l'attractivité des places financières**, aspects sur lesquels la place de Paris souffrait d'un « *handicap concurrentiel* », du fait notamment du niveau des prélèvements sur le travail payés par les employeurs du secteur financier pour les salariés qualifiés.

---

### **Le coût du travail, un désavantage compétitif de la France régulièrement mis en avant par les acteurs de la place**

---

La commission avait également relevé une deuxième caractéristique défavorable à la place de Paris : **la faible prévisibilité du coût des licenciements**, dès lors, qu'au moment de la publication de ce rapport, aucun barème n'encadrerait les indemnités susceptibles d'être prononcées par le juge. Les entreprises du secteur financier sont **particulièrement exposées aux coûts des licenciements économiques** compte tenu du caractère cyclique de leurs activités et du très haut niveau de rémunération de certaines professions.

Sept ans après, le montant des prélèvements sociaux et le coût des licenciements demeurent des **préoccupations majeures**, ainsi que la commission a pu le constater lors de la table ronde qu'elle a organisée le

3 avril 2024<sup>1</sup>. Pour citer le délégué général d'Eurolplace, « *concernant les licenciements ou les ruptures conventionnelles, les dispositions françaises sont très peu compétitives pour les hauts salaires.* »

---

## **Un coût de licenciement qui peut varier d'un à dix entre la France et le Royaume-Uni**

---

Une limitation a toutefois été mise en place : pour les personnels dits « **preneurs de risques** », la partie de leur rémunération variable qui peut être réduite ou donner lieu à restitution n'est pas retenue dans le calcul des indemnités de licenciement. Il s'agit donc d'une mesure dérogatoire. **Les preneurs de risques sont définis au niveau européen** : un membre du personnel d'un établissement financier est un preneur de risque s'il respecte l'un des critères qualitatifs définis par le règlement délégué (fonctions occupées) ou l'un des critères quantitatifs (niveau de rémunération). **L'article 12** actualise la référence au droit européen, ce qui conduit à élargir les preneurs de risques concernés par cette modalité de calcul dérogatoire des indemnités de licenciement<sup>2</sup>.

Le rapporteur, s'il estime cet ajustement bienvenu, regrette le **manque d'ambition du Gouvernement** sur ce sujet, pourtant identifié de longue date. L'examen de la proposition de loi aurait dû conduire à une analyse plus approfondie des **conditions de faisabilité d'un plafonnement global des indemnités de licenciement des preneurs de risques**, en lien avec le Parlement. La réflexion doit se poursuivre en vue de la séance publique.

### ***E. EN COMPLÉMENT, DES MESURES PROPOSÉES PAR LA COMMISSION POUR ACCROÎTRE LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES, ET EN PARTICULIER DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES***

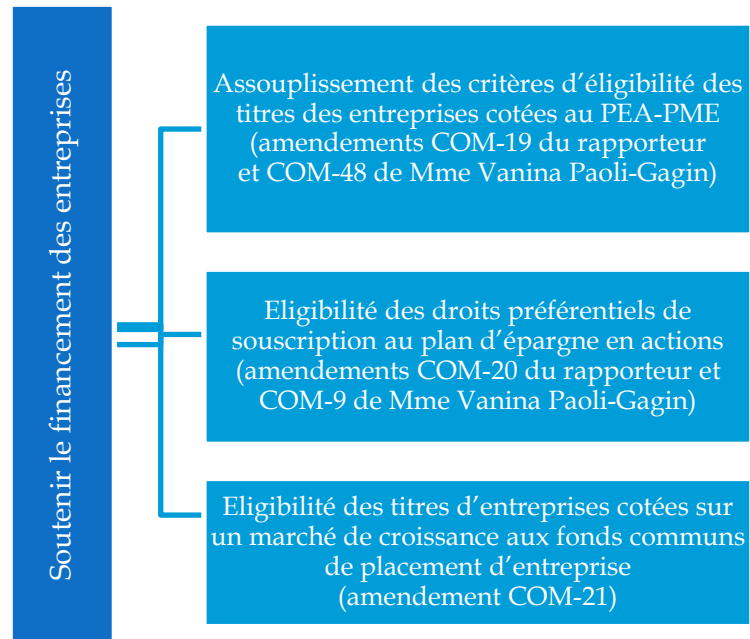
Dans un contexte où l'épargne européenne est peu mobilisée au profit des entreprises européennes, la France ne faisant pas exception, **il importe de prendre des mesures de nature à lever ces obstacles**. C'est en effet bien l'épargne de long terme investie en actions qui permet de soutenir le financement en capital des entreprises, et donc leurs capacités à investir, à conduire leur transition écologique ou encore à innover.

---

<sup>1</sup> Commission des finances, [Audition de Mme Marie-Anne Barbat-Layani, présidente de l'Autorité des marchés financiers et de MM. Didier Martin, membre expert honoraire du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, et Jean-Charles Simon, délégué général d'Eurolplace, sur le thème de l'attractivité financière de la France, 3 avril 2024.](#)

<sup>2</sup> Sont désormais inclus les personnels exerçant des fonctions de direction dans le domaine des affaires publiques, de la solidité des politiques et des procédures comptables, de la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme ou des accords d'externalisation.





La commission a également adopté un **amendement COM-22** afin d'assouplir les règles de souscription en capital des entreprises solidaires.

Enfin, s'agissant des dispositions finales prévues aux articles 13 (application des dispositions de la proposition de loi en outre-mer) et 14 (entrée en vigueur différée de certaines dispositions), la commission a adopté un amendement de coordination (COM-33) et un amendement de précision (COM-34).



## EXAMEN DES ARTICLES

### ARTICLE 1<sup>er</sup>

#### **Faculté de créer des actions à droits de vote multiples lors d'une introduction en bourse et diverses autres dispositions visant à faciliter le financement des entreprises**

L'examen de cet article a été délégué au fond à la commission des lois<sup>1</sup>.

À l'initiative de son rapporteur **Louis Vogel**, la commission des lois a adopté **six amendements rédactionnels et de précision** (COM-50, COM-52, COM-53, COM-54, COM-56 et COM-57) ainsi que **trois amendements** visant à :

- harmoniser les ratios des droits de vote attachés aux actions de préférence sur les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation à 25 pour 1 (COM-51). Si ce ratio était prévu pour les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un système multilatéral de négociation, aucun ne l'était pour les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé ;

- élargir la liste des résolutions au titre desquelles les actions de préférence ne donnent droit qu'à une seule voix (COM-55) ;

- renvoyer à un décret en Conseil d'État la définition des exigences de transparence applicables au recours aux actions de préférence (COM-58).

Dès 2017, la commission des finances avait recommandé d'assouplir le droit des titres par l'introduction d'actions à droits de vote multiples, afin de répondre aux besoins des émetteurs<sup>2</sup>. S'il a fallu sept ans pour que le pas soit franchi, elle se félicite de cette adaptation du droit, à même de renforcer la compétitivité de la place de Paris face aux autres places financières internationales.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

<sup>2</sup> [Rapport d'information n° 574](#) (2016-2017), fait par M. Albéric de Montgolfier au nom de la commission des finances, déposé le 7 juin 2017 - « Places financières : quelle stratégie française face au Brexit ? ».

*ARTICLE 2*

**Assouplissement des règles relatives aux  
fonds communs de placement à risques**

Le présent article procède à deux modifications du cadre régissant les fonds communs de placement à risques (FCPR).

D'une part, les règles d'investissement des FCPR seraient assouplies. La composition de l'actif de ces fonds est encadrée par la loi : si les FCPR ont principalement vocation à soutenir des sociétés non cotées, ils peuvent aussi, dans la limite de 20 % de leur actif, disposer d'actions de sociétés dont la capitalisation boursière n'excède pas 150 millions d'euros. Le présent article relève ce plafond à 500 millions d'euros. La commission considère que ce relèvement est de nature à permettre d'assurer un meilleur suivi des entreprises en portefeuille et de donner une plus grande flexibilité d'investissement aux FCPR, au bénéfice des jeunes entreprises et des entreprises à forte croissance.

D'autre part, la durée maximale de blocage des parts de FCPR serait portée de 10 ans à 15 ans. La commission se félicite que l'Assemblée nationale ait repris un dispositif adopté par le Sénat au mois de janvier 2023, dans le cadre de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants. À l'initiative de son rapporteur, elle a adopté un amendement COM-18 afin de le compléter, à l'instar de ce qui était prévu dans la proposition de loi précitée : l'allongement de la durée de blocage des parts est complémentaire d'un renforcement des obligations des FCPR en matière de préparation de leur liquidation, étape qui a un impact sur la rentabilité des investissements.

La commission a adopté cet article ainsi modifié.

## I. LE DROIT EXISTANT : LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT À RISQUES, UN INSTRUMENT DU CAPITAL INVESTISSEMENT AU SERVICE DES ENTREPRISES EN CROISSANCE

### A. DES FONDS OUVERTS AUX INVESTISSEURS NON PROFESSIONNELS POUR SOUTENIR LES ENTREPRISES

#### 1. Les fonds communs de placement à risques, une catégorie particulière de fonds d'investissement alternatifs

Les organismes de placement collectif (OPC) désignent les sociétés financières dont la fonction consiste à placer les capitaux collectés auprès du public sur les marchés financiers. Juridiquement, un OPC peut prendre la forme :

- d'un **fonds commun de placement**, à savoir une copropriété d'instruments financiers qui émet des parts. L'investisseur n'est pas un actionnaire et n'a pas de droit de vote ;

- d'une **société d'investissement à capital variable** (Sicav), à savoir une société anonyme ou une société par actions simplifiées à capital variable qui émet des actions au fur et à mesure des demandes de souscription. L'investisseur est alors un actionnaire.

Le cadre européen distingue deux grands types d'OPC :

- les **organismes de placement collectif en valeurs mobilières** (OPCVM), qui relèvent de la directive consolidée sur les OPCVM, dite « directive UCITS 4 »<sup>1</sup>. Aux termes de l'article 1<sup>er</sup> de la directive, l'objet exclusif des OPCVM est le placement collectif en valeurs mobilières ou dans d'autres **actifs financiers liquides** ;

- les **fonds d'investissement alternatifs** (FIA), qui relèvent de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, dite « directive AIFM »<sup>2</sup>. **Les FIA regroupent l'ensemble des fonds ne relevant pas de la qualification d'OPCVM au sens de la directive UCITS 4** (article L. 214-24 du code monétaire et financier).

Les **fonds communs de placement à risques** (FCPR) relèvent de la catégorie des FIA, à l'instar de l'ensemble des fonds de capital investissement, destinés à soutenir en majorité des entreprises non cotées en bourse, par des prises de participation. Ils sont accessibles aux **investisseurs non professionnels**, c'est-à-dire aux particuliers.

---

<sup>1</sup> [Directive 2009/65/CE](#) du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

<sup>2</sup> [Directive 2011/61/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

Les FCPR constituent le **véhicule privilégié du capital investissement en France** et se décomposent en trois catégories :

- les FCPR de « droit commun » ;
- les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), investis à hauteur de 60 % minimum en titres de sociétés innovantes non cotées en bourse ;
- les fonds d'investissement de proximité (FIP), investis à hauteur de 60 % minimum en titres de PME non cotées en bourse.

## **2. Un encadrement strict de la composition de l'actif des fonds communs de placement à risques**

La **composition de l'actif des FCPR** est encadrée par les dispositions de l'article L. 214-28 du code monétaire et financier (CMF), afin de garantir que les fonds répondent bien aux objectifs qui lui sont assignés et pour lesquels les investisseurs ont décidé d'en acquérir des parts.

Un FCPR doit ainsi être constitué à au moins 50 % de titres associatifs, de titres participatifs ou de titres de capital de sociétés, ou donnant accès au capital de sociétés, qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers. Il s'agit donc de **titres de sociétés non cotées**. **L'actif peut également comprendre :**

- dans la limite de 15 %, les avances en compte courant consenties, pour la durée de l'investissement réalisé, à des sociétés dans lesquelles le fonds détient au moins 5 % du capital ;

- des droits représentatifs d'un placement financier dans une entité constituée dans un État membre de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) dont l'objet principal est d'investir dans des sociétés dont les titres de capital ne sont pas cotés ;

- **dans la limite de 20 %, des titres de capital, ou donnant accès au capital, de sociétés cotées dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros** – cet assouplissement ayant été introduit en 2005<sup>1</sup>. Ces titres peuvent être pris en compte pour le calcul du quota précité de 50 %.

En pratique, ces limites sont vérifiées lors des inventaires semestriels de l'actif du FCPR.

---

<sup>1</sup> Article 38 de la [loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004](#) de finances pour 2005.

### **L'appréciation de la capitalisation boursière d'une société**

La capitalisation boursière d'une société est exprimée par le produit du nombre de ses titres de capital admis à la négociation à l'ouverture du jour de négociation précédant celui de l'investissement par la moyenne des cours d'ouverture des soixante jours de négociation précédant celui de l'investissement. Le jour de l'investissement s'entend du jour d'acquisition ou de souscription par le FCPR de titres de capital admis à la négociation.

Des règles spécifiques sont prévues en cas d'investissement le jour de l'introduction en bourse de la société ou le jour de l'admission à la négociation de nouveaux titres de la société (augmentation de capital, fusion, scission ou apport partiel d'actifs).

*Source : décret n° 2006-1726 du 23 décembre 2006 relatif à l'aménagement des règles d'investissement des sociétés de capital-risque et des fonds communs de placement à risques ainsi que des règles d'éligibilité à l'actif des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et modifiant le code monétaire et financier (partie réglementaire) ainsi que l'annexe II au code général des impôts*

Lorsqu'une entreprise dont les titres figurent à l'actif d'un FCPR dépasse le seuil de capitalisation boursière de 150 millions d'euros, les titres de cette entreprise ne peuvent pas être pris en compte pour apprécier le respect du quota de 50 %<sup>1</sup>. De plus, le gestionnaire du fonds ne peut par définition plus réinvestir dans l'entreprise, en achetant de nouveaux titres ou actions, et peut, dans certains cas, devoir **liquider ses participations dans l'entreprise concernée**, du fait du franchissement du seuil.

Le règlement du fonds doit par ailleurs fixer un délai avant l'expiration duquel **les porteurs de part ne peuvent pas demander leur rachat**, ce délai ne pouvant excéder 10 ans. Il peut également prévoir une ou plusieurs périodes de souscription à durée déterminée.

### **B. DES ÉVOLUTIONS RÉCENTES POUR ENCOURAGER LE DÉVELOPPEMENT DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT À RISQUES**

#### **1. Favoriser l'éligibilité des fonds communs de placement à risques au plan d'épargne en actions**

La commission des finances défend depuis plusieurs années l'impératif de tenir compte de la **nature spécifique des fonds de capital investissement** et de faire davantage **connaître ces produits auprès des épargnants**, y compris par le biais de véhicules plus traditionnels tels que le plan d'épargne en actions (PEA). Les FCPR permettent en effet de mobiliser l'épargne au profit de l'amorce, du développement et de l'expansion des jeunes entreprises.

---

<sup>1</sup> Des exceptions sont prévues en cas de première cotation.

S'agissant par exemple de leur éligibilité au PEA, produit assorti d'un régime fiscal favorable pour inciter les épargnants français à investir dans des titres d'entreprises<sup>1</sup>, le Sénat avait adopté le 31 janvier 2023, dans le cadre de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants<sup>2</sup>, un assouplissement de ces règles d'éligibilité. En l'espèce, il s'agissait de **donner du temps supplémentaire aux FCPR** pour qu'ils adaptent la composition de leur actif et se conforment aux exigences demandées aux fonds pour être éligibles au PEA. Le Sénat avait ainsi proposé de donner cinq ans aux FCPR pour faire en sorte que les titres et les actions de sociétés représentent au moins 75 % de leur actif, condition d'éligibilité au PEA.

Cette tolérance avait été reprise et de nouveau adoptée par le Sénat dans le cadre de l'examen du **projet de loi relatif à l'industrie verte**<sup>3</sup>, dont un volet visait à encourager les FCPR à être qualifiés de fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF), qui ont vocation à mobiliser des financements à long terme en faveur de la croissance durable. L'Assemblée nationale avait conservé cet assouplissement<sup>4</sup>.

## **2. Une proposition de la commission des finances dès janvier 2023 : allonger la durée de blocage des parts de fonds communs de placement à risques**

Dans le cadre de la proposition de loi précitée tendant à renforcer la protection des épargnants, la commission des finances a proposé **d'allonger de 10 ans à 15 ans la durée de blocage maximale des parts des investisseurs dans les FCPR**. L'objectif était double : encourager le développement de ces fonds de capital investissement tout en préservant les gardes fous mis en place pour les épargnants.

Dans certains secteurs économiques, 10 ans est une durée insuffisante pour permettre aux sociétés de gestion de déployer leur stratégie d'investissement et pour dégager une plus-value sur investissement pour les porteurs de part. **Le Sénat avait donc adopté un dispositif portant cette durée maximale à 15 ans**, en ouvrant cet allongement aux seuls fonds destinés à investir dans des secteurs où, dès l'origine, le cycle économique ne permet pas une rentabilité de l'investissement dans un délai de 10 ans (par exemple les *biotechs* ou les *deeptechs*). Les conditions d'application (justification du délai,

---

<sup>1</sup> Aux termes du 5 bis de l'article 157 du code général des impôts, les produits et les plus-values procurés par les placements effectués dans le cadre d'un plan d'épargne en actions sont exonérés d'impôt sur le revenu si aucun retrait ou rachat n'est intervenu sur le plan pendant cinq ans.

<sup>2</sup> Article 5 bis de la [proposition de loi n° 586](#) (2021-2022) tendant à renforcer la protection des épargnants, déposée par MM. Jean-François Husson et Albéric de Montgolfier le 28 mars 2022.

<sup>3</sup> Voir le commentaire de l'article 18, [Avis n° 727](#) (2022-2023) sur le projet de loi relatif à l'industrie verte, fait par Mme Christine Lavarde, au nom de la commission des finances, 13 juin 2023.

<sup>4</sup> Article 39 de la [loi n° 2023-973](#) du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte.



informations des investisseurs) étaient renvoyées au règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

En complément de **l'allongement de la durée de blocage des parts**, pour équilibrer le dispositif, de nouvelles obligations avaient été prévues afin d'inciter les FCPR à **préparer le plus tôt possible leur liquidation**, c'est-à-dire la préparation de la répartition de l'actif entre les différents investisseurs. Aucune obligation n'est en effet prévue dans la loi, ce qui conduit certaines sociétés de gestion à ne débiter que tardivement leurs travaux de préliquidation et de liquidation, rendant d'autant plus difficile le respect du délai de blocage des parts et donc, *in fine*, le déblocage des fonds pour les investisseurs, ce qui peut également avoir un impact sur la rentabilité de l'investissement.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : UN ASSOUPPLISSEMENT DES RÈGLES D'INVESTISSEMENT DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT À RISQUES

Le présent article modifie le 1° du III de l'article L. 214-28 du code monétaire et financier (CMF) afin de **porter de 150 à 500 millions d'euros le plafond de capitalisation boursière des sociétés cotées dont les titres peuvent figurer à l'actif d'un FCPR**.

Il convient de noter que la part maximale des titres d'entreprises cotées pouvant figurer à l'actif d'un FCPR n'est pas modifiée puisque la limite serait toujours de 20 % de l'actif.

## III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE : LA REPRISE DU DISPOSITIF ADOPTÉ PAR LE SÉNAT CONCERNANT LE BLOCAGE DES PARTS DE FONDS COMMUNS DE PLACEMENT À RISQUES

À l'initiative du député Paul Midy, l'Assemblée nationale a adopté en séance publique<sup>1</sup> un amendement visant à modifier l'article L. 214-28 du CMF afin de **porter de 10 à 15 ans la durée maximale en deçà de laquelle les porteurs de parts ne peuvent pas demander le rachat de celles-ci**.

Ce dispositif reprend donc celui voté par le Sénat dans le cadre de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants, en ouvrant toutefois à **tous les FCPR** la possibilité de prévoir une durée de blocage des parts de 15 ans, sans condition liée aux secteurs économiques dans lesquels ils interviennent.

---

<sup>1</sup> Aucun amendement n'a été adopté au stade de l'examen en commission.

#### IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : DES AJUSTEMENTS NÉCESSAIRES POUR SOUTENIR LES ENTREPRISES EN CROISSANCE ET ASSOULIR LES RÈGLES RELATIVES AUX FONDS COMMUNS DE PLACEMENT À RISQUES

La commission considère que **les deux ajustements apportés au cadre régissant les fonds communs de placement à risques (FCPR) sont opportuns**, bien qu'ils ne permettront vraisemblablement pas d'accroître significativement la taille des FCPR et la part d'épargne disponible qui leur est allouée, de quelques pourcentages aujourd'hui.

##### A. ACCOMPAGNER LES ENTREPRISES EN PHASE DE CROISSANCE

Le relèvement du plafond de capitalisation boursière des entreprises dont les titres sont éligibles aux FCPR permettra à ces fonds d'**accompagner sur une durée plus longue les entreprises cotées à forte croissance**. Les entreprises tout juste introduites en bourse ou dont la capitalisation est encore faible ont généralement besoin d'un accompagnement sur un temps assez long pour **stabiliser le cours et continuer à rassurer le marché**. La présence d'un investisseur de long terme envoie un signal positif au marché, alors que les entreprises récemment cotées peuvent être soumises à davantage de fluctuations et être plus sensibles aux évolutions du marché.

Par ailleurs, en l'état du droit, si un FCPR a investi dans une entreprise, que celle-ci décide de s'introduire en bourse, et que sa valorisation excède 150 millions d'euros, alors, d'une part, **le FCPR ne peut plus acheter de titres de l'entreprise pour continuer à soutenir sa croissance et pour lui assurer un financement « certain »** et, d'autre part, il peut être obligé de vendre ses participations. Le plafond actuel limite donc le développement des fonds *crossovers*, qui ont justement vocation à accompagner le financement des entreprises en phase de pré-introduction en bourse.

Relever le seuil devrait permettre **d'assurer un meilleur suivi des entreprises en portefeuille, donner une plus grande flexibilité aux FCPR et d'assurer une plus grande continuité dans les financements auxquels ont accès les entreprises** à faible capitalisation. En effet, pour les entreprises dont la capitalisation est comprise entre 150 et 500 millions d'euros, il peut être difficile de trouver des financements si elles n'ont plus accès aux FCPR, et en particulier aux fonds qui ont pu les soutenir avant la cotation.

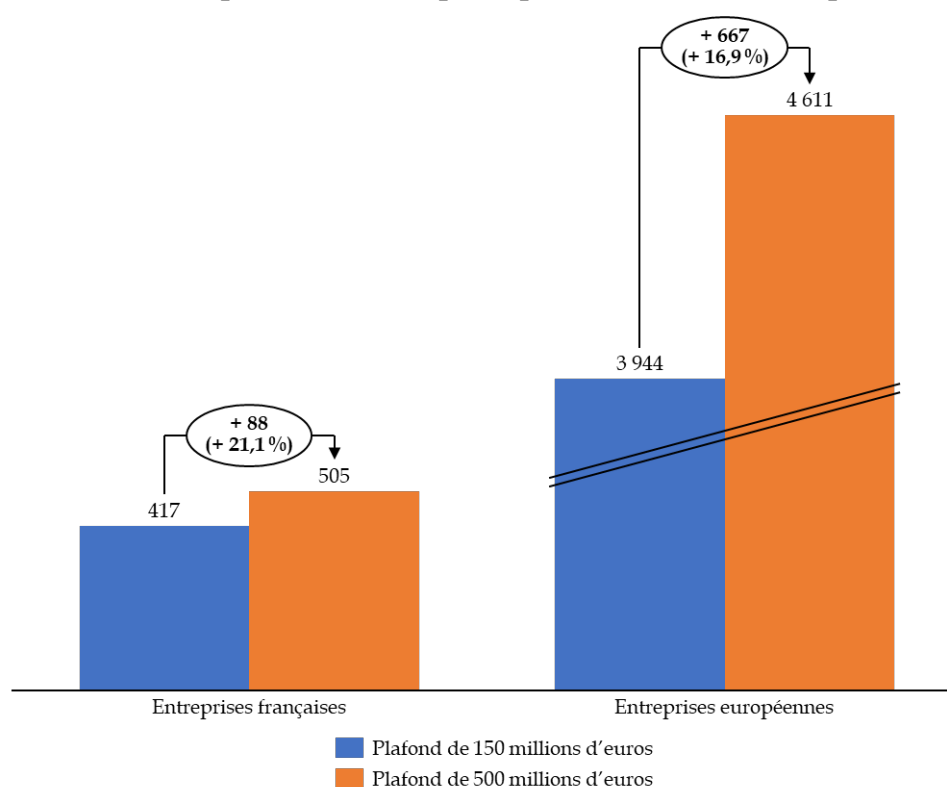
Lors de ses travaux, le rapporteur s'est interrogé sur deux éléments : l'opportunité d'avoir fixé le **relèvement du plafond à 500 millions d'euros** et les effets attendus quant aux **stratégies d'investissement des FCPR**, l'objectif n'étant pas de les détourner des plus petites entreprises.

Sur le plafond tout d'abord, il convient de relever que **le seuil de 150 millions d'euros a été fixé en 2005, sans avoir été actualisé depuis**.

Le relèvement à 500 millions d'euros, s'il s'établit à un niveau supérieur à une stricte indexation sur l'inflation, s'inscrit en complément d'instruments financiers qui acceptent des titres de sociétés avec des capitalisations boursières plus élevées pour favoriser l'investissement dans les entreprises en croissance ou dans les petites et moyennes entreprises (PME). Le plafond est par exemple d'un milliard d'euros pour le PEA-PME (cf. *commentaire de l'article 2 bis*), de 1,5 milliard d'euros pour les fonds européens d'investissement de long terme et de deux milliards d'euros pour les fonds labellisés « Relance ».

D'après les données communiquées par France Invest au rapporteur, sur les 388 sociétés éligibles au PEA-PME, **93 % disposent d'une capitalisation boursière inférieure à 500 millions d'euros**. Relever le plafond à ce niveau-là permet donc de couvrir une très grande partie de ces entreprises, qui ne disposent sinon pas d'outils dédiés.

#### Nombre d'entreprises<sup>1</sup> dont les titres seraient éligibles à l'actif des fonds communs de placement à risques après le relèvement du plafond



Source : commission des finances, d'après les données transmises par la direction générale du Trésor

<sup>1</sup> Selon la capitalisation boursière des entreprises en 2022.

Les informations recueillies par le rapporteur tendent à montrer que le relèvement du plafond de capitalisation boursière à 500 millions d'euros ne devrait **pas fondamentalement changer les stratégies d'investissement des FCPR**. Les entreprises dont les titres seraient éligibles ont des caractéristiques proches, en particulier en termes de liquidité.

En revanche, France Invest estime que relever le plafond à un niveau plus élevé pourrait conduire les FCPR à **modifier leur stratégie d'investissement et à s'éloigner de leur objectif premier**, à savoir soutenir l'amorce, le développement et la croissance des PME et des jeunes entreprises – un avis que le rapporteur partage.

#### ***B. ASSOUPLIR LE CADRE DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT À RISQUES POUR TENIR COMPTE DE LEURS SPÉCIFICITÉS***

La commission **soutient également l'allongement de la durée maximale de blocage des parts de FCPR de 10 ans à 15 ans**, s'agissant d'une mesure qu'elle avait proposée dans le cadre de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants et que le Sénat avait ensuite adoptée. Le rapporteur s'est interrogé sur la nécessité de prévoir, à l'instar du dispositif voté au mois de janvier 2023, un **encadrement de cet allongement**, en le réservant aux FCPR destinés à investir dans des secteurs économiques dont le cycle économique ne permet pas une rentabilité de l'investissement en 10 ans.

D'après les informations transmises au rapporteur, les réflexions sur ce dispositif se sont poursuivies après l'adoption par le Sénat de la proposition de loi précitée. France Invest a ainsi indiqué au rapporteur qu'un blocage plus long des parts pourrait s'avérer utile pour les FCPR investissant dans divers secteurs économiques et destinés à certaines enveloppes pour l'assurance vie et les plans d'épargne retraite d'entreprise. Il pourrait en outre s'avérer complexe de distinguer entre les différents secteurs. Le rapporteur a conclu de ces éléments complémentaires qu'il apparaissait opportun de **laisser une marge de manœuvre aux FCPR et aux sociétés de gestion pour déterminer la durée de blocage des fonds** – la disposition étant conforme à l'esprit de celle votée par le Sénat.

Le **dispositif apparaît toutefois incomplet sur un point, celui des obligations des fonds et des sociétés de gestion quant à la préparation de leur liquidation**, ce qui a ensuite un impact sur la disponibilité et sur la rentabilité des investissements. À l'initiative du rapporteur, la commission a donc adopté l'**amendement COM-18** afin de renforcer le cadre juridique en la matière, en inscrivant dans la loi l'obligation pour le règlement du FCPR de prévoir son entrée en phase de préliquidation ainsi que l'obligation, pour la société de gestion du fonds, de prendre les mesures nécessaires pour préparer la cession à venir des actifs du fonds, en tenant compte de la nature et de la maturité des titres détenus.

Ces obligations composaient, dans le dispositif précité adopté par le Sénat, le pendant de l'allongement de la période durant laquelle les porteurs de parts ne peuvent pas demander leur rachat. Elles sont complémentaires de ce qui pourrait être prévu dans le cadre de la **révision du régime juridique applicable aux organismes de placement collectif**, pour laquelle le Gouvernement souhaite procéder par ordonnance (cf. *commentaire de l'article 10 quater*).

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

ARTICLE 2 bis (nouveau)

**Éligibilité des droits préférentiels de souscription  
au plan d'épargne en actions**

Le présent article, introduit par les amendements COM-20 du rapporteur et COM-9 rectifié *ter* de Mme Vanina Paoli-Gagin, prévoit que les droits préférentiels de souscription (DPS) et les bons de souscription d'actions (BSA) sont éligibles au plan d'épargne en actions (PEA).

La non éligibilité au PEA des BSA et des DPS attachés à des actions détenues dans le cadre d'un PEA fait partie des difficultés abordées par le groupe de travail sur le PEA mis en place par l'Autorité des marchés financiers au mois de septembre 2022. Reprenant l'une des propositions de ce groupe, qui a rendu ses conclusions au mois d'avril 2023, la commission propose ainsi de modifier le code monétaire et financier afin de rendre les BSA et les DPS éligibles au PEA.

La commission a adopté cet article.

**I. LE DROIT EXISTANT : L'ÉLIGIBILITÉ DES DROITS PRÉFÉRENTIELS DE SOUSCRIPTION AU PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS, UNE TOLÉRANCE ADMINISTRATIVE ET UNE APPRÉCIATION AU CAS PAR CAS**

**A. LE PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS, PRODUIT FINANCIER DE SOUTIEN AUX ENTREPRISES**

Le **plan d'épargne en actions** (PEA) est un produit permettant aux épargnants dont le domicile fiscal est situé en France de **se constituer un portefeuille en actions** investies directement ou *via* des fonds : 5,2 millions de PEA étaient ouverts à la fin de l'année 2022, pour un encours total de près de 101 milliards d'euros (112 milliards d'euros à la fin de l'année 2021)<sup>1</sup>. Chaque personne ne peut être titulaire que d'un PEA, avec un plafond des encours de 150 000 euros, hors gains réalisés depuis l'ouverture du plan.

**Sont éligibles au PEA**, en acquisition directe :

- les actions cotées ou, sous certaines conditions, les actions non cotées, les certificats d'investissement, les certificats de coopératives d'investissement, les certificats mutualistes, les parts de société à responsabilité limitée (SARL), les titres de capital de sociétés coopératives. Les

<sup>1</sup> Banque de France, [Statistiques sur le plan d'épargne en actions et les PEA-PME](#), 13 juin 2023.

sociétés émettrices de ces titres doivent disposer de leur siège dans l'Union européenne ou dans un État de l'Espace économique européen (1° du I de l'article L. 221-31 du code monétaire et financier [CMF]) ;

- les parts de placements collectifs (actions de sociétés d'investissement à capital variable, fonds communs de placement, organismes de placement collectif en valeurs mobilières) investis au moins à 75 % en actions et titres de sociétés ayant leur siège dans l'Union européenne ou dans un État de l'EEE (2° du I de l'article L. 221-31 du CMF).

Destiné à favoriser le soutien à l'économie française et européenne, le PEA bénéficie de conditions fiscales avantageuses : l'article 157 du code général des impôts (CGI) dispose ainsi que les **produits et les plus-values procurés par les placements effectués dans le cadre d'un PEA ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu si aucun retrait n'est intervenu sur le plan pendant cinq ans**, les produits et les plus-values demeurant toutefois soumis aux prélèvements sociaux (17,2 %)<sup>1</sup>. **Le même régime fiscal et social s'applique aux dividendes capitalisés sur le PEA**, sous la condition des cinq ans de détention (article 150-0 A du CGI).

#### **B. LE PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS, OBJET DE NOMBREUSES SAISINES DU MÉDIATEUR DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS**

En 2021, les réclamations d'épargnants concernant le PEA sont devenues le premier motif de saisine du médiateur de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Face à ce constat, l'AMF a décidé de mettre en place au mois de septembre 2022 un **groupe de travail de Place**, qui a rendu ses conclusions au mois d'avril 2023<sup>2</sup>. Les difficultés soulevées par la non-éligibilité des droits préférentiels de souscription (DPS) au PEA ont fait partie des thématiques abordées lors de ces travaux.

Aux termes de l'article L. 225-132 du code de commerce, les actionnaires ont un **droit de préférence à la souscription des actions de numéraire émises par une entreprise pour réaliser une augmentation de capital**, ce droit étant proportionnel au montant de leurs actions. Les DPS ont ainsi pour objectif d'éviter que les associés existants se trouvent dilués du fait de l'augmentation de capital en leur permettant d'acquérir des actions et donc de participer au développement de l'entreprise à un prix avantageux par rapport à celui du marché, ou de compenser leur dilution s'ils ne souscrivent pas à l'augmentation de capital, certains DPS étant cessibles.

---

<sup>1</sup> À noter, l'exonération d'impôt sur le revenu au titre des produits et des plus-values procurés par des placements en titres non cotés n'est que partielle : elle est limitée à 10 % du montant de ces placements (5° bis de l'article 157 du code général des impôts).

<sup>2</sup> Autorité des marchés financiers, [Rapport du groupe de travail sur le plan d'épargne en actions, avril 2023](#).

Toutefois, et à l'exception de certains cas pour lesquels une tolérance administrative prévaut, **les DPS attachés à des actions de sociétés détenues par le biais d'un PEA ne sont pas en eux-mêmes éligibles au PEA**. En l'état du droit, le titulaire du PEA qui reçoit des DPS à raison d'actions inscrites sur son PEA doit les inscrire sur un compte-titres ordinaire s'il veut les exercer ou les céder. Or, dans de nombreux cas, ce compte-titres est ouvert spécialement pour cette occasion, engendrant un niveau de frais élevé.

À défaut, les DPS sont perdus, ce qui peut **entraver les objectifs de financement de l'émetteur, c'est-à-dire de l'entreprise**. Tant des **petites et des moyennes entreprises** (PME) que des **entreprises de taille plus importante** sont concernées.

Le groupe de travail de l'AMF a fait les mêmes constats pour certains **bons de souscription d'actions** (BSA) assimilables à des DPS, tant pour les investisseurs que pour les émetteurs, qui ne sont à ce jour pas éligibles au PEA. Les BSA permettent en effet de souscrire à des actions pendant une période donnée, dans une proportion et à un prix fixé à l'avance.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : PRÉVOIR L'ÉLIGIBILITÉ DES DROITS PRÉFÉRENTIELS DE SOUSCRIPTION AU PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS**

À l'initiative du rapporteur et de Mme Vanina Paoli-Gagin, la commission a adopté **deux amendements identiques COM-20 et COM-9 rectifié ter** afin de modifier l'article L. 221-31 du code monétaire et financier pour que **les droits préférentiels de souscription et les bons de souscription d'actions soient éligibles au plan d'épargne en actions**.

Cette modification reprend la proposition n° 13 du rapport précité du groupe de travail de l'AMF sur le PEA.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article.**



ARTICLE 2 *ter* (nouveau)

**Assouplissement des critères d'éligibilité des titres d'entreprises cotées au plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire**

Le présent article, introduit par les amendements COM-19 du rapporteur et COM-48 rectifié *bis* de Mme Vanina Paoli-Gagin, prévoit d'assouplir les critères d'éligibilité des titres d'entreprises cotées au plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), le PEA-PME.

En lieu et place des deux critères prévus aujourd'hui, à savoir une capitalisation boursière inférieure à un milliard d'euros et une entreprise considérée comme une PME ou comme une ETI au sens du droit européen, un seul serait prévu, à savoir une capitalisation boursière inférieure à deux milliards d'euros.

Cette modification obéit à un double objectif : simplifier le fonctionnement du PEA-PME - avec une identification plus rapide et plus fiable des entreprises dont les titres y sont éligibles -, et élargir les entreprises visées, au bénéfice à la fois de leur financement et de la profondeur des fonds qui acquièrent des titres de PME et d'ETI et qui s'appuient pour ce faire sur les critères retenus dans le cadre du PEA-PME.

La commission a adopté cet article.

**I. LE DROIT EXISTANT : UNE ÉLIGIBILITÉ SOUS CONDITION DES TITRES DES ENTREPRISES COTÉES AU PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS DESTINÉ AU FINANCEMENT DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES ET DES ENTREPRISES DE TAILLE INTERMÉDIAIRE**

Le plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), le PEA-PME, est un produit permettant aux épargnants dont le domicile fiscal est situé en France de **se constituer un portefeuille en actions et en titres** investis directement ou *via* des fonds, et **principalement dans des PME**. 108 620 PEA-PME étaient ouverts à la fin de l'année 2022, pour un encours total de près de 2,4 milliards d'euros (2,32 milliards d'euros à la fin de l'année 2021)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Banque de France, [Statistiques sur le plan d'épargne en actions et les PEA-PME](#), 13 juin 2023.

Chaque personne ne peut être titulaire que d'un PEA-PME, avec un **plafond des encours de 225 000 euros**. Si une personne dispose à la fois d'un PEA et d'un PEA-PME, le plafond total des encours de ces deux produits est également de 225 000 euros.

Aux termes de l'article L. 221-32-2 du code monétaire et financier (CMF), **sont éligibles au PEA-PME** :

- les actions, à l'exception des actions de préférence, les certificats d'investissement de sociétés et les certificats coopératifs d'investissement ;

- les parts de sociétés à responsabilité limitée ou de sociétés dotées d'un statut équivalent et les titres de capital de sociétés coopératives ;

- les obligations convertibles ou remboursables en actions, à l'exclusion des obligations convertibles en actions qui ne sont pas admises aux négociations sur une plateforme de négociation (non cotées) ;

- les titres participatifs et les obligations à taux fixe faisant ou ayant fait l'objet d'une offre proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services de financement participatif ;

- les parts ou actions de véhicules d'investissement, à savoir certains fonds relevant de la catégorie des organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou des fonds d'investissement alternatifs, par exemple les fonds communs de placement à risques.

Pour que ses titres soient éligibles au PEA-PME, **l'entreprise émettrice doit respecter les critères suivants** :

- **si elle n'est pas cotée**, l'entreprise, doit, d'une part, occuper moins de 5 000 personnes et, d'autre part, avoir un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1,5 milliard d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 milliards d'euros ;

- **si elle est cotée**, l'entreprise doit, d'une part, **disposer d'une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros**, ou qui l'a été à la clôture d'un au moins des quatre exercices comptables précédant l'exercice pris en compte pour apprécier l'éligibilité des titres de la société émettrice et, d'autre part, occuper moins de 5 000 personnes et avoir un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1,5 milliard d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 milliards d'euros. Ces seuils sont appréciés sur la base des comptes consolidés de la société émettrice et, le cas échéant, de ses filiales.

Afin de soutenir le financement des PME et des ETI, le PEA-PME dispose d'un régime fiscal avantageux. L'article 157 du code général des impôts (CGI) prévoit ainsi que les **produits et les plus-values procurés par les placements effectués dans le cadre d'un PEA ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu si aucun retrait n'est intervenu sur le plan pendant cinq ans**, les produits et les plus-values demeurant toutefois soumis aux prélèvements sociaux (17,2 %). **Le même régime fiscal et social s'applique aux dividendes**

capitalisés sur le PEA-PME, sous la condition des cinq ans de détention (article 150-0 A du CGI).

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : SIMPLIFIER ET ÉLARGIR L'ÉLIGIBILITÉ DES TITRES DES ENTREPRISES COTÉES AU PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS DESTINÉ AU FINANCEMENT DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES ET DES ENTREPRISES INTERMÉDIAIRES

À l'initiative du rapporteur et de Mme Vanina Paoli-Gagin, la commission a adopté **deux amendements identiques COM-19 et COM-48 rectifié bis** afin de modifier l'article L. 221-32-2 du CMF pour **simplifier et élargir les conditions d'éligibilité des titres d'entreprises cotées au PEA-PME**.

D'une part, il est précisé que le respect de ce seuil de capitalisation ne s'apprécie plus à l'instant *t* ou à la clôture d'un au moins des quatre exercices comptables précédant, mais, par simplification, à l'instant *t* ou à la clôture d'un au moins des quatre **exercices calendaires** précédant.

D'autre part, **en lieu et place des deux critères d'éligibilité, un seul est retenu**, celui de la capitalisation boursière, avec **un plafond en outre relevé d'un à deux milliards d'euros**. Ce seuil correspond notamment à celui retenu pour l'éligibilité des titres des entreprises aux fonds « Relance ».

Il s'agit d'abord d'une **mesure de simplification, destinée à faciliter l'utilisation du PEA-PME**, un produit d'épargne prometteur dans ses objectifs mais décevant dans son fonctionnement et dans sa collecte. Aujourd'hui en effet, l'éligibilité des titres des entreprises cotées repose sur un système d'auto-déclaration des entreprises, les intermédiaires proposant les PEA-PME cherchant en effet à limiter les risques qu'ils encourent à inclure des titres d'entreprises non éligibles. De fait, ce système déclaratif emporte avec lui un risque d'erreur et crée des contraintes supplémentaires pour les entreprises. Euronext estime ainsi qu'environ 200 entreprises sont manquantes<sup>1</sup>.

Relever le plafond de capitalisation boursière conduit ensuite à **élargir l'assiette des titres éligibles, au bénéfice du financement en capital des entreprises** et de la profondeur des fonds qui acquièrent ces titres, et dont les parts sont éligibles au PEA-PME. Le relèvement de ce seuil doit également permettre l'acquisition, par le biais du PEA-PME, de titres **d'entreprises de la tech** qui visent des capitalisations de plus d'un milliard d'euros à leur introduction en bourse (les « licornes »).

Cette mesure pourrait enfin avoir **un effet d'entraînement sur l'ensemble des fonds**. Les gérants d'actifs qui créent des produits pour soutenir les petites et les moyennes capitalisations retiennent généralement les

---

<sup>1</sup> En réponse au questionnaire du rapporteur.

mêmes critères que ceux utilisés pour déterminer l'éligibilité des titres des entreprises au PEA-PME pour construire l'actif de leurs fonds. Ils les distribuent ensuite dans les comptes-titres des PEA-PME mais aussi dans d'autres supports (comptes-titres ordinaires, unités de compte en assurance vie, épargne salariale et épargne retraite). Le relèvement leur donnerait une plus grande marge de manœuvre et pourrait à terme leur permettre d'accroître les volumes d'investissement disponibles pour les entreprises. C'est particulièrement nécessaire dans un contexte où les acteurs entendus ou consultés par le rapporteur s'inquiètent d'un **phénomène de décollecte** sur les fonds disposant à leur actif de titres d'entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à deux milliards d'euros (- 8 milliards d'euros en cinq ans<sup>1</sup>).

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article.**

---

<sup>1</sup> Données communiquées au rapporteur par l'Association française de la gestion financière.

ARTICLE 2 quater (nouveau)

**Composition de l'actif des fonds communs  
de placement d'entreprise**

Le présent article, introduit par l'amendement COM-21 du rapporteur, prévoit de rendre éligibles aux fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) les titres d'entreprises cotées sur un marché de croissance.

La composition des FCPE, qui constituent l'un des instruments de placement de l'épargne salariale, est strictement encadrée. L'assouplissement proposé par la commission permettrait d'élargir l'horizon d'investissement de ces fonds, de préserver la rentabilité des investissements des salariés et de soutenir le financement des entreprises cotées sur ces marchés de croissance, c'est-à-dire principalement des petites et des moyennes entreprises.

La commission a adopté cet article.

**I. LE DROIT EXISTANT : UN STRICT ENCADREMENT DES FONDS  
COMMUNS DE PLACEMENT D'ENTREPRISE, OUTIL DE  
PLACEMENT DE L'ÉPARGNE SALARIALE**

Les **fonds communs de placement d'entreprise** (FCPE) sont une catégorie de fonds d'investissement alternatifs<sup>1</sup> destinés à recueillir puis à placer les sommes déposées sur les **plans d'épargne salariale** dans les entreprises (articles L. 3332-15 du code du travail)<sup>2</sup>.

Les FCPE sont soumis à une gouvernance particulière : le **conseil de surveillance**, institué par le règlement du fonds, comprend au moins pour moitié des représentants des porteurs de parts, choisis parmi les salariés épargnants (article L. 214-164 du code monétaire et financier [CMF]). Ce conseil assure principalement deux missions : l'exercice des droits de vote attachés aux valeurs du fonds – mission qui peut être déléguée à la société de gestion constitutive du fonds – et l'examen de la gestion financière, administrative et comptable du fonds.

<sup>1</sup> Pour davantage de détails sur les catégories de fonds, le lecteur est invité à se reporter au commentaire de l'article 2.

<sup>2</sup> Les sommes peuvent également être affectées à l'acquisition de titres de sociétés d'investissement à capital variable, à l'acquisition de parts d'un fonds communs de placement d'entreprise investi en titres de l'entreprise ou à la souscription de valeurs mobilières émises par des sociétés créées par les salariés pour racheter leur entreprise.

Aux termes de l'article L. 3332-17 du code du travail, **l'actif d'un FCPE diversifié est composé :**

- de valeurs mobilières admises aux négociations sur un marché réglementé (actions cotées) ;
- de liquidités, à titre accessoire ;
- de parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou de placements collectifs tels que les fonds de capital investissement ou les organismes de placement collectif en immobilier.

Pour **les FCPE diversifiés**, les titres de l'entreprise qui a mis en place le dispositif d'épargne salariale ne peuvent pas représenter plus d'un tiers de leur actif. En revanche, pour **les FCPE dits d'actionnariat salarié**, les titres de l'entreprise doivent représenter au moins un tiers de leur actif.

Dans ce cas, lorsqu'un FCPE est investi en titres de l'entreprise et que **celle-ci n'est pas cotée, l'actif du FCPE doit également être composé d'au moins un tiers de titres liquides**. Deux **exceptions** sont néanmoins prévues :

- lorsqu'il est instauré un mécanisme garantissant la liquidité de ces valeurs ;
- lorsque l'entreprise s'est engagée à racheter, dans la limite de 10 % de son capital social, les titres non cotés détenus par le FCPE.

Au 30 juin 2023, selon les données de l'Association française de la gestion financière, 1 617 FCPE étaient dénombrés, pour 177,2 milliards d'euros d'actifs gérés<sup>1</sup>.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ: ÉLARGIR LA COMPOSITION DE L'ACTIF DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT D'ENTREPRISE

À l'initiative du rapporteur, la commission a adopté **l'amendement COM-21** afin de modifier l'article L. 3332-17 du code du travail pour assouplir la composition de l'actif des FCPE.

Il est ainsi proposé que **les FCPE puissent acquérir des titres d'entreprises cotées sur les marchés de croissance**, c'est-à-dire sur les marchés boursiers plutôt destinés aux entreprises de petites et moyennes capitalisations, souvent des petites et moyennes entreprises qui lèvent des capitaux pour financer leur croissance (**1° du présent article**). Cet assouplissement contribuerait à **accroître la diversification des FCPE, au profit du financement des entreprises cotées sur ces marchés de croissance et sans remettre en cause les objectifs de rentabilité poursuivis par ces fonds, au bénéfice des salariés**. Les titres cotés sur un marché de croissance

---

<sup>1</sup> Association française de la gestion financière, [Statistiques sur les actifs d'épargne salariale et d'épargne retraite au 30 juin 2023](#).

peuvent en effet s'avérer plus rentables que ceux cotés sur le marché « premier » (Euronext Paris pour la France).

Le dispositif adopté par la commission prévoit également de **rendre éligibles aux FCPE d'actionnariat salarié les titres d'entreprises cotées sur un marché de croissance**, dans des conditions fixées par décret (**2° du présent article**). Concrètement, il serait ajouté une exception à l'obligation faite aux FCPE de disposer d'au moins un tiers de titres liquides lorsqu'ils sont investis en titres de l'entreprise : il serait dérogé à cette règle lorsque les FCPE seraient investis en titres de l'entreprise et que celle-ci serait cotée sur un marché de croissance.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article.**

ARTICLE 2 quinquies (nouveau)

**Assouplissement des règles de souscription  
en capital des entreprises solidaires**

Le présent article, introduit par l'amendement COM-22 du rapporteur, vise à étendre et à sécuriser le champ des investissements des épargnants éligibles à la réduction d'impôt sur le revenu au titre des souscriptions en numéraire au capital des entreprises solidaires.

La réduction d'impôt sur le revenu est aujourd'hui accordée aux souscriptions au capital d'une entreprise agréée « entreprise solidaire d'utilité sociale » (ESUS) et exerçant à titre principal une activité dans le logement social ou dans la gestion de baux ruraux. Elle ne peut donc pas être accordée aux particuliers souscrivant au capital de sociétés acquérant des biens historiques ou naturels protégés, même si elles respectent les critères de qualification d'une ESUS (préservation du lien social, réduction des inégalités culturelles, promotion culturelle).

Le présent article prévoit donc que soient également éligibles à la réduction d'impôt sur le revenu les souscriptions des épargnants au capital des entreprises solidaires chargées d'une mission de sauvegarde du patrimoine.

La commission a adopté cet article.

**I. LE DROIT EXISTANT : UNE INCITATION FISCALE À SOUTENIR LE  
FINANCEMENT EN CAPITAL DES ENTREPRISES SOLIDAIRES QUI  
EXCLUT CELLES CHARGÉES D'UNE MISSION PATRIMONIALE**

**A. LES ENTREPRISES CHARGÉES D'UNE MISSION PATRIMONIALE NE  
PEUVENT PAS ÊTRE AGRÉÉS EN TANT QU'ENTREPRISES SOLIDAIRES**

L'article 1<sup>er</sup> de la loi du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire<sup>1</sup> liste trois critères cumulatifs aux termes desquels une personne morale de droit privé est considérée comme relevant de **l'économie sociale et solidaire** : elle poursuit un but « *autre que le partage des bénéfices* », elle dispose d'une gouvernance « *démocratique* » et elle respecte les deux principes de gestion suivants, à savoir des bénéfices majoritairement consacrés au développement de l'entreprise et des réserves qui ne peuvent pas être distribuées. L'économie sociale et solidaire est composée de coopératives et de mutuelles et de l'ensemble des sociétés dont l'activité correspond à la

<sup>1</sup> [Loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014](#) relative à l'économie sociale et solidaire.



définition de l'économie sociale et solidaire **et qui poursuivent une « utilité sociale »**.

Aux termes de l'article 2 de la loi précitée du 31 juillet 2014, les entreprises ont une utilité sociale si elles vérifient au moins l'une des quatre conditions suivantes :

- elles apportent un soutien à des personnes en situation de fragilité ;
- elles contribuent au développement du lien social ou à la cohésion territoriale ;
- elles participent à l'éducation à la citoyenneté ;
- elles concourent « *au développement durable, à la transition énergétique, à la promotion culturelle ou à la solidarité internationale* », dès lors que leur activité contribue également à produire un impact soit par le soutien à des personnes vulnérables, soit par la création de solidarités territoriales, soit par la participation à l'éducation à la citoyenneté.

La définition des **entreprises solidaires d'utilité sociale** (ESUS) est reprise à l'article L.3332-17-1 du code du travail, qui précise la liste des entreprises pouvant prétendre à obtenir cet agrément, délivré par les directions régionales de l'économie, de l'emploi, du travail et des solidarités (Dreets).

Même si elles vérifient les critères mentionnés à l'article 1<sup>er</sup> de la loi relative à l'économie sociale et solidaire, les entreprises chargées de missions patrimoniales ne peuvent pas être agréées en tant qu'ESUS, au sens où elles ne sont pas incluses dans la liste prévue à l'article L. 3332-17-1 du code du travail. Toutefois, elles remplissent bien des missions liées à la « *promotion culturelle* », conformément à l'article 2 de la loi précitée, et contribuent à la création de « *solidarités territoriales* ».

#### **B. LES PERSONNES QUI SOUSCRIVENT AU CAPITAL D'ENTREPRISES SOLIDAIRES CHARGÉES D'ACTIVITÉS IMMOBILIÈRES BÉNÉFICIENT D'UNE RÉDUCTION D'IMPÔT SUR LE REVENU**

L'obtention de l'agrément d'ESUS est importante en ce qu'elle permet aux personnes qui souscrivent en numéraire au capital de ces entreprises de bénéficier d'une **réduction d'impôt sur le revenu**, conformément au 1<sup>o</sup> de l'article 199 *terdecies-0* AA du code général des impôts (CGI). Cette réduction d'impôt sur le revenu est une **déclinaison de la réduction d'impôt dite IR-PME**, prévue à l'article 199 *terdecies-0* A du CGI. Elle s'élève à 18 % des sommes investies chaque année, dans la limite d'un plafond de 50 000 euros pour une personne seule, le taux de la réduction d'impôt ayant été porté de

manière dérogatoire et à l'initiative du Sénat à 25 % des sommes versées entre le 1<sup>er</sup> janvier 2024 et le 31 décembre 2025<sup>1</sup>

Ce dispositif fiscal incitatif vise à soutenir le **financement en capital des entreprises à l'utilité sociale avérée**. Il n'est pas ouvert aux ESUS chargées d'une activité immobilière ou de la construction d'immeubles, sauf si cette activité de gestion immobilière répond à une vocation sociale.

La réduction d'impôt sur le revenu ne peut donc pas non plus bénéficier aux ESUS chargée d'une mission patrimoniale, alors même qu'elles participent à la promotion culturelle et à la solidarité territoriale, dans un objectif de valorisation du patrimoine et des territoires. C'est d'ailleurs pour cette raison que le Sénat avait adopté le 31 janvier 2023, dans le cadre de l'examen de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants, un dispositif visant à ouvrir le bénéfice de la réduction d'impôt prévue à l'article 199 *terdecies-0* AA du CGI aux souscriptions en numéraire au capital des ESUS chargées d'une mission patrimoniale.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : SOUTENIR LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES CHARGÉES D'UNE MISSION PATRIMONIALE

À l'initiative du rapporteur, la commission a adopté l'**amendement COM-22** afin d'étendre le champ des investissements des épargnants éligibles à la réduction d'impôt sur le revenu au titre de la souscription en numéraire au capital d'entreprises solidaires d'utilité sociale chargées d'une mission patrimoniale. L'objectif est d'accroître le financement de ces entreprises.

Le **I du présent article** complète le champ des entreprises poursuivant une utilité sociale au sens de l'article 2 de la loi du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire en y incluant les entreprises participant à la préservation et à la mise en valeur des monuments et des sites, parcs et jardins protégés.

Le **II du présent article** modifie le 1<sup>o</sup> de l'article 199 *terdecies-0* AA du code général des impôts afin d'étendre aux personnes qui souscrivent au capital des entreprises solidaires chargées d'une mission patrimoniale le bénéfice de la réduction d'impôt sur le revenu de 18 % de la souscription<sup>2</sup>, portée temporairement à 25 %. Seules seraient éligibles les souscriptions au capital d'**ESUS agréées par le ministère de la culture**.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article.**

---

<sup>1</sup> Article 49 de la [loi n° 2023-1322 du 29 décembre 2023 de finances pour 2024](#).

<sup>2</sup> Toujours dans la limite de 50 000 euros pour une personne seule.

ARTICLE 3

**Assouplissement des conditions des augmentations  
de capital sans droit préférentiel de souscription**

L'examen de cet article a été délégué au fond à la commission des lois<sup>1</sup>.

**À l'initiative de son rapporteur Louis Vogel**, la commission des lois a adopté **un amendement rédactionnel** (COM-61) ainsi que **deux amendements** visant à :

- mettre en cohérence les modalités de calcul du *quorum* et de la majorité requise au conseil d'administration dans le cadre du vote relatif à la désignation des personnes bénéficiant d'une augmentation de capital (COM-59) ;

- prévoir la consultation de l'Autorité des marchés financiers pour l'édition du décret relatif aux modalités du prix des actions émises dans le cadre d'augmentations de capital réservées à une ou plusieurs personnes désignées (COM-60).

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

ARTICLE 4

**Extension aux sociétés de gestion de portefeuille de  
la possibilité de transmettre des documents ou  
renseignements à des autorités de supervision étrangères**

Le présent article prévoit d'autoriser les sociétés de gestion de portefeuille françaises à transmettre des informations aux autorités de supervision étrangères. Il s'agit donc d'une dérogation à l'article 1<sup>er</sup> bis de la loi dite « de blocage », qui interdit par principe la transmission de ces informations.

La commission relève toutefois que de telles dérogations sont prévues pour les infrastructures de marché, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. De plus, la mise en œuvre de cette dérogation est strictement encadrée : elle doit s'inscrire dans le cadre d'un accord de coopération entre l'Autorité des marchés financiers et son homologue étrangère pour encadrer les informations demandées ; elle est conditionnée au respect du principe de réciprocité ; et elle est conditionnée au respect, par les autorités de supervision étrangères, du secret professionnel dans un cadre législatif offrant des garanties équivalentes à celles applicables en France.

La levée de cet obstacle doit permettre de répondre à une situation bien précise : le refus par l'autorité de supervision américaine, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), d'agréer les sociétés de gestion de portefeuille françaises en tant qu'*investment adviser*, les privant ainsi de l'accès au plus grand marché mondial de la gestion d'actifs pour le compte de tiers.

Si la commission a approuvé cette modification, elle a aussi relevé qu'elle ne visait pas à accroître le financement des entreprises françaises et l'attractivité financière de la place de Paris, objectifs pourtant affichés par la proposition de loi, mais plutôt à faciliter le développement d'acteurs financiers français à l'étranger.

La commission a adopté cet article sans modification.

## I. LE DROIT EXISTANT : L'INTERDICTION FAITE AUX ACTEURS FINANCIERS DE TRANSMETTRE DES INFORMATIONS AUX AUTORITÉS ÉTRANGÈRES, SAUF DÉROGATION

Le législateur a strictement **encadré les conditions dans lesquelles les acteurs publics et privés peuvent transmettre des informations, des documents et des données aux autorités étrangères, y compris aux autorités de supervision.**

Le cadre général est défini par la loi du 26 juillet 1968 relative à la communication des documents et renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères<sup>1</sup>, dite « loi de blocage ».

### A. UNE INTERDICTION DE TRANSMETTRE DES INFORMATIONS QUI ACCEPTE DES DÉROGATIONS

#### 1. Un principe, l'interdiction de transmettre des informations

Sous réserve des traités ou des accords internationaux, l'article 1<sup>er</sup> de la loi de blocage interdit à « *toute personne physique de nationalité française ou résidant habituellement sur le territoire français et à tout dirigeant, représentant, agent ou préposé d'une personne morale y ayant son siège ou un établissement de communiquer par écrit, oralement ou sous toute autre forme, en quelque lieu que ce soit, à des autorités publiques étrangères, les documents ou les renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique dont la communication est de nature à porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité, aux intérêts économiques essentiels de la France ou à l'ordre public* », ces documents et renseignements étant précisés par l'autorité administrative en tant que de besoin. Il s'agit donc d'une interdiction de portée générale, destinée à protéger la souveraineté et les intérêts économiques de la France.

De manière complémentaire, l'article 1<sup>er bis</sup> de ladite loi prévoit **une interdiction similaire pour ce qui concerne la communication de documents et de renseignements aux autorités de supervision étrangère.** Ainsi, « *il est interdit à toute personne de demander, de rechercher ou de communiquer, par écrit, oralement ou sous toute autre forme, des documents ou renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique tendant à la constitution de preuves en vue de procédures judiciaires ou administratives étrangères ou dans le cadre de celles-ci.* » Cette interdiction s'applique sous réserve des traités ou des accords internationaux, mais aussi **sous réserve des lois et des règlements**, ce qui lui confère **une portée moins absolue** que l'interdiction établie à l'article 1<sup>er</sup>. Des dérogations peuvent donc être prévues par le législateur.

---

<sup>1</sup> [Loi n° 68-678 du 26 juillet 1968](#) relative à la communication des documents et renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères.

De surcroît, la loi de blocage a vocation à agir comme une loi d'aiguillage : saisie d'une demande d'information, de document ou de renseignement de la part d'une autorité étrangère, la personne concernée doit en référer aux autorités nationales<sup>1</sup> - l'objectif étant d'**éviter un contournement des modalités traditionnelles de coopération internationale**. L'article 2 impose ainsi à toutes les personnes visées aux articles 1<sup>er</sup> et 1<sup>er bis</sup> de prévenir sans délai le ministre compétent lorsqu'elles se trouvent saisies d'une demande de communication. Sous réserve de peines plus lourdes prévues dans la loi, toute infraction aux interdictions de communication est passible d'une peine d'emprisonnement de six mois et d'une amende de 18 000 euros (article 3).

## 2. Des dérogations, y compris pour les acteurs financiers

Outre une **appréciation au cas par cas** des demandes adressées par les autorités étrangères aux personnes physiques et morales résidant ou établies en France, qui vaut pour les documents et les renseignements visés à l'article 1<sup>er</sup> comme à l'article 1<sup>er bis</sup>, le législateur a prévu la possibilité de déroger à l'interdiction visée à l'article 1<sup>er bis</sup> de la loi de blocage, y compris pour les acteurs financiers et pour leurs superviseurs.

L'article L. 632-7 du code monétaire et financier (CMF) dispose ainsi que, par dérogation aux dispositions de la loi de blocage, **l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF)** peuvent conclure, avec des autorités homologues d'un État non membre de l'Union européenne et non partie à l'Espace économique européen, **un accord de coopération prévoyant des échanges d'informations**.

Aux termes de l'article L. 632-17 du CMF, les **infrastructures de marché**<sup>2</sup> disposent elles aussi de l'autorisation de **communiquer à leurs homologues étrangers ainsi qu'aux autorités homologues de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)** « *les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions, y compris les missions couvertes par le secret professionnel, à condition que ces organismes homologues soient eux-mêmes soumis au secret professionnel dans*

---

<sup>1</sup> Pour les entreprises, elles doivent en référer au service de l'information stratégique et de la sécurité économique, le Sisse, interlocuteur unique des entreprises pour ce qui concerne l'application de la loi de blocage. Le Sisse dispose d'un délai d'un mois pour rendre un avis sur l'applicabilité de la loi de blocage aux informations sollicitées, avis traduit en anglais que l'entreprise peut ensuite envoyer à l'autorité étrangère.

<sup>2</sup> Cette expression renvoie à l'ensemble des acteurs impliqués dans le traitement d'une transaction financière. Aux termes de l'article D. 632-5 du code monétaire et financier, sont visés par l'application des dispositions de l'article L. 632-17 du même code les entreprises de marché qui gèrent un marché règlementé ou un système multilatéral de négociation, les dépositaires centraux d'instruments financiers, les gestionnaires de systèmes de règlement interbancaires et les gestionnaires de systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers, les chambres de compensation et les entreprises ayant le statut de société commerciale qui assurent la centralisation et l'enregistrement électronique de données relatives aux opérations sur instruments financiers.

*un cadre législatif offrant des garanties équivalentes à celles applicables en France et sous réserve de réciprocité. »*

Lorsque l'échange d'informations a lieu entre les infrastructures de marché et les autorités de supervision étrangères homologues de l'AMF et de l'ACPR, il doit s'effectuer dans les conditions prévues par **l'accord de coopération** visé à l'article L. 632-7 du CMF.

L'article 84 de la loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises (loi Pacte)<sup>1</sup> a modifié l'article L. 632-17 du CMF et **élargi ses dispositions aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement soumis au contrôle de l'AMF et de l'ACPR**. Comme pour les infrastructures de marché, la levée de l'interdiction de transmettre des documents et des renseignements est conditionnée au respect de trois critères :

- l'existence d'un accord de coopération avec l'ACPR ou l'AMF ;
- un principe de réciprocité ;
- les autorités homologues de l'ACPR et de l'AMF sont elles-mêmes soumises au secret professionnel dans un cadre législatif offrant des garanties équivalentes.

#### **B. DES DÉROGATIONS QUI EXCLUENT LES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE**

Les modifications apportées par le législateur dans le cadre de la loi Pacte n'ont pas conduit à octroyer aux **sociétés de gestion de portefeuille la possibilité de pouvoir transmettre des informations aux autorités étrangères**, y compris aux autorités de supervision. Il pourrait s'agir d'un défaut de coordination : en effet, jusqu'au 3 janvier 2018, soit quelques mois à peine avant le début de l'examen du projet de loi Pacte, les sociétés de gestion de portefeuille étaient encore intégrées dans la définition des entreprises d'investissement<sup>2</sup>.

Les informations communiquées au rapporteur indiquent que l'absence de dérogation s'est traduite par **le refus de l'autorité de supervision américaine**, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), **d'agrée une dizaine de sociétés de gestion de portefeuille françaises**, qui avaient pourtant reçu un mandat de gestion de la part de clients américains. La SEC a en effet récemment durci les conditions posées à l'agrément d'acteurs étrangers en tant qu'*investment adviser*, en exigeant qu'ils donnent à la SEC un accès à leurs livres et registres comptables, accès que ne peuvent leur garantir les sociétés de gestion de portefeuille française au regard de l'article 1<sup>er</sup> bis de la loi de

---

<sup>1</sup> [Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019](#) relative à la croissance et la transformation des entreprises.

<sup>2</sup> Modification de l'article L. 531-4 du code monétaire et financier par [l'ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017](#) relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement.

blocage. Elles sont donc dans l'incapacité de compléter leur demande d'agrément.

Si les exemples transmis au rapporteur concernent tous le marché américain, il ne peut être exclu que cette situation se reproduise sur d'autres marchés tiers à l'Union européenne ou à l'Espace économique européen.

## **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : AUTORISER LES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE À TRANSMETTRE DES INFORMATIONS AUX AUTORITÉS DE SUPERVISION ÉTRANGÈRES**

Le 1° du présent article modifie le II de l'article L. 632-17 du code monétaire et financier afin de **remplacer les entreprises d'investissement par les prestataires de services d'investissement.**

De fait, cette modification conduit à **étendre aux sociétés de gestion de portefeuille la possibilité de déroger aux dispositions de la loi de blocage et donc de transmettre des informations aux autorités de supervision étrangères.** En effet, aux termes de l'article L. 531-1 du CMF, les prestataires de services d'investissement désignent les entreprises d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille et les établissements de crédit qui ont reçu un agrément pour fournir des services d'investissement.

Le 2° du présent article procède à une coordination.

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

Le présent article n'a pas été modifié par l'Assemblée nationale.

## **IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : LEVER UNE BARRIÈRE À L'ENTRÉE DES GESTIONNAIRES D'ACTIFS FRANÇAIS SUR LES MARCHÉS TIERS**

La commission estime que la mesure proposée par le présent article est nécessaire et souhaitable pour **soutenir le développement des acteurs français de la gestion financière.** Elle relève toutefois que **cette mesure s'inscrit à contre-courant des autres dispositions de la proposition de loi et des objectifs affichés par cette dernière.** En effet, comme d'ailleurs l'article 5, le présent article ne vise pas à accroître le financement des entreprises françaises ou l'attractivité financière de la place de Paris, mais à faciliter le développement des acteurs financiers français à l'étranger. L'évolution proposée est donc positive, mais elle doit être appréciée au regard des véritables buts qui sont poursuivis par sa mise en œuvre.



Le marché américain se révélant déjà difficile d'accès pour les acteurs français de la gestion collective, il revient au législateur de **lever les obstacles qui peuvent l'être au niveau juridique**, lorsque ces barrières ne répondent plus à des motifs d'intérêt supérieur ou n'ont pas démontré leur efficacité.

Le rapporteur a ainsi conduit une **triple analyse** de la mesure proposée au présent article :

- **les effets ou conséquences dommageables de la mise en place de cet obstacle** (*l'interdiction de transmettre des informations*) **sont-ils caractérisés ?** En l'espèce oui, puisque des sociétés de gestion de portefeuille françaises se sont vues refuser l'accès au marché américain, faute de pouvoir transmettre certaines informations à l'autorité de supervision américaine. En pratique, les informations demandées concernent les conventions signées avec les clients, la documentation commerciale, les procédures déontologiques, les calculs de performance, les éventuelles contributions faites par la société à des donneurs d'ordres publiques, les inventaires de portefeuille et les flux d'ordre, les politiques de vote ou encore les registres comptables<sup>1</sup> ;

- **les raisons ou motifs qui ont justifié la mise en place de cet obstacle existent-ils toujours et l'emportent-ils sur les inconvénients qu'il génère ?** La protection des intérêts économiques français est un impératif majeur, qui participe de la défense de la souveraineté. Toutefois, des dérogations à l'article 1<sup>er</sup> bis ont été prévues pour d'autres acteurs financiers, sans que leur mise en œuvre n'ait soulevé de difficultés jusqu'ici ; les informations ne pouvant être transmises qu'aux autorités de supervision. En effet, les dispositions de l'article 1<sup>er</sup> de la loi de blocage, relatives à l'interdiction de communiquer des documents ou des renseignements portant atteinte à la souveraineté, à la sécurité, aux intérêts économiques essentiels de la France ou à l'ordre public continuent de s'appliquer. À l'inverse, certaines sociétés de gestion ne peuvent pas accéder au marché américain, qui représente pourtant près de 50 % du marché mondial de la gestion pour le compte de tiers. Il s'agit en outre d'une spécificité française ;

- **des garanties suffisantes sont-elles prévues ?** Oui, et ce sont les mêmes que celles mises en place pour les infrastructures de marché, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Trois conditions sont prévues : l'existence d'un accord de coopération avec l'AMF et l'ACPR, le principe de réciprocité et la protection du secret professionnel dans un cadre législatif offrant des garanties équivalentes à celles applicables en France. **L'accord de coopération permet notamment d'encadrer les types de documents qui peuvent être demandés par une autorité de supervision d'un pays tiers aux acteurs financiers français concernés.** Un tel accord a par exemple été signé par l'AMF et la SEC au mois de juillet 2021 pour les entreprises d'investissement, afin d'encadrer les demandes d'informations de la SEC aux entités françaises.

---

<sup>1</sup> D'après les informations transmises par l'Autorité des marchés financiers au rapporteur.

Au regard de l'ensemble de ces observations, la commission a approuvé la dérogation apportée par le présent article à l'article 1<sup>er</sup> *bis* de la loi de blocage.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article sans modification.**

*ARTICLE 5*

**Assouplissement des règles relatives à la commercialisation  
de produits proposés sur des marchés tiers**

Le présent article propose une refonte des règles relatives à la sollicitation du public en vue de la réalisation d'opérations sur un marché étranger, c'est-à-dire sur un marché d'un État non partie à l'Espace économique européen. La sollicitation de clients non professionnels pour la réalisation d'opérations sur un marché étranger est aujourd'hui interdite, sauf si le marché a été reconnu dans des conditions fixées par décret et sous réserve de réciprocité. Cette interdiction s'applique même aux opérateurs agréés en France.

Le présent article apporte une double modification à cette interdiction : d'une part, il interdit non plus la sollicitation mais la communication promotionnelle auprès des investisseurs non professionnels établis ou résidant en France ; d'autre part, il prévoit que cette interdiction ne s'applique plus à tous les opérateurs mais aux seuls opérateurs de marchés étrangers, lorsque ces derniers n'ont pas été reconnus. Concrètement, cela signifie qu'un prestataire de services d'investissement agréé en France pourra adresser une communication promotionnelle aux clients non professionnels pour la réalisation d'opérations sur un marché étranger, même si ce dernier n'a pas été reconnu. Pour les prestataires agréés sur un marché tiers, ce dernier devra avoir été reconnu.

La commission s'est intéressée aux conséquences de cet assouplissement pour la protection des investisseurs. Le risque d'un affaiblissement de cette protection apparaît limité. Alors que des produits financiers de marchés étrangers sont déjà commercialisés sur Internet, il apparaît préférable que les prestataires qui les proposent soient agréés et supervisés en France, ce qui apporte des garanties supplémentaires sur leur niveau de supervision. En outre, le présent article ne remet pas en cause l'application des règles nationales et européennes relatives à la commercialisation des produits (transparence des informations, adéquation du produit au client, interdiction de commercialiser certains produits).

Si la commission a donc approuvé cette modification, elle a aussi relevé que le présent article, à l'instar de l'article 4, ne visait pas à accroître le financement des entreprises françaises et l'attractivité financière de la place de Paris, objectifs pourtant affichés par la proposition de loi, mais plutôt à faciliter la promotion de produits financiers de marchés tiers.

La commission a adopté cet article sans modification.

## I. LE DROIT EXISTANT : LA RECONNAISSANCE DU MARCHÉ TIERS, CONDITION PRÉALABLE À LA SOLLICITATION DU PUBLIC FRANÇAIS

La commercialisation auprès d'investisseurs non-professionnels de produits financiers sur des marchés tiers à un État membre de l'Union européenne ou à un État partie à l'Espace économique européen **fait l'objet d'un encadrement spécifique** en droit français.

Ainsi, aux termes de l'article L. 423-1 du code monétaire et financier (CMF), **il est interdit de solliciter le public**, sous quelque forme que ce soit et par quelque moyen que ce soit, directement ou indirectement, pour la réalisation d'opérations sur un marché étranger de titres financiers, de contrats à terme négociables et de tous produits financiers. Une exception est prévue : **lorsque le marché a été reconnu dans des conditions fixées par décret et sous réserve de réciprocité.**

Le législateur a donc prévu **une double condition : la reconnaissance du marché et la réciprocité.** Concrètement, cela signifie que tout opérateur proposant des produits financiers sur un marché tiers, **même s'il a été agréé en France ou dans un État partie à l'Espace économique européen**, ne peut pas solliciter le public, c'est-à-dire les **clients non professionnels**, si le marché n'a pas été reconnu.

### Les conditions de reconnaissance d'un marché étranger

Les articles D. 423-1 à D. 423-3 du CMF définissent le cadre relatif à la reconnaissance des marchés étrangers :

- un marché étranger de valeurs mobilières, de contrats à terme ou de tous produits financiers ne peut être reconnu que lorsque les règles de protection des investisseurs, de sécurité, de surveillance et de contrôle de ce marché sont équivalentes à celles qui existent sur les marchés placés sous l'autorité de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et à condition que les personnes autorisées à intervenir sur ces marchés et les produits qui peuvent y faire l'objet de transactions bénéficient d'un traitement équivalent dans le pays concerné ;
- la liste des marchés reconnus est arrêtée par le ministre chargée de l'économie, après avis de l'AMF ;
- les personnes domiciliées ou ayant leur siège social hors du territoire français sont autorisées à solliciter le public en France en vue d'opérations sur un marché étranger reconnu de valeurs mobilières, de contrats à terme ou de tous produits financiers, lorsqu'elles ont été agréées par l'autorité de contrôle compétente dans leur pays d'origine et après que les autorités compétentes françaises se sont assurées que les règles de compétence, d'honorabilité et de solvabilité auxquelles sont soumises ces personnes sont équivalentes à celles qui sont applicables en France.

Ces dispositions ont été précisées et complétées par une instruction de l'AMF relative à la procédure de reconnaissance des marchés étrangers, applicable depuis le mois d'avril 2019 dans sa dernière version. L'AMF examine notamment les éléments de comparaison entre l'organisation et les dispositifs du marché étranger et le cadre européen applicable et regarde :

- si le marché étranger est soumis à un agrément, à une surveillance effective ainsi qu'à un contrôle de manière continue dans son pays d'origine ;
- si le marché étranger dispose de règles claires et transparentes concernant l'admission d'instruments financiers à la négociation ;
- si les émetteurs d'instruments financiers sont soumis à des obligations d'information périodiques et continues assurant un haut niveau de protection des investisseurs ;
- et si la transparence et l'intégrité du marché étranger sont garanties par une prévention effective des abus de marché.

*Source : articles D. 423-1 à D. 423-3 du code monétaire et financier, instruction de l'Autorité des marchés financiers, DOC-2019-05, Procédure de reconnaissance des marchés étrangers*

**La condition de réciprocité ne dépend pas du marché lui-même mais de l'État dans lequel il est situé**, suscitant des difficultés d'application. La direction générale du Trésor a ainsi indiqué au rapporteur qu'en pratique, il était complexe de définir ce qui constituait véritablement une réciprocité d'une mesure de reconnaissance de marché, en particulier lorsque le pays concerné ne prévoit pas un tel système de reconnaissance.

L'objectif initial de l'article L. 423-1 du CMF, introduit en 1987, était de prévenir la commercialisation de produits venant de marchés étrangers dans un contexte où **la réglementation européenne en matière financière était encore lacunaire**. Le problème ne se pose plus dans les mêmes termes

aujourd'hui : le corpus juridique européen dans les domaines bancaire et financier est très développé et la dématérialisation a conduit à rendre beaucoup plus accessibles les produits financiers, y compris ceux vendus sur des marchés étrangers.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : UNE REFONTE DES RÈGLES DE SOLLICITATION DU PUBLIC POUR MENER DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES SUR DES MARCHÉS ÉTRANGERS

Le présent article procède à une réécriture de l'article L. 423-1 du code monétaire et financier (CMF) afin **d'interdire** à tout opérateur de marché d'un État qui n'est pas partie à l'Espace économique européen **d'adresser une communication promotionnelle**, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, directement ou indirectement, aux **investisseurs non professionnels établis ou résidant en France** afin de les inciter à devenir membres ou clients de ce marché, à agir directement sur celui-ci ou à conclure des transactions portant sur des instruments financiers, **sauf lorsque ledit marché a été reconnu dans des conditions définies par décret**.

L'interdiction ne porte donc plus sur la sollicitation du public par des opérateurs agissant sur des marchés tiers, mais sur la **communication promotionnelle** à destination des clients non professionnels par des opérateurs de marchés tiers. Elle est donc plus restreinte et s'accompagne en parallèle de la **suppression de la condition de réciprocité**. Les informations obtenues par le rapporteur indiquent que la réciprocité pourrait toutefois être prise en compte au niveau du règlement général de l'AMF ou de ses instructions, **comme un élément à prendre en compte pour décider si un marché doit bénéficier d'une reconnaissance**.

## III. DES MODIFICATIONS RÉDACTIONNELLES APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

La commission des finances de l'Assemblée nationale a adopté quatre amendements rédactionnels présentés par le rapporteur, Alexandre Holroyd. En séance publique, aucune modification n'a été apportée au présent article.

#### IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : UNE SIMPLIFICATION QUI N'A QU'UN LIEN TÊNU AVEC LES OBJECTIFS AFFICHÉS PAR LA PROPOSITION DE LOI

À l'instar de ce que la commission a relevé dans le cadre de l'examen de l'article 4, **le présent article ne répond pas directement aux objectifs affichés par la proposition de loi**, à savoir accroître le financement des entreprises et l'attractivité financière de la France. Il s'agit en effet de faciliter la **promotion de produits financiers de marchés tiers**, ce qui n'a donc qu'un intérêt limité pour les entreprises installées en France ou pour la place de Paris.

Il convient de distinguer les deux modifications apportées par le présent article :

- d'une part, ce n'est plus la sollicitation du public pour acquérir des produits financiers ou pour conclure des transactions financières sur des marchés étrangers qui est prohibée, mais tout simplement la **communication promotionnelle** ;

- d'autre part, l'interdiction ne s'applique plus aux opérateurs de marché agissant sur le marché étranger mais aux opérateurs de ce marché étranger. Cette distinction est très importante : contrairement au dispositif en vigueur aujourd'hui, cela signifie que **les opérateurs agréés en France ou dans un État partie à l'Espace économique européen et proposant des produits financiers sur un marché étranger pourront adresser une communication promotionnelle aux clients non professionnels résidant en France**. Ne sont concernés par l'interdiction d'adresser une communication promotionnelle au public que **les opérateurs de marché de pays non parties à l'accord sur l'Espace économique européen, lorsque ce marché n'a pas été reconnu**.

Au cours de ses travaux, le rapporteur s'est penché sur les conséquences de cette évolution pour la **protection des investisseurs particuliers**. Ainsi que cela a été rappelé, la prohibition de la sollicitation du public visait initialement à protéger les clients non professionnels de produits potentiellement plus risqués ou dérégulés. Le cadre réglementaire, notamment au niveau européen, a toutefois profondément évolué depuis la fin des années 1980, avec un encadrement croissant des produits financiers et de leurs conditions de commercialisation.

L'auteur de la proposition de loi, le député Alexandre Holroyd, explique tout d'abord que le dispositif actuel – interdiction de solliciter le public même pour les opérateurs agréés en France lorsqu'ils opèrent sur un marché étranger non reconnu et sans respect du principe de réciprocité – est une **barrière spécifique à la France**. La direction générale du Trésor et l'AMF ont confirmé qu'aucun pays européen ni les États-Unis ne prévoyait à leur connaissance une telle interdiction, dans de telles conditions. Les États-Unis ou l'Allemagne ont mis en place des dispositifs de reconnaissance de marchés

étrangers, mais pas une interdiction de sollicitation dans des termes aussi stricts que celle en vigueur en France.

Toutefois, **le fait que ce cadre constitue une barrière spécifique à la France est secondaire** : une barrière peut se justifier si elle est proportionnée et adaptée à l'objectif supérieur poursuivi par sa mise en œuvre.

Or, il convient de constater que **les produits vendus sur les marchés étrangers sont désormais de plus en plus accessibles**, surtout sur Internet. Les particuliers peuvent accéder à une très large gamme de produits ainsi qu'à des prestataires de services d'investissement qui proposent et promeuvent des produits de pays tiers. Autoriser les opérateurs agréés en France à promouvoir ces produits auprès des clients non professionnels permet de s'assurer **qu'au moins une partie de ces produits sera proposée et vendue par des opérateurs agréés en France et soumis à la supervision exigeante de l'AMF**.

Il s'agit donc avant tout d'un principe de réalité : aujourd'hui, de tels produits sont vendus, autant qu'ils le soient par des opérateurs régulés en France. L'Association française de gestion financière estime par ailleurs que lever cette barrière spécifique à la France pourrait **favoriser l'installation de plateformes de distribution de produits de marchés tiers sur le territoire**, qui seraient donc agréés en France et supervisés par l'AMF<sup>1</sup>. Actuellement, ces plateformes sont réticentes à s'installer en France puisqu'elles ne peuvent pas y proposer toute la gamme de leurs produits si le marché n'est pas reconnu et si la condition de réciprocité pas respectée.

Se pose donc également un **sujet concurrentiel** : il est paradoxal qu'un opérateur agréé en France ne puisse pas promouvoir les produits d'un marché tiers alors qu'un opérateur agréé dans un pays de l'Union européenne le peut depuis son pays d'implantation, du fait du régime de la libre prestation de services.

Par ailleurs, s'agissant de la promotion de produits potentiellement dangereux, le rapporteur a obtenu la confirmation de la part de la direction générale du Trésor et de l'AMF que **les règles nationales et européennes relatives à la commercialisation des produits s'appliquent pour les opérations sur un marché étranger**. Ces règles concernent tant :

- **les informations transmises par les opérateurs** – qui doivent être correctes, claires et non trompeuses pour tout type de produit ;

- **le conseil et la commercialisation** – les opérateurs doivent s'assurer que le produit proposé est en adéquation avec les objectifs d'investissement du client, que ce dernier est en mesure de faire face à tout risque lié à l'investissement et qu'il possède l'expérience et les connaissances nécessaires pour comprendre les risques inhérents à la transaction. De même, l'assouplissement proposé par le présent article ne remet pas en cause l'interdiction de communication promotionnelle des produits

---

<sup>1</sup> Contribution écrite de l'Association française de gestion financière.



d'investissement jugés dangereux au sens de l'article L. 533-12-7 du CMF<sup>1</sup> ainsi que la possibilité pour l'AMF de suspendre la commercialisation ou la vente d'instruments financiers présentant un risque avéré et documenté<sup>2</sup>, prévue à l'article L. 621-13-7 du même code ;

- **la nature même des produits et opérations proposés.** Par exemple, la promotion de produits de pays tiers ne peut concerner des produits pour lesquels les règles européennes exigent une autorisation de superviseurs européens. Ainsi, la commercialisation de **parts de fonds d'investissement** est conditionnée à la présence substantielle de la société de gestion dans l'un des États membres.

Enfin, entre les conditions de commercialisation et l'appétence pour ces produits, ce sont principalement les clients non professionnels les plus spécialisés et les plus aisés qui sont concernés par l'assouplissement des règles de communication promotionnelle des produits et des opérations sur des marchés tiers. De la même façon, **le risque de « fuite de l'épargne » vers les marchés tiers apparaît très limité** : les demandes de reconnaissance de marchés étrangers sont peu nombreuses et les offres développées par les prestataires de services d'investissement limitées – ces offres présentant des coûts (coûts opérationnels, frais de change) et des exigences particulières (niveau de connaissance des clients).

La commission a conclu de ces éléments d'analyse que le risque d'amoinrir la protection des investisseurs particuliers était faible, voire moindre qu'aujourd'hui si cela conduit à ce que les produits sur marché tiers soient promus et commercialisés par des opérateurs supervisés en France.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Il s'agit des produits dont le risque maximal n'est pas connu au moment de la souscription, dont le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial ou encore dont le risque de perte rapporté aux avantages éventuels correspondants n'est pas raisonnablement compréhensible au regard de la nature particulière du contrat financier proposé.

<sup>2</sup> Une mesure activée pour la commercialisation d'options binaires. Les éléments transmis au rapporteur par la direction générale du Trésor indiquent que cette interdiction s'étend aux produits de pays tiers, y compris lorsqu'ils sont commercialisés via une succursale européenne.

*ARTICLE 5 bis (nouveau)*

**Démarchage bancaire et financier  
pour les plans d'épargne retraite d'entreprise**

Le présent article prévoit d'étendre l'autorisation de démarchage bancaire et financier aux entreprises qui proposent des plans d'épargne retraite d'entreprise, qu'il s'agisse de plans collectifs ou obligatoires, ainsi qu'aux personnes qu'elles mandatent à cette fin.

En effet, une telle autorisation était prévue pour les plans d'épargne pour la retraite collectifs (PERCO), absorbés depuis la loi Pacte dans les plans d'épargne retraite (PER) créés à cette occasion. Le PER d'entreprise collectif (PERECO) prend ainsi le relais du PERCO, fermé à la commercialisation depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2020. C'est pourquoi le présent article vise à appliquer l'autorisation de démarchage bancaire et financier aux entreprises qui proposent désormais des PERECO.

L'extension aux plans d'épargne retraite d'entreprise obligatoires (PERO) n'est en revanche pas intuitive : ces plans étant par nature obligatoires, un démarchage ne semble pas justifié. Au demeurant, les contrats « article 83 » auxquels succèdent les PERO n'étaient pas inclus dans le périmètre de l'autorisation de démarchage bancaire et financier des entreprises qui en proposaient. Dès lors, le rapporteur a proposé un amendement COM-23 tendant à exclure les PERO du périmètre.

La commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.

**I. LE DROIT EXISTANT : LES ENTREPRISES PEUVENT MENER DES OPÉRATIONS DE DÉMARCHAGE BANCAIRE ET FINANCIER DANS LE CADRE DES DISPOSITIFS D'INTÉRESSEMENT, DE PARTICIPATION ET D'ÉPARGNE SALARIALE QU'ELLES PROPOSENT**

L'article L. 341-3 du code monétaire et financier (CMF) détermine la liste des personnes autorisées à recourir ou à se livrer à l'activité de démarchage bancaire et financier.

En particulier, il autorise cette activité de démarchage aux entreprises dans le cadre des dispositifs d'intéressement, de participation et d'épargne salariale qu'elles proposent ainsi qu'aux personnes qu'elles mandatent en ce sens. Les dispositifs d'épargne salariale visés couvrent le plan d'épargne d'entreprise, le plan d'épargne interentreprise, ainsi que le plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO).

Or, dans le cadre de la mise en place des plans d'épargne retraite (PER) par la loi « Pacte »<sup>1</sup>, qui absorbe les anciens produits d'épargne retraite, le PERCO est fermé à la commercialisation depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2020. Pour les titulaires de ces plans, il est toutefois encore possible d'y effectuer des versements. C'est, dans les faits, le plan d'épargne retraite d'entreprise collectif (PERECO), prévu aux articles L. 224-13 à L. 224-22 du CMF, qui prend le relai du PERCO. Le plan d'épargne retraite obligatoire (PERO), prévu aux articles L. 224-23 à L. 224-26 du CMF, s'inscrit davantage dans la continuité des contrats dits « article 83 ».

Pourtant, lors de l'adoption de la loi PACTE et des dispositions associées - notamment l'ordonnance n° 2019-766 du 24 juillet 2019 portant réforme de l'épargne retraite - il n'a pas été procédé à la coordination des dispositions relatives au démarchage bancaire concernant les PERCO avec les nouveaux dispositifs d'épargne retraite.

## **II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE : L'EXTENSION DE L'AUTORISATION DE DÉMARCHAGE POUR LES ENTREPRISES PROPOSANT DES PLANS D'ÉPARGNE RETRAITE D'ENTREPRISE COLLECTIFS ET OBLIGATOIRES**

Le présent article, issu d'un amendement déposé par la députée Véronique Louwagie (Les Républicains), vise à autoriser le démarchage bancaire et financier aux entreprises dans le cadre des plans d'épargne retraite d'entreprise - qu'il s'agisse des plans d'épargne retraite d'entreprise collectifs ou des plans d'épargne retraite obligatoires - qu'elles proposent, ainsi qu'aux personnes qu'elles mandatent à cette fin.

## **III. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : UNE LIMITATION AUX SEULS PLANS D'ÉPARGNE RETRAITE D'ENTREPRISE COLLECTIFS**

**L'harmonisation des autorisations de démarchage bancaire et financier entre les entreprises proposant un PERCO et celles proposant un PERECO est bienvenue** : on pouvait en effet s'interroger sur la légitimité d'une différence de traitement entre ces deux dispositifs alors que l'un a pour vocation de prendre la suite de l'autre.

Toutefois, **il semble de peu d'intérêt d'étendre cette autorisation aux PERO**. D'une part, le démarchage n'est actuellement pas ouvert aux entreprises proposant des contrats de retraite « article 83 », qui constituent l'ancienne version des PERO. D'autre part, du fait de leur caractère obligatoire, ouvrir la possibilité d'un démarchage aux entreprises qui le

---

<sup>1</sup> [Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019](#) relative à la croissance et la transformation des entreprises.

proposent ne semble présenter que peu d'intérêt. En effet, lorsqu'une personne fait partie de la catégorie de salariés auxquels l'employeur a réservé le droit de souscrire un PERO, elle doit obligatoirement souscrire ce plan. Il est à noter que, dans ces conditions, l'entreprise doit informer les salariés éligibles au PERO du caractère obligatoire de leur adhésion au plan.

Dès lors, au regard de ces observations, la commission a adopté un **amendement du rapporteur COM-23** visant à **limiter cette autorisation de démarchage aux entreprises proposant des PERECO.**

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 6

### Définition des titres transférables

Le présent article définit les titres transférables, utilisés dans le cadre du commerce international par les entreprises. Un titre transférable est un document donnant à son porteur le droit d'exiger l'exécution d'une obligation qui y est spécifiée et de transférer ce droit par la vente ou la cession du document.

L'article délimite le champ des titres transférables (lettres de change, billets à ordre, connaissements maritimes et fluviaux, polices d'assurance, récépissés et warrants, bordereaux de cession de créances professionnelles). En particulier, conformément à la recommandation de la Commission des Nations Unis pour le développement du commerce international (CNUDCI), les instruments financiers (actions, obligations) sont explicitement exclus de la définition du titre transférable, tout comme les reçus d'entreposage (représentant la propriété des marchandises), qui sont déjà couverts par des dispositions prévoyant leur dématérialisation.

À l'initiative du rapporteur, la commission a adopté un amendement COM-25 précisant que les bons de caisse ne constituent pas des titres transférables, ainsi qu'un amendement de précision COM-24.

La commission des finances a adopté le présent article ainsi modifié.

#### **I. LE DROIT EXISTANT : UN COMMERCE INTERNATIONAL REPOSANT LARGEMENT SUR LE FINANCEMENT DOCUMENTAIRE NÉCESSITANT ACTUELLEMENT UN SUPPORT PAPIER**

##### **A. *UNE PARTICIPATION FRANÇAISE AU COMMERCE INTERNATIONAL ENCORE INSUFFISANTE ET REPOSANT POUR PARTIE SUR LE FINANCEMENT DOCUMENTAIRE***

#### **1. Le déficit commercial de la France s'élève à 3 % en 2023**

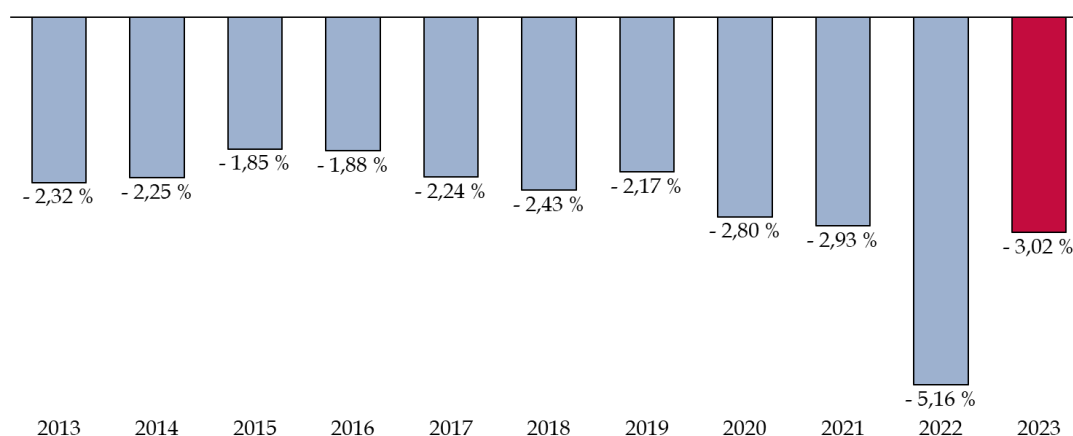
Depuis plus de vingt ans, la France exporte plus de biens qu'elle n'en importe. Selon les estimations de la direction générale du Trésor, le niveau des importations et des exportations françaises est relativement stable depuis 2013. En 2023, les exportations représentent 33,3 % du produit intérieur brut (PIB), les importations françaises 36,3 % du PIB.

Le **déficit commercial de la France s'élève ainsi à 3 % en 2023**, à un niveau supérieur à celui constaté entre 2013 et 2021. L'année 2022 fait figure d'exception, le déficit commercial ayant été porté par la forte hausse des prix de l'électricité. Les importations d'électricité représentaient en effet 2,7 % du PIB en 2021, contre 5,9 % en 2022.

Une tendance à **l'aggravation du déficit commercial français** se dégage pourtant, même en excluant l'année 2022.

### Évolution du déficit commercial français entre 2013 et 2023

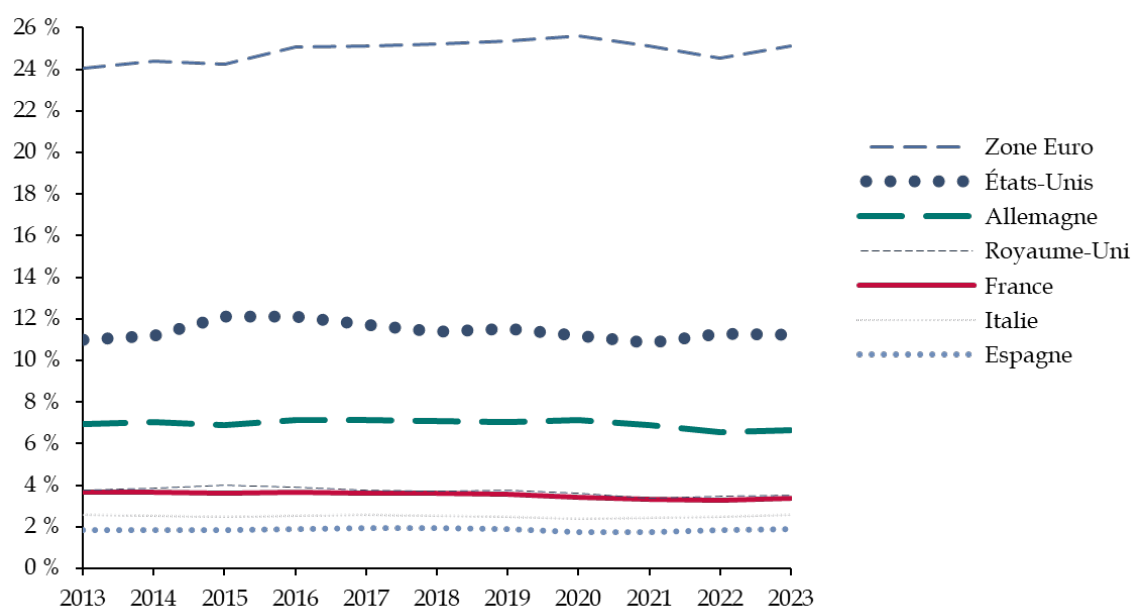
(en % de PIB)



Source : commission des finances du Sénat d'après les données transmises au rapporteur par la direction générale du Trésor

**La part de la France dans les échanges internationaux s'en trouve érodée.** Elle représente 3,4 % des échanges mondiaux de biens et services en 2023, soit une proportion comparable au Royaume-Uni (3,5 %) et supérieure à l'Italie (2,6 %) et à l'Espagne (1,9 %). La part française dans les échanges internationaux demeure toutefois nettement inférieure à celle des États-Unis (11,3 %) et surtout à celle de l'Allemagne, qui représente 6,7 % des échanges internationaux et dont l'économie a une taille comparable à celle de la France.

### Évolution de la part dans le commerce international des principaux pays européens et des États-Unis



Source : commission des finances du Sénat d'après les données transmises au rapporteur par la direction générale du Trésor

Au regard de ces éléments, il apparaît plus que nécessaire de prendre des mesures pour faciliter le commerce international des entreprises françaises et augmenter les exportations, afin de soutenir les bénéfices des firmes nationales.

## 2. Un commerce international reposant pour partie sur le financement documentaire

Le commerce international des entreprises repose sur des financements à la fois publics et privés. Les financements privés sont de deux ordres :

- le **financement de long terme** (*export finance*) désigne des crédits de moyen ou long terme servant au financement d'un projet d'infrastructure réalisé à l'étranger par exemple par un exportateur français, ou de crédit acheteur ou fournisseur (crédit accordé à un importateur par la banque de l'exportateur). Ces financements sont souvent accompagnés d'une assurance-crédit publique ou privée, pour des projets de montants généralement plus élevés que dans le cas des financements de court terme ;

- le **financement de court terme** (*trade finance*), par lequel un acteur, souvent une banque, garantit à l'exportateur le paiement de la marchandise exportée par l'importateur. Ce type de financement est utilisé par des entreprises de toutes tailles. Il implique des documents particuliers représentant un bien ou un droit (dénommés dans la présente proposition de

loi « titres transférables »). Le porteur du document en question peut demander l'exécution de l'obligation inscrite sur le document et transférer ce droit. Par exemple, le connaissement maritime, remis au transporteur maritime par l'exportateur, permet de transférer la propriété des marchandises transportées à l'importateur. Le titre II de la présente proposition de loi concerne ces titres transférables.

Dans un rapport rédigé à la demande du ministère de l'économie, du ministère de la justice et du ministère chargé du commerce extérieur et remis au mois de juillet 2023<sup>1</sup>, un groupe de travail d'Europlace estime qu'environ **20 % des échanges internationaux sont concernés par le financement de court terme** (*trade finance*), ce qui représenterait pour la France 367 milliards d'euros. Il a ainsi évalué à 20 % la part des transactions reposant sur du financement de court terme qui utilisent des titres transférables, soit 73 milliards d'euros pour la France. Les données afférentes sont toutefois difficiles à obtenir et ne permettent pas d'évaluer avec certitude le nombre de transactions réalisées grâce à un financement de court terme en France.

Néanmoins, il est possible d'estimer que 4 %<sup>2</sup> des importations ou exportations vers la France par voie maritime utiliseraient des connaissements maritimes à ordre ou au porteur, représentant environ 9,5 milliards d'euros. La France aurait de plus émis 46,5 milliards de dollars de **crédits documentaires**<sup>3</sup>, reposant pour partie sur un **connaissement maritime** ou sur une **police d'assurance**, soit des documents utilisés pour le financement documentaire, et aurait reçu 25,1 milliards de dollars de crédits documentaires. Le montant des transactions internationales depuis et à destination de la France impliquant un financement documentaire *via* des titres transférables est donc compris entre **9,5 milliards d'euros** et **67 milliards d'euros** (71,6 milliards de dollars).

---

<sup>1</sup> Mission coprésidée par Béatrice Collot et Philippe Henry, « [Accélérer la digitalisation des activités de financement du commerce international](#) » juillet 2023.

<sup>2</sup> D'après des estimations de la direction générale du Trésor.

<sup>3</sup> Les crédits documentaires ne constituent toutefois pas en tant que tels des documents représentant un bien ou un droit (titres transférables). Il s'agit de conventions par lesquelles un acheteur prie sa banque de remettre à un tiers qu'elle désigne une somme d'un montant déterminé en échange d'un titre représentant un droit ou un bien.



## **B. L'ÉCHANGE DE DOCUMENTS SOUS FORMAT « PAPIER » EST SOURCE DE LOURDEUR POUR LA FRANCE DANS LE COMMERCE INTERNATIONAL**

### **1. Une demande de la place de Paris pour réduire les délais liés aux échanges de document sous forme papier dans le commerce international**

Dans le rapport susmentionné, le groupe de travail d'Europlace a recommandé de dématérialiser les titres transférables. Les auteurs du rapport estiment en effet que moins de **0,1 %** des quatre milliards de nouveaux documents produits chaque année dans le cadre des échanges internationaux étaient dématérialisés en 2022.

**L'échange de documents sous format « papier » implique pourtant des lourdeurs importantes pour l'échange de biens et services dans un circuit déjà complexe.** Le rapport précité estime que chaque transaction internationale nécessite la transmission de **36 documents et de 240 copies**, tels que la facture commerciale, la liste de colisage, le connaissement maritime, etc. Les délais d'une transaction sont considérablement allongés si ces documents doivent être transmis sous format papier d'un pays à l'autre.

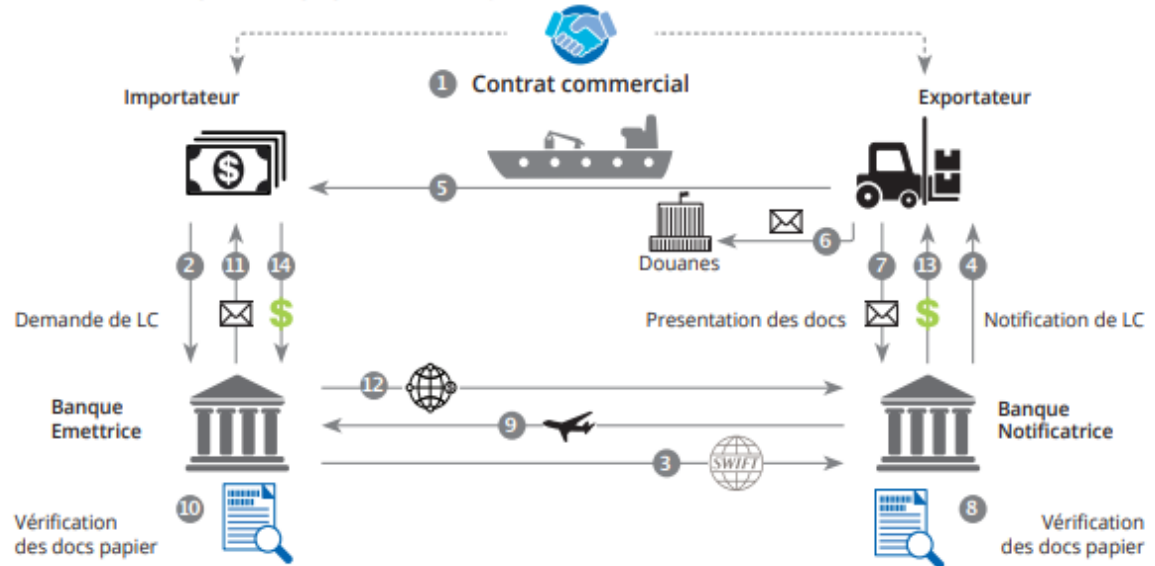
Un rapport<sup>1</sup> du comité national de la Chambre de commerce internationale (ICC) de 2022 estime qu'une vente internationale fondée sur l'utilisation d'un connaissement maritime prend de **douze à quinze jours**, alors qu'une telle vente prendrait entre **48 et 72 heures** si le connaissement maritime était dématérialisé. En effet, dans ce cas, une fois le contrat signé entre l'importateur et l'exportateur, l'importateur demande une **lettre de crédit (LC)**, ou crédit documentaire, à sa banque, qui notifie la banque de l'exportateur *via* la messagerie instantanée SWIFT. L'exportateur envoie ses marchandises par bateau et transfère le connaissement maritime à sa propre banque, qui l'envoie à la banque de l'importateur, ces deux acteurs s'assurant de la conformité du document. C'est seulement une fois qu'il est en possession du connaissement maritime sous format papier, déjà passé par deux banques, que l'importateur exécute le paiement. Ce circuit déjà complexe serait considérablement simplifié par la dématérialisation des différents documents, et notamment du connaissement maritime.

---

<sup>1</sup> Chambre de commerce internationale (ICC France), [Défis et opportunités de la digitalisation du commerce international. Livre blanc 2022](#), 2022.

## Comparaison du circuit d'échange international de marchandise par voie maritime sans dématérialisation des documents

Durée total du process papier : 12 / 15 jours



### Liste de documents requis standards :

- |                                       |                            |                                    |
|---------------------------------------|----------------------------|------------------------------------|
| 1. Facture commerciale                | 4. Certificat d'origine    | 7. Certificat phytosanitaire       |
| 2. Connaissance maritime (négociable) | 5. Certificat d'inspection | 8. Documents commerciaux légalisés |
| 3. Liste de colisage                  | 6. Certificat d'assurance  | 9. Effet de commerce (négociable)  |

### Legendes :

- |                                       |                               |          |                       |                        |
|---------------------------------------|-------------------------------|----------|-----------------------|------------------------|
| Envoi des docs physiques par courrier | Echange de docs électroniques | Paiement | Envoi de marchandises | Paiement interbancaire |
|---------------------------------------|-------------------------------|----------|-----------------------|------------------------|

Notes : LC signifie lettre de crédit et docs renvoie aux différents documents échangés (certificat phytosanitaire, certificat d'origine, facture commerciale etc.). Si la dématérialisation des documents était autorisée, l'ensemble des envois par courrier se ferait électroniquement.

Source : chambre de commerce internationale (ICC France), *Défis et opportunités de la digitalisation du commerce international. Livre blanc 2022, 2022*

Preuve de l'enjeu de cette question pour le commerce international, une loi-type sur les documents transférables électroniques a été rédigée par la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI) en 2017, afin d'inspirer des initiatives nationales reprenant un cadre juridique harmonisé.

## 2. Des dispositifs de dématérialisation déjà existants dans le droit français

Des dispositifs de dématérialisation de certains documents existent déjà pour faciliter le commerce international. Selon le rapport du groupe de travail d'Eurolplace susmentionné, « le droit positif français permet d'ores et déjà l'usage électronique de la plupart des documents du commerce international

(garanties, factures, notes de poids et / ou de colisage, certificats d'origine, attestations et certificats divers, etc.). »

Ainsi par exemple, la loi du 21 juin 2004 pour la confiance dans l'économie numérique<sup>1</sup>, qui a transposé la directive du 8 juin 2000<sup>2</sup> sur le commerce électronique, a reconnu la validité des actes juridiques établis sous forme électronique à l'article 25-I, qui correspond aujourd'hui aux articles 1174 et 1175 du Code civil. L'article 1174 du Code civil dispose que « lorsqu'un écrit est exigé pour la validité d'un contrat, il peut être établi et conservé sous forme électronique ».

L'ordonnance du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations<sup>3</sup> a introduit dans le Code civil des dispositions propres au **contrat conclu par voie électronique**, et notamment les articles 1366 et 1367 du Code civil, évoqués dans le commentaire de l'article 7. Concernant en particulier la **signature électronique** d'un contrat, le décret<sup>4</sup> du 28 septembre 2017 relatif à la signature électronique, pris en application de l'ordonnance précitée, précise en son article 4 qu'« est une signature électronique qualifiée une signature électronique avancée, conforme à l'article 26 du règlement susvisé et créée à l'aide d'un dispositif de création de signature électronique qualifié répondant aux exigences de l'article 29 dudit règlement, qui repose sur un certificat qualifié de signature électronique répondant aux exigences de l'article 28 de ce règlement. »

La loi pour une République numérique du 7 octobre 2016<sup>5</sup> établit un cadre juridique pour la dématérialisation des documents et des échanges électroniques, notamment concernant les contrats d'assurance.

La dématérialisation des documents représentant un droit ou un bien, nommés par le titre II de la proposition de loi « titres transférables », nécessite toutefois une disposition d'ordre législatif pour s'assurer de l'unicité du document dématérialisé, afin que seul cet exemplaire confère, à une personne bien identifiée, soit le bien, soit le droit afférent.

---

<sup>1</sup> [Loi n° 2004-575 du 21 juin 2004](#) pour la confiance dans l'économie numérique.

<sup>2</sup> [Directive 2000/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2000](#) relative à certains aspects juridiques des services de la société de l'information, et notamment du commerce électronique, dans le marché intérieur.

<sup>3</sup> [Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016](#) portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.

<sup>4</sup> [Décret n° 2017-1416 du 28 septembre 2017](#) relatif à la signature électronique.

<sup>5</sup> [Loi n° 2016-1321 du 7 octobre 2016](#) pour une République numérique.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : DÉFINIR LE TITRE TRANSFÉRABLE, AFIN DE PERMETTRE LA DÉMATÉRIALISATION DE CE TYPE DE DOCUMENT

Les articles 6 à 9, qui composent le titre II de la proposition de loi, sont liés les uns aux autres et concernent les titres électroniques transférables. Ils reprennent les principales dispositions, en les adaptant, de la loi-type sur les documents transférables électroniques de la CNUDCI de 2017.

Le premier alinéa du I de l'article 6 **définit la notion de titre transférable**. Il s'agit d'un document donnant à son porteur **le droit d'exiger l'exécution d'une obligation** qui y est spécifiée et **de transférer ce droit** par la vente ou la cession du document.

### A. LES DOCUMENTS INCLUS DANS LA DÉFINITION DE TITRE TRANSFÉRABLE

Les divisions 2° à 9° du I du présent article déterminent le champ d'application de la définition de titre transférable. En l'espèce, la notion de titre transférable recouvre explicitement :

- les **lettres de change** et **billets à ordre** régis par le titre premier du livre V du code du commerce. La **lettre de change** est un titre du droit commercial par lequel un créancier donne mandat à son débiteur de payer à une certaine date une somme d'argent à une tierce personne. Le **billet à ordre** désigne un document par lequel le souscripteur se reconnaît débiteur du bénéficiaire, auquel il promet de payer une certaine somme d'argent à un certain terme spécifiés sur le titre ;

- les **connaissances maritimes** ou **fluviaux** à ordre ou au porteur régis respectivement par la section 2 du chapitre II du titre II du livre IV de la cinquième partie du code des transports et par l'article 13 de la convention de Budapest relative au contrat de transport de marchandises en navigation intérieure faite le 22 juin 2001. Les **connaissances maritimes et fluviaux** sont des titres de propriété autorisant à disposer d'une marchandise, transportée soit par voie maritime soit par voie fluviale ;

- les **contrats d'assurance de dommages et de personnes**, régis par le chapitre II du titre I<sup>er</sup> du livre I<sup>er</sup> du code des assurances. Les assurances de dommages obligent l'assureur à indemniser l'assuré d'un sinistre sur son patrimoine. Les assurances de personnes imposent à l'assureur de couvrir un risque affectant la personne physique de l'assuré ;

- les **contrats d'assurance maritime, aérienne et aéronautique, fluviale et lacustre, sur marchandises transportées par tous modes et de responsabilité civile spatiale**, à ordre ou au porteur, régis par le chapitre II du titre VII du livre I<sup>er</sup> du code des assurances. Ces contrats permettent de garantir le risque maritime, le risque lié au transport de marchandises par voie

maritime, aérienne ou terrestre, les risques aériens et aéronautiques et les risques relatifs à la sécurité civile d'une opération spatiale ;

- les **bordereaux de cession ou de nantissement de créances professionnelles** régis par la sous-section I de la section 3 du chapitre III du titre I<sup>er</sup> du livre III du code monétaire et financier. Un bordereau de nantissement ou de cession permet à une entreprise de remettre à un établissement de crédit des créances professionnelles en échange de la garantie d'obtention d'un crédit par l'établissement ainsi nanti.

Il est à noter toutefois que certains documents non explicitement inclus dans le I du présent article pourraient être considérés comme des titres transférables. La France participe ainsi à des négociations internationales dans le cadre de la CNUDCI concernant la création d'un connaissance ferroviaire<sup>1</sup>.

#### **B. LES DOCUMENTS EXCLUS DE LA DÉFINITION DE TITRE TRANSFÉRABLE**

Conformément à la recommandation de la CNUDCI, certains instruments, sont explicitement exclus de la définition de titre transférable, dont les instruments financiers (actions, obligations) et les reçus d'entreposage (représentant la propriété des marchandises), qui sont déjà couverts par des dispositions prévoyant leur dématérialisation, afin de ne pas créer d'incohérence juridique. Les documents régis par un droit spécifique, tels que les copies exécutoires représentant des créances hypothécaires à ordre ou les titres à ordre afférents à la vente ou au nantissement d'un fonds de commerce sont également exclus. Ainsi, plus précisément, les documents suivants sont exclus du champ d'application de la définition de titre transférable par le II du présent article :

- les **instruments financiers** régis par le titre I<sup>er</sup> du livre II du code monétaire et financier. Ils comprennent les titres financiers, soit les titres de capital émis par les sociétés par actions, les titres de créance et les parts ou actions d'organismes de placement collectif, ainsi que les contrats financiers, soit des contrats à terme figurant sur une liste fixée par décrets. La loi de finances pour 1982<sup>2</sup> a ainsi déjà prévu des dispositions concernant leur dématérialisation ;

- les **chèques bancaires et postaux** régis par le chapitre I<sup>er</sup> du titre III du livre I<sup>er</sup> du code monétaire et financier, qui doivent comprendre un ordre de payer une somme déterminée, le nom du payeur et du bénéficiaire, la signature du bénéficiaire et l'indication du « lieu où le paiement doit s'effectuer » ;

---

<sup>1</sup> D'après les éléments transmis par la direction des affaires civiles et du Sceau lors de son audition par le rapporteur.

<sup>2</sup> [Loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981](#) de finances pour 1982.

- les **titres spéciaux de paiement dématérialisés** régis par l'article 525-4 du code monétaire et financier dont la liste est fixée par arrêté<sup>1</sup> et qui comprend notamment le titre-restaurant et le chèque-vacances ;

- les **titres à ordre afférents à la vente ou au nantissement d'un fonds de commerce** régis par l'article L. 143-18 du code de commerce, soit les titres réglant le privilège du vendeur ou le nantissement d'un fonds de commerce ;

- les **reçus d'entreposage**, régis par l'article L. 522-37-1 du code de commerce, qui prévoit déjà l'inscription de ces titres sur le registre d'une plateforme spécifique. Il s'agit de titres devant être inscrits sur un registre géré par une plateforme de négociation et constatant l'existence de marchandises ;

- les **copies exécutoires représentant des créances hypothécaires à ordre** régies par la loi<sup>2</sup> du 15 juin 1976, c'est-à-dire des prêts accordés pour financer l'achat d'un bien immobilier. Une copie exécutoire est établie par le notaire pour rapporter littéralement les termes de l'acte authentique qu'il a dressé.

### III. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE : DES ADAPTATIONS PRINCIPALEMENT RÉDACTIONNELLES

La commission des finances de l'Assemblée nationale a adopté **cinq amendements rédactionnels**, un amendement opérant un renvoi vers l'article 13 de la convention relative au contrat de transport de marchandises en navigation intérieure, signée à Budapest le 22 juin 2001, plutôt qu'à l'arrêté précité du 20 juillet 1960 et un amendement intégrant les bordereaux de nantissement de créances professionnelles dans le champ d'application de la définition des titres transférables.

Au stade de la séance, l'Assemblée nationale a modifié l'alinéa premier du I du présent article par un amendement du Gouvernement qui visait à préciser que le porteur d'un titre transférable peut uniquement demander le transfert d'un titre transférable, et non le transférer lui-même.

---

<sup>1</sup> [Arrêté du 17 juin 2013](#) fixant la liste des titres spéciaux de paiement dématérialisés en application de l'article L. 525-4 du code monétaire et financier.

<sup>2</sup> [Loi n° 76-519 du 15 juin 1976](#) relative à certaines formes de transmission des créances.

#### IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : LA DÉMATÉRIALISATION DES TITRES TRANSFÉRABLE, UN ENJEU DE COMPÉTIVITÉ POUR LA FRANCE MAIS UN GAIN POTENTIEL LIMITÉ

La commission est favorable aux dispositions du titre II, mais estime que le gains potentiels liés à la dématérialisation des titres transférables ne doivent pas être surestimés.

##### A. *UN ENJEU DE COMPÉTIVITÉ POUR LA FRANCE, MAIS DES GAINS POTENTIELS LIMITÉS PAR LA FAIBLE ADOPTION DE DISPOSITIONS DE DÉMATÉRIALISATION DANS D'AUTRES PAYS*

###### 1. **Un faible nombre de pays a adopté des dispositions prévoyant la dématérialisation des titres transférables**

L'objectif de la dématérialisation des titres transférables est de favoriser le commerce international, en réduisant les lourdeurs liées aux documents demandés dans le cadre d'une transaction. Son effet juridique dépend donc de l'adoption par d'autres pays de dispositions semblables. L'alignement avec la loi-type de la CNUCDI de 2017 permet au moins d'assurer la cohérence des dispositions présentes avec celles adoptées dans d'autres pays. Le risque juridique lié à des droits nationaux différents s'en trouve ainsi limité.

Toutefois, il faut noter que seul un **faible nombre d'États** ont actuellement adopté des dispositions semblables : Singapour, Abu Dhabi, le Qatar, le Belize, Kiribati, le Paraguay, la Papouasie-Nouvelle-Guinée ainsi que le Royaume-Uni depuis novembre 2023. L'Allemagne a voté en 2013 une modification du code de commerce entraînant des effets équivalents.

Le faible nombre de pays appliquant la dématérialisation des documents transférables constitue une limite aux gains escomptés de la dématérialisation des titres.

### **L'adoption d'une loi sur la dématérialisation des titres transférables par le Royaume-Uni**

Le Royaume-Uni a adopté en 2023 l'*Electronic Trade Documents Act*, qui est globalement similaire au titre II de la présente proposition de loi, utilisant la loi-type de la CNUDCI. Trois différences peuvent toutefois être relevées.

D'abord, la loi fait référence à son article 3 à la notion de « *possession* », contrairement à la proposition française qui évoque simplement le contrôle exclusif du porteur d'un titre transférable. La direction des affaires civiles et du sceau a en effet argué que la notion de « *possession* » n'existe pas dans le code de commerce régissant la lettre de change, le billet à ordre, les récépissés et les warrants. Introduire une notion nouvelle dans un texte extérieur au code régissant les titres transférables leur semble dès lors « *inopportun au regard de l'exigence d'accessibilité de la loi* ». L'usage de la notion de « *possession* » ne paraît en effet ni utile ni appropriée dans ce cadre ;

Ensuite, concernant la méthode fiable d'identification du porteur du titre transférable, la loi anglaise se borne à viser quelques-uns des critères devant être pris en considération pour savoir si le système utilisé est fiable alors que la proposition française laisse à l'autorité réglementaire le soin de préciser cette méthode fiable, pour une plus forte sécurité juridique ;

Enfin, s'agissant de la possibilité de la conversion du titre établi sous une forme (électronique ou papier) en une autre forme, la proposition française tient compte du fait que le document électronique peut contenir plus de données que le titre papier (denier alinéa de l'article 8.II : « *le titre converti conserve, en tant que de raison, les propriétés du titre initial* »), contrairement à la loi anglaise.

*Source : commission des finances d'après les éléments transmis par Europlace et par la direction des affaires civiles et du Sceau lors de leur audition par le rapporteur*

## **2. Le gain potentiel lié à la dématérialisation des titres transférables est donc pour le moment limité**

Le rapport publié par le groupe de travail d'Europlace au mois de juillet 2023 estimait que le gain tiré de la dématérialisation des titres transférables pourrait s'élever, pour l'ensemble des acteurs, à **3,8 milliards d'euros à l'horizon 2030**. Les auteurs se fondaient toutefois sur l'hypothèse que l'ensemble des pays commerçant avec la France utiliseraient la version dématérialisée des titres transférables, ce qui n'est pas le cas. Actuellement, les pays ayant adopté des dispositions permettant la dématérialisation des titres transférables représentent seulement 0,7 % des importations et 2,6 % des exportations de la France<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> D'après les chiffres transmis par la direction générale du Trésor en réponse au questionnaire du rapporteur. Il convient toutefois de noter que même si un État n'a pas modifié son droit pour prévoir la dématérialisation des titres transférables, il peut les accepter, sans que ce ne soit une obligation.



Certains pays travaillent toutefois à l'adoption de telles dispositions ou ont déjà de dispositions similaires : l'Allemagne<sup>1</sup>, les États-Unis et la Thaïlande. Ces pays représentent 23,9 % des importations et 27,8 % des exportations françaises<sup>58</sup>. S'il est estimé, similairement à la méthode retenue par Europlace et par l'étude d'impact de la loi adoptée par le Royaume-Uni en novembre 2023, que le taux d'adoption des dispositions de dématérialisation par les entreprises françaises sera de 30 % au cours des cinq premières années et 5 % pour les suivantes, alors le gain potentiel des dispositions de dématérialisation des titres transférables s'élèverait à 770 millions de dollars, soit **720 millions d'euros sur dix ans**<sup>2</sup>.

Le gain potentiel pour les entreprises françaises et l'économie de façon générale est donc, selon toute probabilité, **limité**.

### **3. La dématérialisation des titres transférables n'en demeure pas moins un enjeu de compétitivité pour la France**

La dématérialisation des titres transférables constitue un avantage concurrentiel dont la France doit se saisir, en particulier au vu de la récente adoption d'une loi similaire par le Royaume-Uni. **Il convient que de premiers États développent la dématérialisation de ces titres pour que celle-ci se mette en place de façon plus massive dans le monde.**

L'exemple français peut ainsi être **source d'inspiration** pour d'autres pays : le rapport précité du groupe de travail d'Europlace a par exemple été intégralement traduit en chinois à l'initiative des autorités chinoises. La Chine pourrait vouloir adopter une loi similaire. Des initiatives semblables existent, notamment en Espagne et en Italie. La législation du Royaume-Uni peut aussi avoir un effet d'entraînement majeur sur l'adoption par la communauté internationale de cadres juridiques compatibles avec la loi type, la majorité des contrats commerciaux reposant sur des systèmes juridiques de *common law* (80 %).

Par ailleurs, la présente rédaction de la loi française pourrait être source d'une **sécurité juridique plus importante à court et moyen terme** que la loi anglaise, puisque son article 8 confie à un décret pris en Conseil d'État la définition d'une méthode fiable permettant d'identifier le porteur d'un titre transférable, au lieu de se borner à décrire les critères de définition d'une telle méthode et à attendre que la jurisprudence se prononce sur ces critères.

---

<sup>1</sup> Le droit allemand reconnaît l'usage de certains documents électroniques du commerce international depuis 2013. Un groupe de travail, dirigé par ICC Germany, a remis au mois d'octobre 2022 un rapport au ministère fédéral de la justice comprenant un projet de cadre juridique unique pour tous les documents électroniques de fret, d'entreposage et d'assurance, afin d'assurer la pleine compatibilité du droit allemand avec les principes de la loi type de la CNUDCI.

<sup>2</sup> D'après les éléments transmis par la direction générale du Trésor lors de son audition par le rapporteur.

De plus, dans certaines juridictions, des titres transférables peuvent déjà être utilisés sous forme **électronique même si le pays n'a pas reconnu le format électronique de tous les titres transférables**. Par exemple, une police d'assurance est reconnue sous format papier et dématérialisée en Australie ou en Italie<sup>1</sup>. La loi de l'État de New York prévoit que les documents électroniques des accords et transactions commerciales sont valides, y compris les connaissements électroniques.

L'article 8 de la présente proposition de loi prévoit de plus l'équivalence des effets des titres transférables quel que soit le format employé. Or, la quasi-totalité des pays reconnaît la validité juridique des actes régis par un droit étranger, au sein de l'Union européenne, *via* la directive dite « Rome I »<sup>2</sup> par exemple. En ce sens, la reconnaissance des titres électroniques dans un pays étranger n'ayant pas encore transcrit dans son droit les principes de la loi-type de la CNUDCI n'est pas fondamentalement différente de la reconnaissance dans ce même pays de ceux des documents équivalents sur support « papier » régis par le droit français.

#### **B. LA DÉFINITION DES TITRES TRANSFÉRABLES DOIT ÊTRE REPRÉCISÉE**

La définition proposée des titres transférables permet d'inclure des documents utiles au financement documentaire même s'ils ne sont pas explicitement mentionnés, dans le cas où ils répondent à la définition de titre transférable. L'article permet ainsi une certaine souplesse.

Une catégorie de documents n'est toutefois pas comprise dans les exclusions du champ d'application de la définition des titres transférables, à savoir celle des bons à caisse, régis par le chapitre III du titre II du livre II du code monétaire et financier. Les bons de caisse sont définis comme « *des titres nominatifs et non négociables comportant engagement par un commerçant de payer à échéance déterminée, délivrés en contrepartie d'un prêt* », selon l'article L. 223-1 du code monétaire et financier. D'une part, ces titres étant nominatifs et non négociables, ils ne peuvent être transférés d'une personne à une autre. D'autre part, ces titres étant des placements à terme, ils constituent en réalité des instruments financiers et n'ont pas vocation à être des titres transférables au sens de l'article 6 de la présente proposition de loi, conformément aux recommandations de la CNUDCI. Il est toutefois utile de préciser cette exclusion pour des documents dont la nature est proche de celle du billet à ordre, qui constitue un titre transférable explicitement mentionné par le I de l'article 6 de la présente proposition de loi. En conséquence, la commission a adopté **un amendement COM-25** du rapporteur tendant à **exclure les bons de caisse du champ des titres transférables**.

---

<sup>1</sup> D'après les éléments transmis par Europlace lors de son audition par le rapporteur.

<sup>2</sup> [Règlement \(CE\) n°593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles, dit Rome I.](#)

Un **amendement de précision COM-24** du rapporteur a également été adopté par la commission.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 7

### Reconnaissance de la forme électronique des titres transférables

Le présent article prévoit que le transfert, la remise ou la modification d'un titre transférable sont subordonnés aux conditions de mise en œuvre d'une méthode fiable, définie à l'article 8. Il définit également la notion de porteur du titre transférable comme disposant du contrôle exclusif de ce titre, ce qui lui permet d'exercer les droits conférés par le titre et de le transférer.

Le présent article adapte aux titres transférables dématérialisés les règles relatives aux titres « papier » et précise que la remise d'un titre transférable électronique peut se faire par courriel ou par tout autre moyen informatique.

La commission des finances a adopté cet article modifié par trois amendements rédactionnels et de précision (COM-26, COM-27 et COM-28).

#### I. LE DROIT EXISTANT : DES DISPOSITIONS UTILES MAIS INSUFFISANTES POUR CARACTÉRISER UN PORTEUR UNIQUE DU TITRE TRANSFÉRABLE DÉMATÉRIALISÉ

Pour une présentation détaillée du titre transférable et de sa dématérialisation, le lecteur est invité à se reporter au commentaire de l'article 6 de la présente proposition de loi.

##### A. DES ENJEUX LIÉS À LA DÉFINITION D'UNE MÉTHODE FIABLE POUR IDENTIFIER UN PORTEUR DU TITRE TRANSFÉRABLE

Les règles relatives à la gestion des titres transférables ne sont pas adaptées à leur dématérialisation. Pour être utilisés dans les transactions commerciales internationales et transférés d'un pays à un autre, les documents transférables électroniques doivent être reconnus comme des **équivalents fonctionnels des documents papier**. Or, il est complexe de déterminer ce qui constitue un document « *original* » et sa « *possession* » dans un environnement électronique. Le porteur du titre transférable doit pouvoir être identifié comme l'unique personne à pouvoir exercer les droits conférés par le titre et à être en mesure d'en demander le transfert. Un document scanné, établi sans méthode pour s'assurer de son unicité et de son authenticité, ne confère pas les mêmes possibilités qu'un titre transférable au format papier.

Les **progrès technologiques actuels** peuvent toutefois permettre de remédier à cette difficulté, grâce à des technologies telles que les registres de titres fonciers, la chaîne de blocs (« *blockchain* ») et la technologie des registres distribués (cf. *commentaire de l'article 8*).

#### **B. LA RÉGLEMENTATION EXISTANTE EST UTILE MAIS INSUFFISANTE**

Des dispositions législatives existantes concernent la reconnaissance de la version dématérialisée de certains documents. **L'article 1366 du code civil** dispose que « *l'écrit électronique a la même force probante que l'écrit sur support papier* », à la condition que l'auteur puisse en être identifié et qu'il soit conservé dans des conditions « *garantissant son intégrité* ». **L'article 1367 du code civil** prévoit la possibilité d'une signature électronique d'un acte à la condition qu'elle soit établie grâce à un « *procédé fiable d'identification garantissant son lien avec l'acte auquel elle s'attache* ». Ces dispositions sont toutefois insuffisantes pour garantir en tant que telles l'équivalence entre les versions dématérialisées et la version « papier » des titres transférables au sens de l'article 6 de la proposition de loi.

La réglementation européenne fournit des normes d'encadrement de la dématérialisation des documents, notamment les règlements dits eIDAS<sup>1</sup> et eFTI<sup>2</sup>.

Le **règlement eIDAS** a pour objet d'instaurer un socle commun de règles pour des interactions électroniques sécurisées au sein de l'Union européenne. Il prévoit d'une part des exigences de sécurité harmonisées entre les États membres pour l'identification électronique ainsi qu'un mécanisme de reconnaissance mutuelle des moyens d'identification électronique entre États membres. D'autre part, il instaure un cadre juridique pour les services de confiance impliqués dans les interactions électroniques, en définissant des exigences de sécurité et d'interopérabilité. Le décret du 28 septembre 2017 relatif à la signature électronique<sup>3</sup>, permettant l'application de l'article 1367 du code civil, fait référence aux exigences de ce règlement européen.

Le **règlement eFTI** traite spécifiquement des informations électroniques sur le transport de marchandises, facilitant la numérisation des documents de transport tels que les connaissements, les certificats d'origine et autres documents liés au commerce. Il garantit un cadre légal européen harmonisé pour l'échange d'informations relatives au transport de marchandises entre les opérateurs économiques et les administrations.

---

<sup>1</sup> [Règlement \(UE\) n° 910/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 sur l'identification électronique et les services de confiance pour les transactions électroniques au sein du marché intérieur et abrogeant la directive 1999/93/CE.](#)

<sup>2</sup> [Règlement \(UE\) 2020/1056 du Parlement européen et du Conseil du 15 juillet 2020 concernant les informations électroniques relatives au transport de marchandises.](#)

<sup>3</sup> [Décret n° 2017-1416 du 28 septembre 2017 relatif à la signature électronique.](#)

Les normes contenues dans les règlements européens eIDAS et eFTI sont utiles pour fournir un cadre de référence à la dématérialisation des titres. Elles ne sont toutefois pas suffisantes pour permettre la dématérialisation des titres transférables, qui confèrent un droit au porteur par leur simple transfert.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : LA DÉFINITION DU PORTEUR DU TITRE TRANSFÉRABLE PAR SON CONTRÔLE EXCLUSIF SUR CE TITRE, ÉTABLI GRÂCE À UNE MÉTHODE FIABLE

Le présent article prévoit l'existence de titres transférables au format électronique et définit la qualité de porteur d'un tel titre par son contrôle exclusif sur ce titre.

### A. LA DÉFINITION DU PORTEUR DU TITRE TRANSFÉRABLE PAR SON CONTRÔLE EXCLUSIF SUR LE TITRE

Le I du présent article prévoit qu'un titre transférable au sens de l'article 6 peut être établi, signé et conservé sous forme électronique, conformément aux dispositions prévues par les articles 1366 et surtout 1367 du code civil. Le transfert, la remise ou la modification de ce titre sont subordonnés aux conditions de mise en œuvre d'une **méthode fiable**, définie à l'article 8 de la présente proposition de loi.

Le II du présent article définit le **porteur du titre** transférable dématérialisé comme la personne disposant du **contrôle exclusif** de ce titre, qui lui permet d'exercer les droits conférés par le titre, de le modifier et de le transférer. La notion de contrôle exclusif permet ainsi d'assurer qu'un titre transférable dématérialisé confère uniquement des droits au **porteur** de ce titre, puisqu'il est le seul à en avoir le contrôle. L'établissement du contrôle exclusif d'un porteur sur un titre transférable est permis par la méthode fiable définie à l'article 8 de la proposition de loi.

### B. DES POSSIBILITÉS DE MODIFICATION IDENTIQUES SELON LES VERSIONS, DÉMATÉRIALISÉES OU NON, DES TITRES TRANSFÉRABLES

Le III du présent article précise que les mentions existant sur un titre transférable sur support papier, tels que l'endos, l'acceptation ou l'aval, peuvent exister sur le même titre au format dématérialisé. Cette disposition permet d'assurer que les possibilités de modification offertes par la possession d'un titre transférable en version électronique sont les mêmes que celles offertes par un titre transférable en version papier.

Le IV du présent article prévoit que la présentation ou la remise d'un titre transférable électronique peut se faire par **tout moyen de communication électronique**, à la condition que le destinataire en accuse réception ou que son

comportement illustre la bonne réception du document. Le moyen le plus courant de communication est la messagerie électronique. L'utilisation d'un lien de téléchargement ou d'un serveur partagé par exemple est toutefois possible également grâce à cette rédaction.

Le V du présent article précise que le transfert ou le nantissement des droits liés au titre transférable est opéré par le **transfert du contrôle exclusif** opéré sur ce titre, grâce à un endossement ou même à une simple remise dudit titre. L'endos en blanc n'est possible que si le porteur du titre est bien identifié comme la personne en ayant le contrôle exclusif. Cette disposition permet d'assurer qu'un titre transférable en version électronique peut être transféré d'un porteur à un autre, grâce à la notion de contrôle exclusif.

Enfin, le VI du présent article prévoit que tout **signe distinctif** pouvant être apposé sur un titre transférable sur support papier, tel qu'un tampon, un cachet ou une griffe, peut être également ajouté à un titre transférable en version électronique, grâce à l'apposition d'une image reproduisant le signe distinctif en question avec la date et l'heure. Cette disposition permet d'assurer que les titres transférables au format électronique peuvent comprendre les mêmes signes distinctifs que ceux au format papier.

### III. DES MODIFICATIONS RÉDACTIONNELLES APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

La commission des finances de l'Assemblée nationale a adopté quatre amendements rédactionnels du rapporteur. Aucun amendement n'a été adopté en séance.

### IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : UNE DÉFINITION DU PORTEUR DU TITRE TRANSFÉRABLE PAR SON CONTRÔLE EXCLUSIF INDISPENSABLE

La rédaction du présent article permet de définir le porteur du titre transférable par son contrôle exclusif sur ce titre, ce qui est particulièrement nécessaire dans le cas d'un titre transférable électronique.

La notion de contrôle exclusif, établi grâce à la méthode fiable définie à l'article 8 de la présente proposition de loi, est indispensable pour permettre la dématérialisation des titres transférables, qui autrement perdraient toute valeur en ne permettant pas d'identifier un porteur unique du titre. Le recours à cette notion est juridiquement fondé et solide et permet de décrire le lien entre le porteur et le titre dans sa dimension technique. L'utilisation de la notion de « *possession* », à l'image de la loi britannique, n'aurait pas été aussi satisfaisante, cette notion n'existant pas dans le code de commerce français,

comme rappelé dans le commentaire de l'article 6.

La commission relève également que les dispositions du présent article permettent de rendre les possibilités de modification des titres transférables identiques quel que soit le format utilisé, ce qui permet d'établir l'équivalence entre les versions papier et dématérialisée des titres transférables, prévue au II de l'article 8 de la présente proposition de loi.

**Trois amendements rédactionnels et de précision** du rapporteur (COM-26, COM-27 et COM-28) ont été adoptés par la commission.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**



*ARTICLE 8*

**Équivalence fonctionnelle entre les titres transférables imprimés  
et les titres transférables électroniques  
et convertibilité de ces titres d'un format à l'autre**

Le présent article prévoit que les titres transférables électroniques ont les mêmes effets que les titres transférables imprimés, cette équivalence étant conditionnée au respect d'une « méthode fiable » par le système électronique qui matérialise le titre. Cette méthode doit permettre d'identifier le titre électronique, ses signataires et porteurs successifs ainsi que son porteur légitime, d'établir le contrôle exclusif de ce dernier sur le titre et d'assurer son intégrité.

Le présent article prévoit également la possibilité de convertir un titre transférable électronique en titre transférable sur support papier et inversement, sauf mention contraire explicitement indiquée sur le document. Cette possibilité doit notamment permettre de pouvoir échanger les titres dans des pays qui ne reconnaissent pas le format électronique des titres transférables.

La commission a adopté deux amendements de précision identiques du rapporteur et du rapporteur pour avis de la commission des lois (COM-29 et COM-62) puis a adopté cet article ainsi modifié.

**I. LE DROIT EXISTANT : DES NORMES EUROPÉENNES ET DES TECHNOLOGIES DÉJÀ EXISTANTES DANS LA LOI POUVANT SERVIR À CARACTÉRISER LA MÉTHODE FIABLE SERVANT À IDENTIFIER LES TITRES TRANSFÉRABLES ÉLECTRONIQUES**

L'article 8 vise notamment à définir la méthode fiable mentionnée à l'article 7 et qui sert à identifier le porteur du titre transférable et à établir son contrôle exclusif sur le titre. Pour une présentation détaillée du titre transférable et de sa dématérialisation, ainsi que de la notion de porteur du titre transférable, le lecteur est invité à se reporter aux commentaires des articles 6 et 7 de la présente proposition de loi.

### A. LA RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE PRÉVOIT DES NORMES UTILES À LA DÉFINITION D'UNE MÉTHODE FIABLE GARANTISSANT LA SINGULARITÉ DES TITRES TRANSFÉRABLES DÉMATÉRIALISÉES

Comme décrit dans le commentaire de l'article 7, pour assurer l'équivalence entre titres transférables électroniques et titres papier, et selon la loi-type de la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI), le document électronique doit pouvoir faire l'objet d'un **contrôle**, de sa création jusqu'au moment où il cesse de produire des effets, tandis que son **intégrité** doit être préservée. Les évolutions technologiques récentes sont essentielles pour établir une **méthode fiable** à cet effet.

La réglementation européenne prévoit déjà un cadre permettant de définir la singularité d'un titre transférable électronique, *via* les règlements eIDAS<sup>1</sup> et eFTI<sup>2</sup> (cf. *commentaire de l'article 7*).

### B. UNE TELLE MÉTHODE FIABLE PERMETTANT D'IDENTIFIER LES TITRES TRANSFÉRABLES DÉMATÉRIALISÉS PEUT REPOSER SUR LA TECHNOLOGIE DE LA CHAÎNE DES BLOCS

L'identification d'un titre transférable dématérialisé comme authentique et comme seul document permettant de conférer les droits associés peut reposer sur différentes technologies. En ce sens, l'utilisation d'un **dispositif d'enregistrement électronique partagé** (DEEP) est déjà prévue par l'ordonnance de 2017 dite « *blockchain* »<sup>3</sup> pour l'inscription de certains titres financiers. Le DEEP est le terme utilisé par la loi française pour désigner la technologie de la « chaîne des blocs ». Celle-ci est définie par l'Autorité des marchés financiers (AMF) comme « *une technologie sécurisée de stockage et de transmission d'informations, sous la forme d'une base de données. Une blockchain contient l'historique de tous les échanges effectués entre ses utilisateurs depuis sa création* ». Cette technologie pourrait servir pour établir une méthode fiable permettant l'identification d'un titre transférable dématérialisé.

Une autre technologie pouvant être utilisée est la **technologie des registres distribués**, ou « *distributed ledger technology* » (DLT), qui a inspiré la chaîne des blocs. Les deux technologies sont proches, mais diffèrent sur quelques points : l'organisation de la DLT peut être centralisée, l'enregistrement des données n'est pas automatique mais dépend de la volonté des participants et tous les participants n'ont pas forcément accès à

---

<sup>1</sup> [Règlement \(UE\) n° 910/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 sur l'identification électronique et les services de confiance pour les transactions électroniques au sein du marché intérieur et abrogeant la directive 1999/93/CE.](#)

<sup>2</sup> [Règlement \(UE\) 2020/1056 du Parlement européen et du Conseil du 15 juillet 2020 concernant les informations électroniques relatives au transport de marchandises.](#)

<sup>3</sup> [Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers.](#)

l'ensemble des données. L'utilisation de cette technologie est prévue par un règlement de 2022<sup>1</sup> pour certains acteurs de marché (entreprises de marché, dépositaires centraux de titres, prestataires de service d'investissement), le droit français ayant été adapté au régime pilote proposé par ce règlement par l'article 7 de la loi « DDADUE » du 8 mars 2023<sup>2</sup>.

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : UNE MÉTHODE FIABLE, DONT LA DÉFINITION EST RENVOYÉE À UN DÉCRET EN CONSEIL D'ÉTAT, POUR CARACTÉRISER UN TITRE TRANSFÉRABLE ÉLECTRONIQUE, QUI PEUT ÊTRE CONVERTI AU FORMAT « PAPIER » ET INVERSEMENT

### A. UNE MÉTHODE FIABLE DOIT SERVIR À CARACTÉRISER LE TITRE ÉLECTRONIQUE TRANSFÉRABLE

Le I du présent article prévoit que le titre transférable électronique a les mêmes effets que le titre transférable au format « papier » s'il contient les mêmes informations, et si une **méthode fiable** est respectée pour caractériser le titre transférable électronique.

Plus spécifiquement, cette **méthode fiable** doit servir à **caractériser le titre transférable comme titre électronique**, à identifier le **porteur** du titre comme la personne en ayant le **contrôle exclusif**, à établir le contrôle exclusif du porteur sur ledit titre, à identifier les porteurs successifs du titre depuis sa création et à préserver son **intégrité**, y compris en cas de modifications. L'intégrité du titre est définie, en référence à l'article 1366 du Code civil, par l'absence de changement et par la complétude des informations contenues dans le titre, en tenant compte des éventuelles modifications apportées.

### B. LA CONVERSION D'UN TITRE TRANSFÉRABLE ENTRE FORMAT DÉMATÉRIALISÉ ET SUPPORT « PAPIER »

Le II du présent article prévoit qu'un titre transférable au format « papier » peut toujours être **converti** au format électronique et inversement, à condition que le titre ne prévoit pas de dispositions contraires. La conversion d'un format à un autre doit respecter les conditions prévues par les obligés et les porteurs des droits conférés par le titre transférable. Une fois converti, le titre conserve les propriétés du titre initial, qui cesse d'être valable.

---

<sup>1</sup> [Règlement \(UE\) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022](#) sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements (UE) no 600/2014 et (UE) no 909/2014 et la directive 2014/65/UE.

<sup>2</sup> [Loi n° 2023-171 du 9 mars 2023](#) portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans les domaines de l'économie, de la santé, du travail, des transports et de l'agriculture.

Le **III** du présent article prévoit qu'un **décret en Conseil d'État** détermine les conditions d'application de l'article. En particulier, le décret devra préciser la **méthode fiable** mentionnée au I. Conformément à la loi-type de la CNUDCI, la proposition de loi ne prévoit pas de disposition relative à la technologie utilisée par la méthode fiable employée pour caractériser un titre transférable. Cette **neutralité technologique** vise à laisser de la souplesse aux acteurs internationaux impliqués dans les transactions commerciales et à éviter qu'une modification législative ne soit nécessaire en cas d'évolution des technologies employées.

### **III. DES MODIFICATIONS RÉDACTIONNELLES APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

La commission des finances de l'Assemblée nationale a adopté cinq amendements rédactionnels du rapporteur. Aucun amendement n'a été adopté en séance.

### **IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : UNE MÉTHODE FIABLE NÉCESSAIRE ET PRÉCISÉE PAR DÉCRET AFIN D'ASSURER LA NEUTRALITÉ TECHNOLOGIQUE DE LA LOI ET DE PERMETTRE LA CONVERTIBILITÉ DES TITRES TRANSFÉRABLES**

#### ***A. LE RENVOI DE LA DÉFINITION DE LA MÉTHODE FIABLE À UN DÉCRET EN CONSEIL D'ÉTAT RÉPOND AUX EXIGENCES DE NEUTRALITÉ TECHNOLOGIQUE DE LA CNUDCI***

La définition des moyens permettant d'identifier le porteur d'un document transférable ainsi que son contrôle exclusif est renvoyée à un décret en Conseil d'État. Il s'agit toutefois de conditions clés pour que la dématérialisation soit appliquée avec succès et confiance par l'ensemble des acteurs.

Le rapporteur s'est interrogé sur la possibilité de prévoir dans la loi que le **décret en Conseil d'État soit pris après avis de l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information** (Anssi). Une telle rédaction aurait toutefois soulevé deux difficultés principales. La première est d'ordre juridique : l'Anssi est un **service à compétence nationale**, et non une autorité indépendante ou un comité ou établissement public dont le rôle consultatif est prévu dans la loi. Il n'est pas d'usage de conditionner dans la loi la prise d'un décret en Conseil d'État à l'avis d'un service à compétence nationale.

La seconde difficulté est d'ordre pratique. Un très grand nombre d'entreprises sera concerné par la dématérialisation des titres transférables, y compris étrangères, ce qui rendra difficile pour l'Anssi de se prononcer sur tous les points contenus dans le décret.

Le rapporteur a toutefois eu la conformation de la direction générale du Trésor qu'il était prévu d'associer l'Anssi et l'AMF à la rédaction de ce décret, afin de bénéficier de leur expertise. Ce décret devrait notamment définir les notions de « *contrôle exclusif* » et de « *dispositif de création et de stockage d'un titre transférable* », et proposer des modifications du code des transports, du code de commerce et du code monétaire et financier.

Par ailleurs, les titres transférables auront vocation à circuler dans un contexte à la fois domestique et international, le plus souvent **extra-européen**. Les connaissements maritimes et les polices d'assurance à ordre et au porteur sont les instruments majoritairement employés dans le commerce avec les pays d'Asie ou d'Afrique<sup>1</sup>. Il paraît difficile dans ce cas de prévoir la tenue d'un registre comprenant toutes les données relatives aux titres transférables utilisés dans le commerce international par un acteur public, comme cela a été fait à Singapour. De plus, le règlement eIDAS instaure un statut de prestataire de services de confiance, lesquels sont qualifiés par l'organe de contrôle de l'État dans lequel ils sont établis, soit l'Anssi en France. L'acteur qui tiendra le registre devra se soumettre au règlement eIDAS et donc être qualifié de prestataire de services de confiance par l'Anssi<sup>2</sup>.

Selon la direction générale du Trésor, une exception pourrait toutefois être prévue concernant le cas des billets à ordre à usage domestique avalisés par **France AgriMer**. Conformément aux articles L. 666-1 à L. 666-8 et D. 666-1 à D. 666-8 du code rural et la pêche maritime, France Agrimer avalise les billets à ordre souscrits par les collecteurs auprès des établissements de crédit en vue de financer l'achat de céréales aux producteurs.

Le décret d'application pourrait ainsi prévoir la tenue d'un registre par France Agrimer des billets à ordre dématérialisés avalisés, avec une technologie similaire à celle utilisée par Euroclear pour les titres financiers<sup>3</sup>.

## ***B. LA TECHNOLOGIE EMPLOYÉE POUR ÉTABLIR LA MÉTHODE FIABLE DOIT ÊTRE NEUTRE DANS LA LOI***

Conformément aux recommandations de la CNUDCI, il est préférable de ne pas prescrire de technologie à utiliser pour déterminer la méthode fiable utilisée dans l'identification des titres transférables dématérialisés, afin de laisser de la flexibilité à la multitude d'acteurs internationaux impliqués dans les transactions commerciales internationales. Le décret devrait<sup>4</sup> néanmoins prévoir l'interopérabilité des systèmes. Il est de plus envisagé<sup>5</sup> d'utiliser les

---

<sup>1</sup> D'après les éléments transmis par Europlace lors de son audition par le rapporteur.

<sup>2</sup> D'après les éléments transmis par la direction des affaires civiles et du Sceau lors de son audition par le rapporteur.

<sup>3</sup> D'après les éléments transmis par la direction générale du Trésor lors de son audition par le rapporteur.

<sup>4</sup> Ibid.

<sup>5</sup> Ibid.

technologies de registres distribués (DLT) ou les dispositifs d'enregistrement électronique partagés, reposant sur la *blockchain*.

La commission a adopté **deux amendements identiques (COM-29 et COM-62) du rapporteur et du rapporteur pour avis de la commission des lois, Louis Vogel**, afin de prévoir l'utilisation du terme « *identifier* », au lieu de « **caractériser** le titre transférable comme titre électronique », changement introduit par l'Assemblée nationale. La méthode fiable retenue doit en effet permettre de garantir la singularité du titre, c'est à dire de l'identifier comme tel, et pas simplement de le caractériser – ce qui laisserait entendre que le titre peut être dupliqué, ce qui serait contraire à l'impératif de préserver son intégrité. L'utilisation du terme « *identifier* » permet de **s'assurer que la méthode retenue pour identifier le titre garantit sa singularité.**

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 9

### Coordinations

**Le présent article porte des dispositions de coordination des articles 6 à 8 de la présente proposition de loi avec le droit existant.**

**La commission a adopté cet article modifié par un amendement rédactionnel (COM-30).**

#### **I. LE DROIT EXISTANT : EN L'ABSENCE DE DISPOSITIONS EXISTANTES SUR LA DÉMATÉRIALISATION DES TITRES TRANSFÉRABLES, DES COORDINATIONS AVEC LE DROIT EXISTANT SONT NÉCESSAIRES**

Le droit existant ne comporte pas de dispositions portant sur la dématérialisation des titres répondant à la définition de titres transférables<sup>1</sup>. Des coordinations sont donc nécessaires entre les articles 6 à 8 de la présente proposition de loi et le droit existant concernant les titres explicitement mentionnés comme titres transférables par le I de l'article 6 (lettres de change et billets à ordres, récépissés et warrants, connaissements maritimes et fluviaux à ordre ou au porteur, polices d'assurances de dommages et de personnes ou de transport de marchandises, bordereaux de cession ou de nantissement de créances professionnelles).

#### **II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : UNE COORDINATION DES ARTICLES 6, 7 ET 8 AVEC LE DROIT EXISTANT**

Le I du présent article prévoit une coordination des articles 6, 7 et 8 avec le **code de commerce**. Un article L. 511-1-1 est inséré après l'article L. 511-1 concernant la lettre de change. Un article L.512-1-1 est ajouté après l'article L.512-1-1 portant sur le billet à ordre ; enfin un article L.522-27-1 est inséré après l'article L.522-27 portant sur le récépissé et le warrant.

Le II du présent article complète l'article L. 313-23 du **code monétaire et financier** portant sur bordereau stipulé à ordre permettant la cession ou le nantissement de créances professionnelles.

---

<sup>1</sup> Pour davantage de détails sur les titres transférables électroniques, le lecteur est invité à se reporter aux commentaires des articles 6 à 8 de la présente proposition de loi.

Le **III** du présent article complète l'article L. 5422-3 du **code des transports** portant sur le connaissance, maritime ou fluvial.

Le **IV** du présent article complète l'article L. 112-5 du **code des assurances** portant sur la police des assurances à ordre ou au porteur.

Certains des titres mentionnés au I de l'article 6 ne font pas l'objet d'une coordination au présent article, notamment les connaissances fluviaux, qui sont régis par l'arrêté du 20 juillet 1960<sup>1</sup>. La coordination se fera par un décret en Conseil d'État<sup>2</sup>.

### **III. DES MODIFICATIONS RÉDACTIONNELLES ET D'AJUSTEMENT APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE**

La commission des finances de l'Assemblée nationale a adopté six amendements du rapporteur en commission, rédactionnels ou de précision. Aucun amendement n'a été adopté en séance.

### **IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : DES COORDINATIONS SATISFAISANTES**

Le présent article n'appelle pas de commentaire particulier de la part de la commission, qui a adopté un **amendement rédactionnel** présenté par le rapporteur (COM-30).

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

---

<sup>1</sup> [Arrêté du 20 juillet 1960](#) portant création d'un connaissance fluvial négociable.

<sup>2</sup> D'après les éléments transmis par la direction des affaires civiles et du Sceau en réponse au questionnaire du rapporteur.



ARTICLE 10

**Modernisation des modes de réunion et  
de délibération des assemblées générales et  
d'autres organes sociaux des sociétés commerciales**

L'examen de cet article a été délégué au fond à la commission des lois<sup>1</sup>.

À l'initiative de son rapporteur Louis Vogel, la commission des lois a adopté un amendement de coordination (COM-64) ainsi que six amendements visant à :

- mettre en cohérence les dispositions relatives aux modalités de consultation par voie électronique (COM-63) ;

- harmoniser les conditions applicables au calcul du *quorum* et de la majorité des présents dans les instances de gouvernance de la société lorsqu'il est fait recours à un moyen de télécommunication (COM-65) ;

- faciliter le recours à la consultation écrite au sein du conseil d'administration de la société anonyme (COM-66) ;

- supprimer l'exclusion des procédures de consultation écrite du conseil d'administration pour les sociétés anonymes où les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général sont dissociées (COM-67) ;

- assouplir les exigences relatives à la retransmission en direct et à l'enregistrement des assemblées générales d'actionnaires (COM-68) ;

- supprimer un nouveau cas de nullité pouvant résulter d'un problème technique en lien avec la tenue dématérialisée des assemblées générales d'actionnaires (COM-69).

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

*ARTICLE 10 bis A (nouveau)*

**Renforcement de la garantie des droits des actionnaires  
minoritaires dans le cadre des assemblées générales**

À l'initiative de son rapporteur, la commission des lois a adopté l'amendement COM-70 introduisant un article additionnel après l'article 10<sup>1</sup>.

L'article 10 *bis* A tend à renforcer les droits des actionnaires minoritaires des sociétés en améliorant l'efficacité des procédures contentieuses en cas de refus injustifié du conseil d'administrations d'inscrire les résolutions qu'ils portent à l'ordre du jour de l'assemblée générale.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article additionnel.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

*ARTICLE 10 bis (nouveau)*

**Simplification de la notion d'intérêt social élargi  
prise en compte par les organes de la société anonyme**

L'examen de cet article a été délégué au fond à la commission des lois<sup>1</sup>. Il supprime la mention selon laquelle l'intérêt social élargi des entreprises doit prendre en considération, au-delà des enjeux sociaux et environnementaux, les enjeux culturels et sportifs.

La commission des lois a adopté cet article sans modification.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

*ARTICLE 10 ter (nouveau)*

**Diverses mesures d'évolution du droit des sociétés**

L'examen de cet article a été délégué au fond à la commission des lois<sup>1</sup>. Il comporte plusieurs dispositions pour faciliter la procédure de mise en conformité des statuts avec la loi et les règlements par le conseil d'administration et pour assouplir certaines règles de gouvernance des sociétés anonymes duales.

La commission des lois a adopté cet article sans modification.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

*ARTICLE 10 quater (nouveau)*

**Habilitation du Gouvernement à légiférer par ordonnance pour réviser le cadre relatif aux organismes de placement collectif**

Le présent article porte une demande d'habilitation du Gouvernement à prendre par ordonnance les mesures relevant du domaine de la loi afin de réviser le cadre juridique applicable aux organismes de placement collectif (OPC). L'ordonnance apparaît très large puisque le Gouvernement pourrait prendre toutes mesures visant à harmoniser et à simplifier les règles relatives à la vie sociale des OPC, à moderniser leur gouvernance et à réformer le cadre de leurs opérations d'investissement.

Si la commission a pleinement conscience que la révision du cadre juridique des OPC est à la fois nécessaire et attendue pour remédier à certains obstacles juridiques rencontrés par les sociétés d'investissement et pour accroître l'attractivité de la place de Paris, elle relève que le champ de l'habilitation est exceptionnellement vaste et imprécis et constitue un nouveau contournement du Parlement.

La durée de l'habilitation - un an - et le délai du dépôt du projet de loi de ratification après sa publication - quatre mois - apparaissent de surcroît particulièrement longs et peu justifiés. Le Gouvernement ne part en effet pas d'une « page blanche », puisqu'il devrait s'appuyer sur les travaux et les préconisations du Haut comité juridique de la place financière de Paris, qui a publié un rapport sur l'adéquation du droit des fonds d'investissement et du droit des sociétés au mois d'octobre 2021 et un autre sur le régime de liquidation des fonds d'investissement en situations spéciales au mois d'octobre 2023, avec tous deux des propositions de modifications « en dur ».

À l'initiative du rapporteur, elle a donc adopté l'amendement COM-32 afin de supprimer l'article.

La commission a supprimé cet article.

## I. LE DROIT EXISTANT: LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF, UN ENCADREMENT NATIONAL ET EUROPÉEN

### A. LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF, INSTRUMENT D'INTERVENTION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Les organismes de placement collectif (OPC) désignent les sociétés financières dont la fonction consiste à placer les capitaux collectés auprès du public sur les marchés financiers. En achetant une part d'un OPC, un épargnant peut accéder à un portefeuille diversifié, géré par une société de gestion agréée. Juridiquement, un OPC peut prendre la forme :

- d'un **fonds commun de placement**, à savoir une copropriété d'instruments financiers qui émet des parts. L'investisseur n'est pas un actionnaire et n'a pas de droit de vote ;

- d'une **société d'investissement à capital variable** (Sicav), à savoir une société anonyme ou une société par actions simplifiées à capital variable qui émet des actions au fur et à mesure des demandes de souscription. L'investisseur est alors un actionnaire.

Le cadre européen distingue deux grands types d'OPC :

- les **organismes de placement collectif en valeurs mobilières** (OPCVM), qui relèvent de la directive consolidée sur les OPCVM, dite « directive UCITS 4 »<sup>1</sup>. Aux termes de l'article 1<sup>er</sup> de la directive, l'objet exclusif des OPCVM est le placement collectif en valeurs mobilières ou dans d'autres **actifs financiers liquides** ;

- les **fonds d'investissement alternatifs** (FIA), qui relèvent de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, dite « directive AIFM »<sup>2</sup>. **Les FIA regroupent l'ensemble des fonds ne relevant pas de la qualification d'OPCVM au sens de la directive UCITS 4** (article L. 214-24 du code monétaire et financier).

Une grande partie des règles applicable aux OPC est reprise au chapitre IV du titre I<sup>er</sup> du livre II du code monétaire et financier. À ces règles nationales, dont la plupart sont issues d'une adaptation du droit européen, s'ajoute l'encadrement prévu par le règlement général et par les instructions de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

---

<sup>1</sup> [Directive 2009/65/CE](#) du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

<sup>2</sup> [Directive 2011/61/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

Au 31 décembre 2022, 93 % des 702 sociétés de gestion de portefeuille françaises étaient soumises à au moins l'une des deux directives, dont 100 uniquement au titre de la directive UCITS 4, 322 exclusivement au titre de la directive AIFM et 169 sous les deux régimes<sup>1</sup>.

Il est ensuite possible de **classer les fonds en fonction des valeurs mobilières** dont ils sont majoritairement constitués, selon leur « nature » :

- les **fonds monétaires** sont investis en titres de créances à court terme : bons du Trésor émis par les États, billets de trésorerie émis par les entreprises ou encore certificats de dépôt émis par les banques ;

- les **fonds actions** peuvent être exposés aux actions françaises, européennes ou internationales ;

- les **fonds obligataires** sont investis en obligations, c'est-à-dire en titres de dette de moyen et long terme émis par les États ou par les entreprises ;

- les **fonds mixtes** sont investis dans des produits financiers de différente nature, à la discrétion du gestionnaire et sans nécessairement de plancher ou de plafond pour la détention d'une catégorie ;

- les **fonds « autres »**. La Banque de France classe dans cette catégorie l'ensemble des fonds d'épargne salariale, les fonds immobiliers, les fonds de capital investissement et, plus marginalement, les fonds à formule<sup>2</sup> et les *hedge funds*<sup>3</sup>.

Les encours nets totaux des OPC de droit français s'élevaient à **1 850 milliards d'euros à la fin de l'année 2022**<sup>4</sup>, en diminution de 6 % par rapport à 2021 après deux années de hausse consécutives<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Autorité des marchés financiers, « [Chiffres clés 2022 de la gestion d'actifs](#) », janvier 2024.

<sup>2</sup> Fonds dont le contrat garantit la réalisation d'un objectif financier prédéfini.

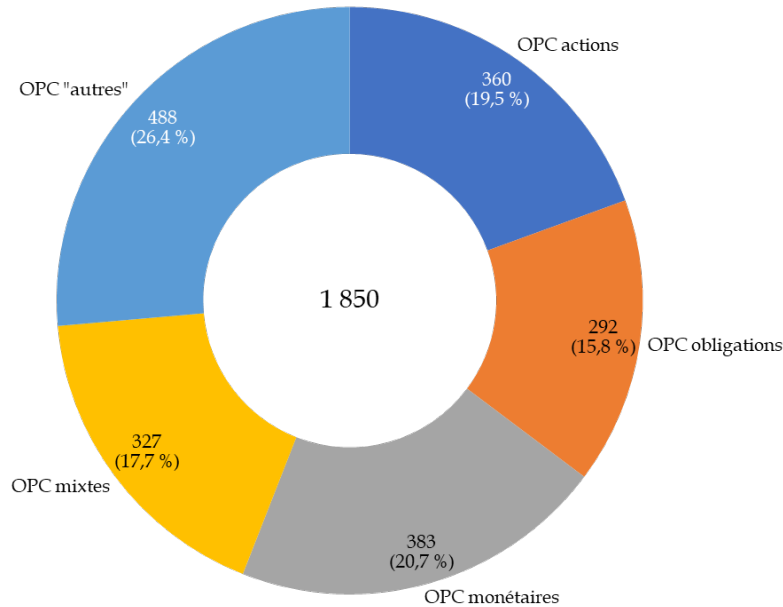
<sup>3</sup> S'il n'existe aucune définition uniforme, les *hedge funds* présentent des caractéristiques communément admises, telles que l'absence de diversification des actifs, l'utilisation potentiellement illimitée de produits dérivés et de techniques financières complexes, le recours intensif aux effets de levier ainsi qu'une certaine illiquidité.

<sup>4</sup> Hors titrisation.

<sup>5</sup> Autorité des marchés financiers, « [Chiffres clés 2022 de la gestion d'actifs](#) », janvier 2024.

### Répartition des encours des OPC par catégorie au 31 décembre 2022

(en milliards d'euros et en pourcentage)



Source : commission des finances, d'après les données publiées par l'Autorité des marchés financiers dans *Chiffres clés 2022 de la gestion d'actifs* », janvier 2024

Les données publiées par la Banque de France sur l'épargne des ménages indiquent qu'à la fin du troisième trimestre 2023, **les ménages détenaient 260 milliards d'euros dans des OPC**, soit 4,3 % de l'épargne disponible (6 000,8 milliards d'euros)<sup>1</sup>.

#### **B. DES INITIATIVES POUR RÉVISER, AU NIVEAU NATIONAL, LE CADRE RÉGISSANT LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

Ces dernières années, avec un **double objectif de simplification et de modernisation**, deux réflexions ont été menées sur le cadre juridique applicable aux OPC : l'une liée aux OPC ayant pris la forme d'une société et l'autre relative à la liquidation des fonds d'investissement. Ces réflexions sont en grande partie portées par le Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP).

<sup>1</sup> Banque de France, « [Épargne des ménages 2023T3](#) », 14 février 2024.



### **Le Haut comité juridique de la place financière de Paris**

Créé sous l'impulsion de l'Autorité des marchés financiers et de la Banque de France, le Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP) a pour mission :

- de proposer des projets de réforme à même de promouvoir la compétitivité juridique de la place de Paris ;
- d'aider et d'accompagner les autorités publiques dans le cadre des travaux de négociation des textes européens et internationaux ;
- de renforcer la sécurité juridique en fournissant des réponses à des questions intéressant l'ensemble des acteurs financiers à la fois publics et privés.

Le calendrier des travaux du HCJP est fixé au début de l'année calendaire. Les thèmes qui sont étudiés au cours de l'année sont adoptés sur proposition des membres du HCJP et des autorités tutélaires. Les groupes de travail sont ensuite constitués et présidés par des membres du HCJP ou par des experts du sujet.

Les réunions de travail rassemblent des universitaires, des avocats, des experts, des praticiens, des représentants de la direction générale du Trésor, de la Chancellerie, de la Banque de France, de l'AMF et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Ceux-ci réalisent en toute indépendance des analyses juridiques. Une fois les travaux finalisés, un rapport ou un avis est rédigé et doit être approuvé par l'assemblée plénière du Haut comité, qui réunit l'ensemble des membres. Il est ensuite rendu public.

Source : présentation du [Haut comité juridique de la place financière de Paris](#)

## **1. L'adéquation du droit des sociétés et du droit des fonds d'investissement, une nécessaire clarification**

Le HCJP a publié au mois de décembre 2021 un **rapport sur l'adéquation du droit des fonds d'investissement et du droit des sociétés**<sup>1</sup>.

En effet, si les directives UCITS 4 et AIFM prévoient deux modes de structuration des fonds d'investissement – la forme sociétaire et la forme contractuelle – **elles laissent aux États membres le soin de déterminer les règles applicables à ces structures** et le fonctionnement de ces véhicules au regard du droit des sociétés. Les OPC constitués sous la forme de société doivent dès lors à la fois **appliquer les dispositions issues du droit européen et les dispositions nationales du code de commerce régissant les différentes formes sociétaires**.

Les OPCVM et les FIA qui choisissent de se structurer sous une forme sociétaire relèvent des catégories suivantes :

- les **sociétés d'investissement à capital variable**, pour les OPCVM (articles L. 214-7 à L. 214-7-4 du CMF) et les FIA (articles L. 214-24-29 à L. 214-24-33 du CMF). Les Sicav peuvent prendre la forme d'une société anonyme ou

<sup>1</sup> Haut comité juridique de la place financière de Paris, « [Adéquation du droit des fonds d'investissement et du droit des sociétés](#) », décembre 2021.

d'une société par actions simplifiées (SAS), qui a pour seul objet la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers et de dépôts ;

- les **sociétés civiles de placement immobilier** (SCPI), pour les FIA immobiliers (articles L. 214-86 à L. 214-120 du CMF). Par définition, elles prennent la forme d'une société civile ;

- les **sociétés de libre partenariat**, sous la forme d'une société en commandite simple (articles L. 214-162 à L. 214-62-12 du CMF), pour les fonds déclarés, une catégorie particulière de FIA qui ne sont pas agréés mais soumis à un simple régime déclaratif.

La forme de la société retenue emporte avec elle des règles spécifiques en matière de nombre d'associés requis, de montant minimal du capital du capital social, de gouvernance et de vie sociale de la société, de responsabilité de ses associés et de ses dirigeants ainsi que de modalités d'imposition.

S'agissant plus spécifiquement de **l'application de ces règles aux sociétés d'investissement**, elle varie : certaines règles relatives à la forme sociétaire à laquelle les sociétés d'investissement sont apparentées (sociétés anonymes, sociétés par actions simplifiées, sociétés civiles, sociétés en commandite simple) **s'appliquent de plein droit** aux sociétés d'investissement tandis que **d'autres sont exclues** ou que des **dérogations au régime de rattachement** sont prévues. Dès lors, ainsi que le relève le HCJP dans son rapport, l'applicabilité des dispositions de la forme sociétaire de rattachement de l'OPCVM ou du FIA est **source d'insécurité et d'incertitude juridique**, en particulier pour les règles dont l'application aux sociétés d'investissement n'a été ni précisée, ni écartée – avec des difficultés d'interprétation.

Le HCJP s'est attaché à identifier ces points de friction et à proposer des recommandations sur trois volets :

- **la vie sociale des sociétés d'investissement** : outre plusieurs difficultés rencontrées avec des greffiers de tribunaux de commerce pour l'immatriculation ou la radiation de certaines entités, le HCJP relève des difficultés dans la définition des règles de *quorum* pour la tenue des assemblées générales ainsi que pour l'affectation du résultat dans les organismes de placement collectif immobilier (OPCI)<sup>1</sup> ;

- **la gouvernance des sociétés d'investissement** : le HCJP propose de davantage tenir compte des particularités des sociétés de gestion et de la faible implication des investisseurs en tant qu'associés, ce qui pourrait se traduire par des aménagements dans la composition des organes de surveillance ou par le recours à la visioconférence ou au téléphone pour certaines réunions de l'organe de surveillance. Le HCJP propose également de clarifier la répartition des pouvoirs entre les organes sociaux et le gestionnaire ;

---

<sup>1</sup> Les organismes de placement collectif immobilier peuvent prendre la forme soit d'une société d'investissement à capital variable (Sicav), soit d'un fonds commun de placement.

- **les opérations des sociétés d'investissement** : le HCJP propose la révision de plusieurs règles de gestion pour les adapter aux caractéristiques et au fonctionnement des sociétés d'investissement, s'agissant notamment du fonctionnement des compartiments. Les compartiments correspondent à des subdivisions du fonds d'investissement, par exemple d'un OPCVM : chaque compartiment dispose de sa propre stratégie d'investissement et de son propre portefeuille d'actifs. Le HCJP appelle à renforcer leur **autonomie juridique dans le cadre d'une Sicav**, en s'inspirant notamment du droit luxembourgeois. Il serait ainsi possible de n'interroger en assemblée que les actionnaires d'un compartiment lorsqu'un projet de résolution porte sur ce compartiment et n'a pas de conséquence pour les autres.

Le rapport du HCJP s'inscrivait dans un contexte marqué, d'une part, par **l'intérêt croissant des investisseurs étrangers pour la forme sociétaire** des fonds d'investissement de droit français et, d'autre part, par la nécessité de répondre aux évolutions apportées à la **règlementation britannique**.

## 2. La liquidation des fonds d'investissement

L'AMF a constitué au début de l'année 2022 un groupe de travail sur la fin de vie des fonds de capital investissement, qui a remis son rapport et ses recommandations au mois de juillet de la même année<sup>1</sup>. Face au constat que la durée de vie des fonds de capital investissement à destination des clients particuliers était régulièrement dépassée, le groupe de travail a proposé plusieurs recommandations pour **accroître les conditions de sécurité, de transparence et d'efficacité** de la participation des investisseurs non professionnels au financement de jeunes sociétés.

Le HCJP s'est également intéressé à cette question, sur un périmètre plus large, et a publié, au mois d'octobre 2023, **un rapport sur le régime de liquidation des fonds d'investissement en situations spéciales**<sup>2</sup>. Les difficultés soulevées par le régime actuel de la liquidation des OPC avaient été mises en exergue lors des précédents travaux du HCJP sur l'adéquation du droit des fonds d'investissement et du droit des sociétés.

Dans ce dernier, le HCJP souligne la **très grande hétérogénéité et disparité des régimes de liquidation** des OPC<sup>3</sup>, tant en France qu'en Europe. Il constate également que le droit des procédures collectives est inadapté au traitement des défaillances des OPC, justifiant, selon le Haut comité, une **révision globale des régimes de liquidation des OPC**.

---

<sup>1</sup> Autorité des marchés financiers, « [Rapport sur les travaux du groupe de travail sur la fin de vie des fonds de capital investissement](#) », 28 juillet 2022.

<sup>2</sup> Haut comité juridique de la place financière de Paris, « [Le régime de liquidation des fonds d'investissement en situations spéciales](#) », octobre 2023.

<sup>3</sup> En sachant que le Haut comité juridique de la place financière de Paris a exclu de sa réflexion les fonds d'investissement alternatifs « autres ».

À cette fin, le HCJP formule des propositions pour :

- mettre en place des mesures de prévention afin d'éviter aux OPC d'arriver, contre leur volonté, dans une phase critique nécessitant leur liquidation ;

- clarifier le régime de liquidation « amiable », à la main de la société de gestion ;

- créer un nouveau régime de liquidation « administrative », sous la supervision de l'AMF, qui nommerait un liquidateur tiers à l'issue d'une procédure contradictoire. Un tel dispositif permettrait de limiter les cas dans lesquels les tiers intéressés demandent la liquidation judiciaire de l'OPC.

L'objectif final visé par le HCJP est la mise en œuvre d'un **droit des OPC autonome, cohérent et efficace**, exclusivement régi par les dispositions du code monétaire et financier. Il s'agit à la fois d'un enjeu de simplification et de compétitivité, le Haut comité relevant que certains États membres comme le Luxembourg et l'Italie ont mis en place des régimes de liquidation spécifiquement adaptés aux OPC mais qu'aucun État membre n'avait mis en place de dispositif global réellement satisfaisant. Le Haut comité estime ainsi que **la France pourrait devenir la juridiction où la sécurité juridique inhérente à la liquidation des OPC est la mieux garantie, au bénéfice de la protection des investisseurs, des créanciers mais aussi des acteurs des OPC.**

## II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE : UNE HABILITATION DU GOUVERNEMENT À LÉGIFÉRER PAR ORDONNANCE POUR RÉVISER LE CADRE JURIDIQUE APPLICABLE AUX ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Issu d'un amendement déposé par le Gouvernement et adopté par l'Assemblée nationale en séance publique, avec un avis favorable du rapporteur Alexandre Holroyd, le présent article **habilite le Gouvernement à prendre par ordonnance, dans un délai d'un an, les mesures relevant du domaine de la loi pour réviser le cadre juridique applicable aux organismes de placement collectif (OPC).** Il s'agirait ainsi :

- d'harmoniser et de simplifier les dispositions relatives à la constitution, à la radiation, à l'organisation des assemblées générales, aux modalités de distribution du capital, au régime de franchissement des seuils et à la fin de vie des OPC (1°) ;

- de moderniser la composition et le fonctionnement des organes de gouvernance des OPC ainsi que la répartition des pouvoirs entre les organes sociaux des OPC et leurs sociétés de gestion (2°) ;

- de réformer le cadre des opérations touchant à la vie des OPC, au fonctionnement des compartiments, au calcul du ratio et au fractionnement des parts ou des actions des OPC (3°) ;

- de rendre applicables en Nouvelle-Calédonie, en Polynésie française et à Wallis-et-Futuna, avec les adaptations nécessaires, les articles du code de commerce, du code monétaire et financier et d'autres codes et de lois modifiés par les mesures prises en application des 1° à 3°, et de procéder aux adaptations nécessaires des articles ainsi modifiés pour ce qui concerne les collectivités de Saint-Barthélemy, de Saint-Martin et de Saint-Pierre-et-Miquelon (4°).

Les 1° à 3° reprennent ainsi les trois items identifiés par le HCJP dans son rapport sur l'adéquation du droit des sociétés et du droit des fonds d'investissement - vie sociale, gouvernance et opérations des OPC. Le 3° recouvre également pour partie le sujet de la liquidation, également objet des travaux du HCJP.

**Le projet de loi de ratification serait déposé dans un délai de quatre mois à compter de la publication de l'ordonnance.**

### **III. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : UNE HABILITATION PARTICULIÈREMENT LARGE ET PEU PRÉCISE, PORTEUSE D'UN RISQUE MAJEUR DE CONTOURNEMENT DU PARLEMENT**

La commission a pleinement conscience que la révision du cadre juridique des organismes de placement collectif est à la fois **complexe et nécessaire** pour remédier à certains obstacles juridiques rencontrés par les sociétés d'investissement, pour **accroître leur compétitivité** et donc pour **renforcer l'attractivité financière de la France et de la place de Paris pour les acteurs financiers, en particulier pour les sociétés de gestion.**

Or, ce serait faire **peu de cas de la représentation nationale** que d'affirmer que les sujets « complexes » doivent être traités par ordonnance et n'intéressent pas le Parlement, d'autant plus quand, comme c'est le cas ici, le **champ de l'habilitation est extrêmement large** et implique d'importantes modifications du cadre juridique. Le Gouvernement pourrait<sup>1</sup> :

- **harmoniser et simplifier les dispositions relatives à la vie sociale des OPC**, ce qui pourrait inclure les règles et les formalités pour la tenue des assemblées (recours à la dématérialisation des réunions et de la documentation, simplification des règles de *quorum* et de vote), l'harmonisation des calendriers (publication et arrêté des comptes, distribution des dividendes), l'harmonisation des définitions applicables

---

<sup>1</sup> Les éléments complémentaires par rapport à ceux cités par les dispositions de l'article 10 quater ont été transmis par la direction générale du Trésor en réponse au questionnaire du rapporteur.

(capital, affectation du résultat), les règles de distribution et la simplification du régime de franchissement des seuils dans les fonds d'investissement cotés ;

- **moderniser la gouvernance des OPC**, ce qui pourrait inclure la modification de la composition des organes de gouvernance (encadrement du nombre de membres du conseil de surveillance dans une SCPI), des modalités de réunion (recours à la dématérialisation) et de la répartition des pouvoirs entre les organes sociaux des OPC et leurs sociétés de gestion ;

- **réformer certaines opérations des OPC**, ce qui pourrait inclure l'autorisation de procéder à des opérations au niveau des compartiments pour les Sicav, la révision du calcul du ratio d'endettement dans les OPC ayant recours à des opérations de crédit-bail ou encore l'extension de la possibilité de fractionner les parts et les actions d'OPC.

Le rapporteur ne peut s'empêcher de relever que **les termes utilisés pour l'habilitation - simplifier, moderniser, réformer - sont particulièrement imprécis, tandis que les champs visés - vie sociale, gouvernance et opérations des OPC - sont vastes.**

Il lui a certes été indiqué que le contenu de l'ordonnance reprendrait en grande partie les **préconisations du HCJP dans ses deux rapports** portant sur l'application du droit des sociétés aux fonds d'investissement et sur la liquidation des OPC. Là-encore, c'est imprécis : aucune des administrations entendues par le rapporteur n'a pu lui préciser les préconisations qui seraient reprises, celles qui seraient écartées ou encore s'il y aurait des dispositions « inédites », dans le sens où elles n'auraient pas fait l'objet de travaux du HCJP. Comme à chaque fois qu'une habilitation est demandée, **le Gouvernement plaide la complexité du sujet et la nécessité de conduire des « consultations »** : rien n'interdit de mener ces consultations et de proposer ensuite au Parlement un projet de loi bien construit, appuyé sur une étude d'impact solide.

Il n'est par ailleurs pas dénué d'ironie qu'en réponse aux demandes de précision sur le champ de l'habilitation, le Gouvernement se tourne vers les deux rapports du HCJP. Le **HCJP avait en effet proposé des modifications « en dur », dès le mois de décembre 2021** pour le premier rapport, qui porte sur les thèmes les plus larges (vie sociale, gouvernance et opérations des OPC). Les travaux sont donc achevés depuis deux ans et demi, et le Gouvernement n'a pas trouvé le moyen de conduire les consultations nécessaires sur un sujet aussi complexe et de proposer des évolutions législatives au Parlement.

À cet égard, le rapporteur relève que **la durée de l'habilitation - un an - et le délai du dépôt du projet de loi de ratification - quatre mois - apparaissent particulièrement longs et peu justifiés.** Le Gouvernement ne part en effet pas d'une « page blanche » et peut s'appuyer sur les travaux du HCJP et sur les modifications législatives proposées par ce dernier. Le Parlement, déjà contourné lorsqu'il est recouru aux ordonnances, ne doit pas souffrir davantage de l'impréparation du Gouvernement. Il aurait donc été

préférable d'*a minima* prévoir les mêmes délais pour l'habilitation demandée au présent article et pour celle demandée à l'article 11 *bis* relative à la révision du régime des nullités, à savoir **neuf mois, et un délai de dépôt du projet de loi de ratification de trois mois.**

Pour l'ensemble de ces raisons, et pour éviter **un énième contournement du Parlement**, une habitude désormais pour ce Gouvernement - la commission a adopté **l'amendement COM-32 du rapporteur afin de supprimer l'article.**

**Décision de la commission : la commission des finances a supprimé cet article.**

*ARTICLE 10 quinquies (nouveau)*

**Renforcement du devoir de signalement des commissaires  
aux comptes à l’Autorité des marchés financiers**

Le présent article, introduit par l’amendement COM-32 du rapporteur, vise à renforcer le devoir de signalement des commissaires aux comptes auprès de l’Autorité des marchés financiers (AMF). Ces signalements sont essentiels pour l’AMF, puisqu’ils lui permettent de mieux anticiper les difficultés financières des organismes de placement collectif, instruments d’intervention sur les marchés financiers et de financement en capital des entreprises.

Ce renforcement passe par deux évolutions. D’une part, en plus de devoir signaler l’émission de réserves ou le refus de certification des comptes, les commissaires aux comptes devront signaler leur impossibilité de certifier les comptes, lorsqu’ils n’ont pas pu mettre en œuvre toutes les procédures d’audit nécessaires. D’autre part, ces obligations de signalement sont étendues aux commissaires aux comptes des fonds de placement immobilier.

Ce dispositif avait été adopté par le Sénat au mois de janvier 2023, dans le cadre de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants. Il s’inscrit dans la recherche d’un équilibre entre, d’une part, l’attractivité de la place de Paris et, d’autre part, la préservation des intérêts des investisseurs et des acteurs qui y opèrent.

La commission a adopté cet article.

**I. LE DROIT EXISTANT : UN DEVOIR DE SIGNALEMENT DES  
COMMISSAIRES AUX COMPTES AUPRÈS DE L’AUTORITÉ DES  
MARCHÉS FINANCIERS**

L’AMF et la compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) ont publié pour la première fois en 2005 un **guide des relations entre l’AMF et les commissaires aux comptes**<sup>1</sup>. Mis à jour pour la dernière fois au mois d’avril 2022, il vise à définir de bonnes pratiques de coopération et à préciser les modalités d’échange entre les commissaires et l’AMF.

Aux termes de l’article L. 621-22 du code monétaire et financier (CMF), l’AMF peut demander aux commissaires aux comptes de personnes dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé **tous renseignements** sur les personnes qu’ils contrôlent. Les

<sup>1</sup> Autorité des marchés financiers et Compagnie nationale des commissaires aux comptes, « [Guide des relations entre l’Autorité des marchés et les commissaires aux comptes](#) », mise à jour avril 2022.



commissaires peuvent à l'inverse interroger l'AMF sur toute question rencontrée dans l'exercice de leur mission et susceptible d'avoir un effet sur l'information financière de la personne.

L'article L. 621-23 du CMF précise que **les commissaires aux comptes des sociétés de gestion de portefeuille** et des prestataires de services de communication de données sont **déliés du secret professionnel à l'égard de l'AMF**. Ils sont également **tenus de lui signaler** dans les meilleurs délais tout fait ou décision de nature :

- à constituer une violation des dispositions législatives ou réglementaires applicables à la société et susceptible d'avoir des effets significatifs sur la situation financière, le résultat ou le patrimoine ;
- à porter atteinte à la continuité de l'exploitation de la société ;
- à entraîner **l'émission de réserves ou le refus de la certification des comptes**.

#### **Réserves, refus et impossibilité de certification**

La certification des comptes annuels ou consolidés d'une société par un commissaire aux comptes est l'opération par laquelle ce dernier certifie que les comptes sont réguliers et sincères et qu'ils donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'entité concernée.

La certification peut être assortie de **réserves**, par exemple si le commissaire aux comptes a identifié lors de son audit des anomalies significatives et que celles-ci n'ont pas été corrigées, à condition que leur incidence soit limitée et que la formulation de la réserve soit suffisante pour permettre à l'utilisateur des comptes de fonder son jugement en connaissance de cause (« réserve pour désaccord »). Sous les mêmes conditions, le commissaire aux comptes peut également formuler une réserve s'il n'a pas pu mettre en œuvre toutes les procédures d'audit nécessaires (« réserve pour limitation »).

Le commissaire aux comptes peut **refuser de certifier** lorsqu'il a détecté des anomalies significatives qui n'ont pas été corrigées. Dans ce cas, les anomalies ne peuvent pas être clairement circonscrites et la formulation d'une réserve ne serait pas suffisante pour permettre à l'utilisateur de fonder son jugement.

Enfin, le commissaire aux comptes formule une **impossibilité de certifier** lorsqu'il n'a pas pu mettre en œuvre toutes les procédures d'audit nécessaires pour fonder son opinion sur les comptes. Les limitations à ses travaux ne peuvent pas être clairement circonscrites et la formulation d'une réserve ne serait pas suffisante.

*Source : compagnie nationale des commissaires aux comptes, « NEP 700. Rapports du commissaire aux comptes sur les comptes annuels et consolidés », 11 octobre 2018*

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : RENFORCER LE DEVOIR DE SIGNALEMENT DES COMMISSAIRES AUX COMPTES POUR MIEUX ANTICIPER LES DIFFICULTÉS DE CERTAINS FONDS

À l'initiative du rapporteur, la commission a adopté l'**amendement COM-32** afin de **renforcer le devoir de signalement des commissaires aux comptes auprès de l'AMF**, qui ne porte en l'état du droit que sur l'émission de réserves et le refus de certification.

Le **1° du présent article** impose ainsi aux commissaires aux comptes des organismes de placement collectif (OPC) et des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) de **signaler s'ils se trouvent dans l'impossibilité de certifier les comptes**. Si le guide professionnel des échanges entre l'AMF et la CNCC aborde ce sujet, il ne peut en constituer la base normative.

Le **2° du présent article** étend les obligations de signalement des commissaires aux comptes aux **fonds de placement immobilier**. En effet, seuls les commissaires des OPC prenant la forme d'une société de placement à prépondérance immobilière à capital variable sont aujourd'hui concernés par cette obligation, sans justification particulière de cette différence de traitement.

Ce dispositif, déjà adopté par le Sénat le 31 janvier 2023 dans le cadre de l'examen de la proposition de loi tendant à renforcer la protection de l'épargnant, répond à la **recherche d'un équilibre entre, d'une part, le renforcement de l'attractivité de la place de Paris et, d'autre part, la protection des acteurs financiers et des investisseurs qui y opèrent**.

Le devoir de signalement des commissaires aux comptes est en effet primordial pour l'AMF afin d'assurer sa mission de protection de l'épargne investie dans les instruments financiers. Les informations remontées lui permettent d'exercer une vigilance particulière à l'égard de certains acteurs, y compris pour mieux anticiper les difficultés auxquelles ils pourraient faire face. Ces difficultés peuvent en effet avoir tant un impact sur les investisseurs que sur **le financement des entreprises dont les titres sont à l'actif des fonds**.

Dans un contexte où le Gouvernement a demandé, à l'article 10 *quater* de la présente proposition de loi<sup>1</sup>, une habilitation à légiférer par ordonnance pour **réviser l'ensemble du cadre juridique applicable aux OPC**, le présent article apporte, **par la voie législative ordinaire**, une première modification relative à leur contrôle par les commissaires aux comptes.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article.**

---

<sup>1</sup> Pour davantage de détails, le lecteur est invité à se reporter au commentaire de cet article.

*ARTICLE 11*

**Spécialisation de la cour d'appel de Paris  
en matière d'arbitrage international**

L'examen de cet article a été délégué au fond à la commission des lois<sup>1</sup>. Il désigne la chambre commerciale internationale de la cour d'appel de Paris comme seule compétente pour les recours en matière d'arbitrage international.

La commission des lois a adopté cet article sans modification.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

*ARTICLE 11 bis (nouveau)*

**Habilitation à légiférer par ordonnance  
pour réformer le régime des nullités en droit des sociétés**

L'examen de cet article a été délégué au fond à la commission des lois<sup>1</sup>. Il habilite le Gouvernement à légiférer par ordonnance pour simplifier et pour clarifier le régime des nullités en droit des sociétés.

La commission des lois a adopté cet article sans modification.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Se reporter à [l'avis n° 574](#) (2023-2024) fait par M. Louis Vogel au nom de la commission des lois, déposé le 7 mai 2024.

## ARTICLE 12

### Calcul des indemnités de licenciement des preneurs de risques

Le présent article prévoit d'élargir la liste des preneurs de risques, ces personnels des établissements financiers soumis à des règles dérogatoires quant au calcul de leurs indemnités de licenciement. N'est en effet pas prise en compte dans ce calcul la partie de la part variable de leur rémunération qui peut être réduite ou donner lieu à une restitution.

En l'état actuel du droit, les preneurs de risques sont définis par référence aux articles 3 et 4 du règlement délégué 604/2014 du 4 mars 2014, qui n'est pourtant plus en vigueur depuis le 26 juin 2021. Il est donc proposé d'actualiser cette disposition dérogatoire pour renvoyer aux articles 5 et 6 du règlement délégué 2021/903 du 25 mars 2021. Concrètement, cela revient à inclure dans la liste des preneurs de risque les personnels exerçant des fonctions de direction dans le domaine des affaires publiques, de la solidité des politiques et des procédures comptables, de la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme ou des accords d'externalisation.

Si cette extension apparaît opportune, la commission relève que cet ajustement est modeste, et certainement pas de nature à apporter une réponse à ce qui constitue encore l'un des grands freins à la compétitivité de la place de Paris et à l'attractivité financière de la France : le coût du travail et, en particulier, le coût des licenciements pour les métiers cycliques aux rémunérations très élevées. La commission des finances avait alerté sur cette difficulté dès 2017 et regrette l'absence de réaction du Gouvernement sur ce sujet. L'examen de cette proposition de loi aurait pu conduire à une analyse plus approfondie des conditions de faisabilité d'un plafonnement global des indemnités de licenciement des preneurs de risques, en lien avec le Parlement.

La commission a adopté cet article sans modification.

## I. LE DROIT EXISTANT : UNE LIMITATION SPÉCIFIQUE DES INDEMNITÉS DE LICENCIEMENT DES PRENEURS DE RISQUES

### A. LE COÛT DU TRAVAIL, UN ENJEU MAJEUR POUR LES ACTEURS DE LA PLACE DE PARIS

Dès 2017, dans un rapport consacré aux places financières et à la stratégie française à adopter face au *Brexit*<sup>1</sup>, la commission des finances relevait que **le droit et le coût du travail constituaient deux aspects majeurs de l'attractivité des places financières**, aspects sur lesquels la place de Paris souffrait d'un « *handicap concurrentiel* », du fait notamment du niveau des prélèvements sur le travail payés par les employeurs du secteur financier pour les salariés qualifiés.

Le montant de ces prélèvements, pour un salaire annuel fixe de 250 000 euros dans le secteur financier, était en moyenne **jusqu'à dix fois supérieur à celui acquitté par les employeurs dans les pays voisins de la France tels que l'Allemagne, les Pays-Bas ou encore le Luxembourg**. La commission des finances avait alors décomposé l'écart entre l'Allemagne et la France : un tiers tenait à la taxe sur les salaires, un autre tiers à l'absence de contribution obligatoire aux régimes de retraite complémentaires en Allemagne et le dernier tiers à l'absence de plafonnement des cotisations sociales en France.

Sept ans après, **le niveau des prélèvements sociaux demeure une préoccupation majeure des acteurs de la place de Paris**. Lors d'une table ronde consacrée à l'attractivité financière de la France, organisée par la commission des finances le 3 avril 2024<sup>2</sup>, Jean-Charles Simon, délégué général d'Eurolplace, a souligné que la question du coût du travail demeurerait une préoccupation de premier ordre pour les acteurs : « *pour les métiers qualifiés, le coût du travail est considérable, mais il devient très problématique pour les métiers financiers, aux salaires relativement élevés* ». Selon les données qu'il avait transmises à la commission, le taux moyen de cotisation patronale s'élevait à 40 % du salaire brut en France, tandis qu'il est plus proche des 15 % en Italie, en Allemagne et au Royaume-Uni.

Une seconde caractéristique défavorable à la place de Paris en matière de droit du travail avait été soulignée par la commission dès 2017 : **la faible prévisibilité du coût d'un licenciement**, dès lors, qu'au moment de la publication de ce rapport, aucun barème n'encadrerait les indemnités susceptibles d'être prononcées par le juge. La commission avait ainsi appelé à

---

<sup>1</sup> [Rapport d'information n° 574 \(2016-2017\) fait par M. Albéric de MONTGOLFIER au nom de la commission des finances, déposé le 7 juin 2017 - « Places financières : quelle stratégie française face au Brexit ? »](#).

<sup>2</sup> [Commission des finances, \*Audition de Mme Marie-Anne Barbat-Layani, présidente de l'Autorité des marchés financiers et de MM. Didier Martin, membre expert honoraire du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, et Jean-Charles Simon, délégué général d'Eurolplace, sur le thème de l'attractivité financière de la France, 3 avril 2024.\*](#)

la mise d'un barème afin de résoudre rapidement l'obstacle que représentait l'absence de visibilité sur le coût des licenciements économiques. **Les entreprises du secteur financier y sont en effet particulièrement exposées compte tenu du caractère cyclique de leurs activités** et de la structuration des rémunérations, avec une part fixe et une part variable.

Sur ce sujet également, le rapporteur ne peut que constater le peu d'évolutions intervenues entre 2017 et 2024. Pour citer le délégué général d'Eurolplace lors de la table ronde précitée, « *concernant les licenciements ou les ruptures conventionnelles, les dispositions françaises sont très peu compétitives pour les hauts salaires. Les niveaux d'indemnités de départ sont très élevés* ». Là-encore, la France souffre de la comparaison : pour les très hauts salaires du secteur financier, **le coût d'un licenciement peut être dix fois plus élevé qu'au Royaume-Uni.**

Les récents travaux menés par la commission des finances tendent donc à indiquer que **le coût du travail en France demeure un obstacle dans les arbitrages internationaux sur la localisation des activités** et un **frein à la compétitivité de la place de Paris**, s'agissant de surcroît, pour les métiers financiers à très hautes rémunérations, d'emplois très mobiles et facilement délocalisables.

#### **B. L'EXCLUSION D'UNE PARTIE DE LA RÉMUNÉRATION VARIABLE DES PRENEURS DE RISQUES DU CALCUL DE LEURS INDÉMNITÉS DE LICENCIEMENT**

Dans le cadre de la loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises (loi Pacte)<sup>1</sup>, le législateur a apporté une première réponse à la question du coût du travail, et notamment des licenciements, dans le secteur financier, pour les métiers à très hautes rémunérations et très exposés aux fluctuations du cycle économique.

Ainsi, aux termes de l'article L. 511-84-1 du code monétaire et financier (CMF), **une partie de la part variable de la rémunération n'est pas prise en compte dans le calcul des indemnités de licenciement des preneurs de risques.** Il s'agit donc d'une modalité de calcul des indemnités de licenciement **dérogatoire du droit commun**, et strictement délimitée.

##### **1. La rémunération et les indemnités de licenciement**

La rémunération qui n'est pas prise en compte pour le calcul des indemnités de licenciement correspond à **la partie de la part variable de la rémunération dont le versement peut être réduit ou donner lieu à restitution** (« bonus récupérables »). En effet, et il s'agit là également d'une spécificité du

---

<sup>1</sup> Article 77 de la [loi n° 2019-486 du 22 mai 2019](#) relative à la croissance et la transformation des entreprises.

secteur financier, « le montant total de la rémunération variable peut être légalement réduit ou donner lieu à restitution lorsque la personne concernée a méconnu les règles édictées par l'établissement en matière de prise de risque, notamment en raison de sa responsabilité dans des agissements ayant entraîné des pertes significatives pour l'établissement ou en cas de manquement aux obligations d'honorabilité et de compétence » (article L. 511-84 du CMF)<sup>1</sup>.

Cette partie de la rémunération est exclue du calcul des **indemnités de licenciement** suivantes :

- les indemnités prononcées par le juge lorsque le licenciement est prononcé en méconnaissance des dispositions relatives à la réintégration du salarié après un accident du travail autre que de trajet ou une maladie professionnelle, ou en méconnaissance des obligations liées à l'incapacité (article L. 1226-15 du code du travail) ;

- les indemnités versées au salarié titulaire d'un contrat de travail à durée indéterminée et licencié alors qu'il compte huit mois d'ancienneté ininterrompus au service du même employeur (article L. 1234-9 du même code) ;

- les indemnités prononcées par le juge lorsque le licenciement est intervenu pour une cause qui n'est pas réelle et sérieuse (article L. 1235-5 dudit code) ;

- les indemnités prononcées par le juge lorsqu'un licenciement est entaché de nullité<sup>2</sup> (article L. 1235-3-1 dudit code) ;

- les indemnités prononcées par le juge lorsqu'il constate qu'un licenciement est intervenu alors que la procédure de licenciement est nulle (article L. 1235-11 dudit code) ;

- les indemnités versées en cas d'annulation de la décision de validation ou d'homologation d'un plan de sauvegarde de l'emploi (article L. 1235-16 dudit code).

## 2. Les personnes concernées

Aux termes de l'article L. 511-84-1 du CMF, les personnels visés par cette modalité dérogatoire de calcul des indemnités de licenciement sont les **preneurs de risques** au sens des articles 3 et 4 du règlement

---

<sup>1</sup> À noter qu'il s'agit d'une dérogation spécifique au secteur financier, le principe prévalant étant celui prévu à l'article L. 1331-2 du code du travail, à savoir qu'en matière disciplinaire, lorsqu'un agissement du salarié est tenu pour fautif par l'employeur, les amendes et les sanctions pécuniaires sont interdites, toute clause en ce sens étant frappée de nullité.

<sup>2</sup> Les nullités visées sont la violation d'une liberté fondamentale, des faits de harcèlement moral ou sexuel, un licenciement discriminatoire, un licenciement consécutif à une action en justice en matière d'égalité professionnelle entre les femmes et les hommes ou à une dénonciation de crimes et délits, un licenciement d'un salarié protégé en raison de son mandat ainsi qu'un licenciement d'un salarié en méconnaissance des protections de la grossesse ou du congé de paternité.



délégué n° 604/2014 du 4 mars 2014 de la Commission, relatif aux critères qualitatifs et quantitatifs appropriés permettant de recenser les catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque d'un établissement<sup>1</sup>.

### **Les preneurs de risques au sens du règlement délégué 604/2014**

Les membres du personnel d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement qui remplissent l'un des critères prévus à l'article 3 ou à l'article 4 sont considérés comme des preneurs de risques.

L'article 3 du règlement délégué liste les critères qualitatifs non cumulatifs qui permettent de considérer qu'un membre du personnel a une incidence significative sur le profil de risque d'un établissement. Ce membre du personnel peut :

- être un membre de l'organe de direction dans sa fonction exécutive ;
- être un membre de l'organe de direction dans sa fonction de surveillance ;
- être un membre de la direction générale ;
- être responsable des activités de la fonction indépendante de gestion du risque, de la fonction de conformité ou de la fonction d'audit interne à l'égard de l'organe de direction et rendre des comptes à celui-ci en ce qui concerne ces activités ou exercer des responsabilités managériales dans l'une de ces fonctions ;
- avoir la responsabilité globale de la gestion du risque au sein d'une unité opérationnelle ;
- diriger une unité opérationnelle importante ou exercer des responsabilités managériales dans une unité opérationnelle importante et faire rapport directement au membre du personnel qui dirige cette unité ;
- diriger une fonction chargée des affaires juridiques, des finances, y compris la fiscalité et l'établissement du budget, des ressources humaines, de la politique de rémunération, des technologies de l'information ou de l'analyse économique ;
- être responsable d'un comité chargé de la gestion d'un de ces risques : contrepartie, concentration, titrisation, taux d'intérêt, liquidité et levier excessif, risque résiduel et opérationnel ;
- être chargé de formuler des propositions de crédits, de structurer des produits de crédits, être en mesure de pouvoir prendre, approuver ou opposer son veto à une décision concernant les expositions au risque de crédit ou encore être membre d'un comité formé à cet effet. Idem pour ce qui concerne les décisions portant sur des transactions du portefeuille de négociation ;
- exercer des responsabilités managériales à l'égard d'un groupe de membres du personnel qui ont individuellement le pouvoir d'engager l'établissement pour des transactions ;

---

<sup>1</sup> [Règlement délégué \(UE\) n° 604/2014](#) de la Commission du 4 mars 2014 complétant la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne les critères qualitatifs et quantitatifs appropriés permettant de recenser les catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque d'un établissement.

- prendre la décision d'approuver ou d'opposer un veto à l'introduction de nouveaux produits ou être membre d'un comité qui a le pouvoir de prendre de telles décisions ;
- exercer des responsabilités managériales à l'égard d'un membre du personnel respectant au moins l'un des critères précédemment énoncés.

L'article 4 du règlement délégué liste les critères quantitatifs non cumulatifs qui permettent de considérer qu'un membre du personnel a une incidence significative sur le profil de risque d'un établissement. Les critères sont les suivants :

- le membre du personnel s'est vu accorder une **rémunération totale égale ou supérieure à 500 000 euros au cours de l'exercice précédent** ;
- le membre du personnel fait partie des 0,3 % des membres du personnel auxquels la rémunération totale la plus élevée a été accordée au cours de l'exercice précédent ;
- le membre du personnel s'est vu accorder, au cours de l'exercice précédent, une rémunération totale égale ou supérieure à la plus faible rémunération totale accordée au cours du même exercice à un membre de la direction générale.

Source : règlement délégué (UE) n° 604/2014 du 4 mars 2014

Il convient toutefois de noter que **le règlement délégué précité du 4 mars 2014 n'est plus en vigueur depuis le 26 juin 2021**. Se sont substituées à ses dispositions celles du **règlement délégué 2021/923 de la Commission du 25 mars 2021**, relatif à la fixation des critères permettant de recenser les membres du personnel dont les activités professionnelles ont une incidence sur le profil de risque de l'établissement<sup>1</sup>. Les articles 5 et 6 listent les critères qualitatifs et quantitatifs retenus pour définir les preneurs de risques. Si les critères quantitatifs sont plus restrictifs, s'agissant notamment du niveau de rémunération, **les critères qualitatifs sont plus larges et conduisent à inclure les personnels qui exercent des fonctions de direction dans le domaine des affaires publiques, de la solidité des politiques et des procédures comptables, de la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme ou des accords d'externalisation.**

---

<sup>1</sup> Règlement délégué (UE) 2021/923 de la Commission du 25 mars 2021 complétant la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation fixant les critères permettant de définir les responsabilités dirigeantes, les fonctions de contrôle, l'unité opérationnelle importante et l'incidence significative sur le profil de risque de cette unité, et fixant les critères permettant de recenser les membres du personnel ou les catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence sur le profil de risque de l'établissement qui est comparativement aussi significative que celle des membres du personnel ou catégories de personnel visés à l'article 92, paragraphe 3, de ladite directive.

### Les preneurs de risques au sens du règlement délégué 2021/923

Les membres du personnel d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement qui remplissent l'un des critères prévus à l'article 5 ou à l'article 6 sont considérés comme des preneurs de risques.

L'article 5 du règlement délégué liste les critères qualitatifs non cumulatifs qui permettent de considérer qu'un membre du personnel a une incidence significative sur le profil de risque d'un établissement. Ce membre du personnel peut :

- **exercer des responsabilités dirigeantes dans les domaines suivants** : affaires juridiques, **solidité des politiques et des procédures comptables**, finances (y compris fiscalité et établissement du budget), analyse économique, **prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme**, ressources humaines, mise en place ou mise en œuvre de la politique de rémunération, technologies de l'information, sécurité de l'information, **gestion des accords d'externalisation de fonctions essentielles ou importantes** ;

- être responsable d'un comité chargé de la gestion d'un de ces risques : contrepartie, concentration, titrisation, taux d'intérêt, liquidité et levier excessif, risque résiduel et opérationnel ;

- être chargé de formuler des propositions de crédits, de structurer des produits de crédits, être en mesure de pouvoir prendre, approuver ou opposer son veto à une décision concernant les expositions au risque de crédit ou encore être membre d'un comité formé à cet effet. Idem pour ce qui concerne les décisions portant sur des transactions du portefeuille de négociation ;

- exercer des responsabilités managériales à l'égard d'un groupe de membres du personnel qui ont individuellement le pouvoir d'engager l'établissement pour des transactions ;

- prendre la décision d'approuver ou d'opposer un veto à l'introduction de nouveaux produits ou être membre d'un comité qui a le pouvoir de prendre de telles décisions.

L'article 6 du règlement délégué liste les critères quantitatifs non cumulatifs qui permettent de considérer qu'un membre du personnel a une incidence significative sur le profil de risque d'un établissement. Les critères sont les suivants :

- **le membre du personnel s'est vu accorder une rémunération totale égale ou supérieure à 750 000 euros au cours de l'exercice précédent** ;

- le membre du personnel fait partie des 0,3 % des membres du personnel auxquels la rémunération totale la plus élevée a été accordée au cours de l'exercice précédent ;

- par renvoi aux a) et b) du paragraphe 3 de l'article 92 de la directive 2013/36/UE du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit, le membre du personnel qui est membre de l'organe de direction ou de la direction générale ainsi que le membre du personnel qui a des responsabilités dirigeantes sur les fonctions de contrôle de l'établissement ou sur les unités opérationnelles importantes.

Source : règlement délégué (UE) 2021/923 du 25 mars 2021

## II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ : ÉTENDRE LE PÉRIMÈTRE DES PRENEURS DE RISQUES

Le présent article remplace, au sein de l'article L. 511-84-1 du code monétaire et financier, la référence aux articles 3 et 4 du règlement délégué 604/2014 du 4 mars 2014 par la référence aux articles 5 et 6 du règlement délégué 2021/923 du 25 mars 2021.

Concrètement, cela conduit à **élargir les personnels inclus dans la catégorie des preneurs de risques**, et donc à **élargir la liste des salariés du secteur financier pour lesquels une partie de leur rémunération variable est exclue du calcul de leurs indemnités de licenciement**. Sont désormais inclus, sous réserve de satisfaire aux critères quantitatifs de rémunération, les personnels qui exercent des fonctions dans le domaine des affaires publiques, de la solidité des politiques et des procédures comptables, de la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme ainsi que des accords d'externalisation.

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

Le présent article n'a pas été modifié par l'Assemblée nationale.

## IV. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES : UN ALIGNEMENT SUR LE DROIT EUROPÉEN QUI CONDUIT À UN ÉLARGISSEMENT DES PERSONNELS CONCERNÉS PAR LA LIMITATION DU MONTANT DE LEURS INDEMNITÉS DE LICENCIEMENT

Il convient tout d'abord de noter que le présent article procède d'une nécessaire **coordination** quant à la définition des preneurs de risques : la référence au règlement délégué 604/2014 du 4 mars 2014 est obsolète depuis le mois de juin 2021 et l'entrée en application des dispositions du règlement délégué 2021/913 du 25 mars 2021. Ce faisant, **cette adaptation conduit mécaniquement à élargir les professions concernées** par les modalités dérogatoires de calcul des indemnités de licenciement, avec l'exclusion d'une partie de leur rémunération variable.

Si elle peut sembler manquer d'ambition, la mesure portée par le présent article représente toutefois **un pas dans la bonne direction**. Ainsi que l'a rappelé le rapporteur, le droit et le coût du travail constituent depuis de nombreuses années **un frein à la compétitivité et à l'attractivité de la place financière de Paris**. Les établissements sont réticents à localiser en France les personnes dont le coût de licenciement ne sera pas compétitif par rapport aux pays voisins : en audition, les représentants d'Eurolplace ont indiqué au

rapporteur que seulement un cinquième des rémunérations de plus d'un million d'euros offertes par une grande banque française était localisé en France. Avec un coût de séparation d'un à dix, les établissements préfèrent localiser ces personnes à Londres par exemple, ce qui veut aussi dire y localiser une partie de leurs activités et les collaborateurs qui y sont attachés, au détriment du développement de la place de Paris.

Il ne s'agit pas pour autant de remettre en cause les principes fondamentaux du cadre protecteur français, mais de prévoir des adaptations pour des professions particulières. En l'espèce, les preneurs de risques occupent des **métiers très exposés aux fluctuations économiques**, ce qui peut justifier une flexibilité supplémentaire pour les établissements qui les emploient. Au sens du règlement européen, ce sont aussi des **personnels aux rémunérations très élevées** – plus de 750 000 euros annuels selon l'un des critères quantitatifs – dont il est raisonnable de penser qu'ils peuvent accepter des indemnités de licenciement en-deçà de ce qu'elles auraient été selon les modalités de calcul de droit commun. Pour ces métiers très cycliques aux rémunérations exceptionnelles, avec une très grande mobilité des salariés, exclure une partie de la rémunération variable du calcul des indemnités de licenciement apparaît justifié, et pas uniquement dans un objectif de renforcer la compétitivité de la place de Paris.

Au regard des différentiels de coûts de licenciement très élevés entre Paris et les autres places financières européennes, le rapporteur estime qu'un **dispositif plus ambitieux** aurait pu être envisagé. La question du **plafonnement des indemnités de licenciement des preneurs de risques**, à hauteur de dix fois le plafond de la Sécurité sociale par exemple, soit plus de 463 000 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2024<sup>1</sup> et sous réserve d'une variation selon l'ancienneté du salarié, aurait mérité d'être posée. Avant d'être introduite par voie d'amendement, elle nécessite toutefois des travaux complémentaires : des éléments publiés dans la presse<sup>2</sup> indiquent que le Gouvernement aurait informellement saisi le Conseil d'État de cette question. Ce dernier aurait estimé que les éléments transmis étaient insuffisants en l'état pour justifier ce plafonnement dérogatoire et que ce dernier risquait donc d'être considéré comme contraire au principe constitutionnel d'égalité devant la loi. **Le sujet du coût du travail n'est pourtant pas nouveau, et l'absence d'anticipation du Gouvernement ne peut qu'être regrettée.**

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article sans modification.**

---

<sup>1</sup> Plafond fixé à 46 368 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2024.

<sup>2</sup> Voir par exemple Les Échos, « [Traders : le Conseil d'État contre un plafonnement des indemnités de licenciement](#) », 23 avril 2024.

ARTICLE 13

**Application des dispositions de la proposition de loi  
dans les collectivités d'outre-mer**

**Le présent article prévoit l'application de certaines dispositions de la proposition de loi en Nouvelle-Calédonie, en Polynésie française ainsi que dans les îles Wallis et Futuna.**

**À l'initiative du rapporteur, la commission a adopté l'amendement COM-33 de coordination puis a adopté cet article ainsi modifié.**

En application du principe de spécialité législative, les lois et les règlements ne sont applicables en Polynésie française, dans les îles Wallis et Futuna ainsi qu'en Nouvelle-Calédonie que sur mention expresse, sous réserve d'adaptation.

Ainsi, s'agissant des dispositions de la présente proposition de loi<sup>1</sup> :

- le **I de l'article 13** rend applicables en Nouvelle-Calédonie et en Polynésie française les articles 6 à 8 relatifs aux titres transférables, sous réserve des adaptations rendues nécessaires par le fait que les dispositions relatives au droit civil, au droit commercial, au droit des assurances et au droit des transports n'y sont pas applicables, en raison de la compétence de ces deux territoires ultra-marins pour définir les règles dans ces domaines ;

- le **II** prévoit l'application dans les îles Wallis et Futuna des modifications apportées par la proposition de loi au code de commerce. Il s'agit notamment des modifications relatives aux actions à droits de vote multiples (article 1<sup>er</sup>), aux augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription (article 3) et aux modalités de tenue dématérialisée des assemblées générales (article 10). L'application de ces dispositions en Nouvelle-Calédonie et en Polynésie française n'est pas prévue puisque ces collectivités sont compétentes pour définir les règles en matière de droit des sociétés ;

- le **III** rend applicables dans les trois territoires certaines des modifications apportées au code monétaire et financier, s'agissant notamment de la composition de l'actif des fonds communs de placement à risques (article 2) et de la transmission par les sociétés de gestion de portefeuille

---

<sup>1</sup> S'agissant du contenu de chacun des articles, le lecteur est invité à se reporter aux commentaires d'article.

d'informations aux autorités de supervision étrangères (article 4) ;

- le **IV** rend applicables à Wallis-et-Futuna et dans les Terres australes et antarctiques françaises les dispositions de l'article 9 relatif au connaissance maritime.

\*

L'Assemblée nationale a adopté cet article modifié par six amendements rédactionnels et de coordination du rapporteur Alexandre Holroyd en commission et par un amendement de coordination du rapporteur en séance publique.

\*

À l'initiative du rapporteur, **la commission a adopté l'amendement de coordination COM-33** afin de rendre applicables à Wallis-et-Futuna :

- les articles 6 à 8 relatifs aux titres transférables, sous réserve d'adaptation pour tenir compte de la compétence du territoire en matière de droit civil, de droit commercial, de droit des assurances et de droit des transports ;

- les dispositions de l'article 1<sup>er</sup> (actions à droits de vote multiples), de l'article 3 (augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription) et de l'article 10 (modalités de tenue dématérialisée des assemblées générales) ;

- les articles du code de commerce modifiés par les dispositions de la proposition de loi ;

- l'article 11 relatif à la spécialisation de la cour d'appel de Paris en matière d'arbitrage international.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**

## ARTICLE 14

### Entrée en vigueur

**Le présent article prévoit une entrée en vigueur différée pour plusieurs dispositions de la présente proposition de loi.**

**À l'initiative du rapporteur, la commission a adopté l'amendement COM-34 de précision puis a adopté cet article ainsi modifié.**

Aux termes de l'article 1<sup>er</sup> du code civil, « *les lois et, lorsqu'ils sont publiés au Journal officiel de la République française, les actes administratifs entrent en vigueur à la date qu'ils fixent ou, à défaut, le lendemain de leur publication. Toutefois, l'entrée en vigueur de celles de leurs dispositions dont l'exécution nécessite des mesures d'application est reportée à la date d'entrée en vigueur de ces mesures* ».

Ainsi, s'agissant des dispositions de la présente proposition de loi :

- le **I de l'article 14** prévoit que le 2<sup>o</sup> de l'article 3, à savoir la suppression de l'encadrement du prix d'émission des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription, entre en vigueur trois mois après la publication de la loi ;

- le **II** prévoit que le 3<sup>o</sup> de l'article 3, à savoir les modalités de désignation des personnes auxquelles peut être réservée une augmentation de capital, et l'article 10, relatif à la tenue dématérialisée des assemblées générales, entrent en vigueur à une date fixée par décret en Conseil d'État, et au plus tard trois mois après la publication de la loi ;

- le **III** prévoit que le titre II (articles 6 à 9), relatif aux titres transférables, entre en vigueur à une date fixée par décret en Conseil d'État, et au plus tard neuf mois après la publication de la loi ;

- le **IV** prévoit que l'article 11, relatif à la spécialisation de la cour d'appel de Paris en matière d'arbitrage international, entre en vigueur à une date fixée par décret en Conseil d'État, et au plus tard le premier jour du douzième mois suivant la publication de la loi. Il est également précisé que les dispositions de cet article ne sont applicables qu'aux recours formés après son entrée en vigueur.

\*

L'Assemblée nationale a adopté cet article sans modification.

\*



À l'initiative du rapporteur et en concertation avec le rapporteur pour avis de la commission des lois, M. Louis Vogel, **la commission a adopté l'amendement COM-34** afin de préciser les modalités d'entrée en vigueur de l'article 3 de la présente proposition de loi, relatif aux augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription et dont l'examen a été délégué au fond à la commission des lois.

**Décision de la commission : la commission des finances a adopté cet article ainsi modifié.**



## TRAVAUX DE LA COMMISSION

### I. AUDITION COMMUNE SUR LE THÈME DE L'ATTRACTIVITÉ FINANCIÈRE DE LA FRANCE (3 AVRIL 2024)

Réunie le mercredi 3 avril 2024, sous la présidence de M. Claude Raynal, président, la commission a entendu Mme Marie-Anne Barbat-Layani, présidente de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et MM. Didier Martin, membre expert honoraire du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP), et Jean-Charles Simon, délégué général d'Eurolplace, sur le thème de l'attractivité financière de la France

**M. Claude Raynal, président.** – Mes chers collègues, nous continuons nos travaux avec la question de l'attractivité financière de la France. Trois ans après l'accord de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, nous cherchons à dresser un bilan de la capacité de la place de Paris comme plus largement de la France à attirer les investissements des acteurs financiers.

Paris est la cinquième place financière la plus attractive du monde, selon le classement de l'*Open Financial Ecosystem Index* (Ofex), et la première place financière de l'Union européenne. En matière de capitalisation boursière, elle a même dépassé Londres, pourtant toujours classée troisième place financière mondiale.

Pour autant, la Cour des comptes avait estimé en 2023 que la fin du passeport européen dont bénéficiaient les acteurs financiers de la City à Londres n'avait eu qu'un effet relativement limité, en permettant la création de seulement 2 800 emplois à Paris.

Ce constat renvoie à des observations formulées par Albéric de Montgolfier en 2017, dans son rapport d'information intitulé *Places financières : quelle stratégie française face au Brexit ?* Selon les conclusions de ce rapport, la France disposait d'atouts pour attirer des investisseurs financiers déçus du Brexit – elle en dispose encore –, mais des réformes étaient nécessaires pour faire de Paris l'égale de Londres en matière financière.

Certaines recommandations du Sénat se sont d'ailleurs concrétisées. Par exemple, l'Autorité bancaire européenne est localisée à la Défense depuis 2019, ce dont nous pouvons nous réjouir.

La question de l'attractivité financière demeure importante à l'heure où les besoins d'investissement pour la transition écologique sont évalués à 110 milliards d'euros par an à partir de 2030, et où le niveau du déficit public incite à la prudence quant à la capacité de l'État à apporter un soutien pourtant nécessaire.

On peut s'interroger sur le dosage correct entre financements publics et privés, mais, pour garantir une transition rapide ainsi que, plus généralement, la croissance des entreprises, la mobilisation d'investisseurs de tous horizons, dans des conditions encadrées et réglementées, constitue évidemment un atout.

Une proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France a été déposée à l'Assemblée nationale par le député Alexandre Holroyd. Elle doit y être examinée le 9 avril prochain, avant d'être transmise et examinée au Sénat le 7 mai en commission puis le 14 mai en séance publique, M. Albéric de Montgolfier ayant été nommé rapporteur. Cette proposition de loi vise à améliorer l'accès des entreprises aux marchés de capitaux et à moderniser le droit financier français.

La crise de 2008 a toutefois montré de manière flagrante la nécessité d'une régulation du marché financier. L'amélioration de l'attractivité financière de la France passe également par l'encadrement des activités du secteur financier assuré par le régulateur, qui permet de sécuriser le marché pour l'ensemble des acteurs.

Le président du directoire d'Euronext a récemment plaidé pour une supervision unique des marchés en Europe, tout en reconnaissant que celle-ci était plus difficile à mettre en œuvre que la supervision bancaire. Pourquoi n'arrivons-nous toujours pas à réaliser pour les marchés financiers ce que nous sommes arrivés à mettre en œuvre en matière bancaire ? Madame la présidente, nous vous avons d'ailleurs posé cette question lors de notre récente visite à l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Par ailleurs, dès que le Gouvernement avait lui-même annoncé son intention de présenter un projet de loi relatif à l'attractivité de la place financière de Paris, banquiers d'affaires et associations professionnelles s'étaient mobilisés pour lui présenter des propositions. J'ai été assez surpris de lire que, parmi leurs priorités, figurait un nouvel assouplissement du droit du travail. Leurs vœux sont en passe d'être exaucés : l'article 12 de la proposition de loi de M. Holroyd prévoit d'actualiser les dispositions relatives aux rémunérations des preneurs de risque, afin d'exclure certains éléments de rémunération du calcul des indemnités de licenciement dues à des personnels des établissements financiers.

L'objectif, clair, est de limiter le coût des licenciements. Selon vous, le coût du travail est-il vraiment un frein à l'attractivité de la place de Paris ? Le droit du travail peut-il être, en soi, un obstacle ?

Pour nous éclairer sur ces enjeux, nous avons le plaisir d'accueillir Mme Marie-Anne Barbat-Layani, présidente de l'Autorité des marchés financiers, M. Didier Martin, avocat associé du cabinet Bredin Prat, membre expert honoraire du Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP) ainsi que M. Jean-Charles Simon, délégué général de Paris Europlace.

Je vous rappelle que cette audition fait l'objet d'une captation vidéo, retransmise en direct sur le site internet du Sénat et sur les réseaux sociaux.

Sans plus tarder, je cède la parole à Mme Marie-Anne Barbat-Layani, pour qu'elle nous donne le point de vue de l'AMF sur cette question. Dans le cadre de ses orientations stratégiques pour la période 2023-2027, l'AMF affirme qu'elle « intégrera pleinement l'enjeu de l'attractivité de la place de Paris [...] dans un contexte d'évolution des canaux de financement des entreprises ». Comment cet objectif doit-il se décliner ? Quelles sont les actions d'ores et déjà mises en œuvre par l'AMF pour accroître l'attractivité financière de la place de Paris et favoriser le financement des entreprises ?

**Mme Marie-Anne Barbat-Layani, présidente de l'Autorité des marchés financiers (AMF).** – Mesdames, messieurs les sénateurs, je vous remercie de m'avoir invitée à participer à ces échanges. Monsieur le président, nous avons évoqué le sujet de l'attractivité financière de la place de Paris lors de votre récente visite à l'AMF et je vous prie par avance de m'excuser de répéter une partie de ce que je vous avais alors indiqué.

Pourquoi et comment, en tant que régulateurs, avons-nous intégré dans nos priorités stratégiques les questions de la compétitivité et de l'attractivité financière de la place de Paris ?

L'AMF est une autorité publique indépendante (API) qui intervient pour protéger les épargnants et les investisseurs, en régulant les marchés financiers et leurs infrastructures. Nos compétences s'étendent notamment aux sociétés cotées au titre de leurs communications financières, aux intermédiaires financiers autorisés à produire ou à distribuer des instruments financiers, c'est-à-dire à toutes les sociétés de gestion de portefeuille, aux prestataires de services d'investissement et aux conseillers en investissement financier, ainsi que, selon une mission qui nous a été confiée plus récemment, aux prestataires de services sur financement participatif. Nous nous occupons également des produits d'épargne collectifs investis dans des instruments financiers, donc des émissions de jetons et des prestataires de services sur actifs numériques qui s'en occupent.

Afin de remplir nos missions, nous disposons d'un certain nombre d'instruments, parmi lesquels figure l'édiction de règles. Le règlement général de l'AMF précise la manière dont sont appliquées les règles fixées à des échelons supérieurs. Nous nous assurons de leur application notamment au moyen d'actions de supervision ainsi que grâce à nos pouvoirs d'enquête et de contrôle. Nous autorisons les entités et les offres financières régulées, et nous disposons d'un pouvoir de sanction et de transaction en cas de manquement à la réglementation.

Parmi les éléments dont nous souhaitons le renforcement législatif au cours des prochains mois figurent certaines propositions visant à rendre notre action répressive plus efficace, sans la moindre contradiction avec notre objectif de renforcer l'attractivité de la place de Paris, bien au contraire.

Pour nous permettre d'exercer nos missions, nous bénéficions de moyens humains et budgétaires fixés annuellement par la loi de finances. Notre budget est d'environ 100 millions d'euros et nous employons plus de 500 collaborateurs. Pour continuer d'assurer notre mission exigeante, nous avons besoin d'un renforcement régulier de nos moyens, acté dans la loi de finances pour 2024 – j'en remercie la représentation nationale. Toutefois, nous aurons besoin de continuer à être accompagnés afin d'intégrer nos nouvelles missions.

L'attractivité de la place de Paris fait partie de nos orientations stratégiques. Elle est pour nous liée à notre positionnement de régulateur exigeant. À grands traits, selon la vision traditionnelle de la place de Paris qui prévaut dans la finance, celle-ci est caractérisée par sa bonne régulation et son intégrité, mais également par son utilité. Nous considérons ainsi, et les acteurs financiers le reconnaissent eux aussi, que l'exigence du régulateur constitue un facteur d'attractivité. Dans le cadre des évolutions post-Brexit, et dans leurs choix de localisation, certains acteurs financiers ont ainsi affirmé venir chercher à Paris une régulation exigeante, condition de leur bon développement.

Monsieur le président, vous m'interrogez sur la manière dont l'AMF perçoit son rôle de régulateur. En conformité avec la tradition française, la régulation a accompagné le développement de la place financière de Paris, devenue selon certains indicateurs la première place financière de l'Union européenne. Historiquement, l'action de ses régulateurs y a permis un haut niveau de régulation et d'exigence, que nous nous attachons à maintenir et à développer.

Le renforcement de l'attractivité de la place de Paris est une priorité stratégique dans un contexte marqué par des besoins de financement très importants. Alors que nous agissons de plus en plus à l'échelon européen, car la réglementation est de plus en plus européenne, il est nécessaire de développer les financements de marché pour répondre à une partie de ces besoins. La question du développement et de l'attractivité des marchés financiers se pose tant au niveau européen, avec la relance du projet d'union des marchés de capitaux (UMC), qu'au niveau national, avec le dépôt à l'Assemblée nationale de la proposition de loi de M. Alexandre Holroyd, qui intègre certaines des évolutions décidées à l'échelon européen.

Au niveau de l'action des régulateurs comme des évolutions législatives, la France n'est pas le seul pays à faire un effort de compétitivité. Un certain nombre de nos partenaires européens se sont récemment dotés de nouvelles législations visant à intégrer des évolutions réglementaires européennes telles que le *Listing Act* sur la cotation des entreprises ainsi que des évolutions que nous retrouvons dans la proposition de loi précitée.

Pour résumer, l'attractivité est pour nous une question essentielle. Notre marché est bien régulé dans un univers où, grâce au passeport européen, les acteurs financiers peuvent s'adresser aux épargnants et aux investisseurs français depuis l'ensemble des pays européens. Il nous semble important que le plus grand nombre possible d'acteurs soient placés sous notre régulation, pour assurer une application homogène des textes européens et la protection des investisseurs, d'autant plus en raison de l'absence de supervision européenne, et même si d'autres mécanismes de convergence des pratiques existent.

Par ailleurs, les besoins collectifs sont très importants pour financer la transition écologique, la transition numérique des entreprises et l'industrie de la défense. Les manières de répondre à ces besoins de financement se décident bien évidemment à l'échelon européen, mais également à l'échelon français. Nous avons intérêt à ce que les circuits de financement fondés sur l'épargne, abondante en France et en Europe, permettent de financer les besoins des entreprises européennes, notamment au travers de financements longs et comportant une part de risque.

Les financements bancaires traditionnels répondent en partie à ces besoins, mais le diagnostic est clair : nous avons besoin de développer d'autres modes de financement, qui passent par les marchés de capitaux et les fonds d'investissement. L'évolution reste aujourd'hui modeste en Europe sur ce point ; le projet d'union des marchés de capitaux se fonde aussi sur le constat que la part et le volume des financements des marchés peuvent augmenter.

Voilà pourquoi le régulateur français se préoccupe de la compétitivité de la place de Paris, aux échelons tant européen que national. Ces préoccupations sont d'ailleurs partagées par l'Autorité européenne des marchés financiers, également située à Paris, ainsi que par l'Autorité bancaire européenne. Une *task force* a été montée avec nos collègues de ces institutions afin de trouver les modalités permettant le développement d'une union des marchés de capitaux. Toutefois, ne soyons pas naïfs : la compétition est également intra-européenne, et ces questions doivent être posées à l'échelon national.

- Présidence de M. Stéphane Sautarel, vice-président -

**M. Stéphane Sautarel, président.** – Je me tourne désormais vers M. Didier Martin pour qu'il livre son expertise juridique sur l'attractivité financière de la place de Paris. Comment améliorer la compétitivité juridique de la place financière de Paris sans nuire à la conformité avec les textes européens et internationaux ?

**M. Didier Martin, membre expert honoraire du Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP).** – Le Haut Comité juridique de la place financière de Paris a été créé en 2015, sur l'initiative de l'AMF, de

l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), de la Chancellerie, de la Banque de France et du Trésor public. Il réunit des experts, magistrats, universitaires, avocats, représentants d'entreprises et des autorités, autour de divers sujets juridiques, au fur et à mesure des sollicitations des autorités. Nous avons rédigé environ soixante-dix rapports et avis ayant permis à ces autorités d'enrichir leurs réflexions et nous avons également suggéré diverses évolutions législatives et réglementaires, qui figurent d'ailleurs pour partie dans la proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France.

La première réponse des étrangers en ce qui concerne l'attractivité d'une place financière est sa stabilité juridique et fiscale. Certes, il s'agit là d'une incantation, mais cet élément est fondamental. Toutefois, une proposition de loi visant à moderniser le droit et à accroître les options disponibles ne peut pas faire pas de mal.

La compétition est européenne, et la France n'est pas le seul pays à vouloir être compétitif. Par exemple, la Belgique a récemment réformé son droit des sociétés afin de renforcer son attractivité ; il est donc tout à fait logique que nous fassions de même en France.

Toutefois, il y a souvent une confusion – je la retrouve dans la proposition de loi précitée – qui consiste à nous parler du droit britannique. Très clairement, la France doit faire quelque chose en matière financière en se positionnant par rapport à ce qu'il se passe au Royaume-Uni depuis le Brexit. Toutefois, sur le plan juridique, nous devons nous tourner non pas vers le Royaume-Uni, mais vers les Pays-Bas : Airbus et Stellantis sont des sociétés néerlandaises ! En 2024, à la suite d'une scission, Sodexo est en partie devenue une société néerlandaise, tout comme la société créée par Vivendi lors de la scission d'Universal ; de même, en 2022, Ferrovial, une des plus grandes sociétés espagnoles, a choisi de transférer son siège social aux Pays-Bas.

Nous devons donc regarder ce qui se passe dans ce pays, non pas pour le copier, mais pour y trouver quelques idées. Les actions à droit de vote multiple, par exemple, y sont autorisées par le droit néerlandais.

Les autres pays européens veulent être compétitifs et attractifs. Les Pays-Bas sont en pointe et cherchent à devenir une sorte de « Delaware de l'Europe ». Le Delaware abrite la quasi-totalité des sièges juridiques des sociétés cotées américaines. Aux États-Unis comme dans de nombreux pays, mais pas en France, le droit permet la dissociation du siège juridique et du siège réel des entreprises. Des sociétés se constituent au Delaware pour profiter des règles du droit, de la jurisprudence et des tribunaux de cet État. Les Pays-Bas ont l'objectif de devenir le Delaware de l'Europe. La compétition juridique est lancée, et nous devons la développer.

Le diable est dans les détails. La proposition de loi de M. Holroyd prévoit d'accorder une compétence exclusive en matière d'arbitrage international à la cour d'appel de Paris. Vous le savez, Paris est peut-être la



place mondiale la plus importante en la matière. Les intérêts sont importants : les audiences à Paris sont particulièrement suivies, le monde entier vient s'y réunir. Il y a quelques années, deux chambres commerciales internationales ont été créées, au tribunal de commerce et à la cour d'appel de Paris. En l'état, la proposition de loi dispose que seule la chambre internationale de la cour d'appel de Paris serait compétente en cas de recours contre une sentence arbitrale étrangère.

Récemment, j'ai eu à défendre auprès de la chambre internationale de la cour d'appel de Paris un État étranger condamné à verser plusieurs milliards d'euros, selon la seconde sentence la plus importante de l'histoire. Dans le même temps, se tenait à La Haye une procédure concernant l'exécution de cette sentence par rapport aux actifs de cet État aux Pays-Bas. En raison de l'engorgement de la cour d'appel de Paris, nous avons obtenu quatre heures d'audience, alors que s'y tenait le cœur de la procédure. À La Haye, où elle n'était que périphérique, l'audience a eu lieu toute la journée. On ne peut pas en vouloir à la cour d'appel de Paris, totalement engorgée. Cependant, si l'on parle de donner à la chambre internationale de la cour d'appel de Paris une compétence exclusive en matière d'arbitrage, il faut en assurer le suivi...

Par ailleurs, quelle est la carrière des magistrats qui siègent dans ces chambres ? En matière boursière, cet élément n'a pas été pris en compte. Les magistrats qui avaient passé un certain temps à ces postes n'avaient pas d'autre lieu où aller, et leurs compétences n'ont pas été valorisées. Le président de la chambre internationale de la cour d'appel de Paris part l'année prochaine, après être resté en poste à peine deux ans.

En ce qui concerne l'attractivité, il y a donc bien entendu des mesures législatives, mais il faut aussi un comité de suivi. Le Haut Comité juridique de la place de Paris s'est d'ailleurs chargé d'un tel suivi pour la chambre internationale du tribunal de commerce de Paris. Nous avons fait plusieurs propositions. Un suivi tous les deux ans des arbitrages internationaux permettrait de s'assurer que l'attractivité des juridictions dans les recours éventuels est bien maintenue à Paris.

**M. Stéphane Sautarel, président.** – Je m'adresse enfin à M. Jean-Charles Simon qui va pouvoir nous éclairer sur les améliorations souhaitées par les acteurs du marché financier afin d'améliorer encore l'attractivité de Paris. Quels sont les avantages compétitifs de la place de Paris ? Quels obstacles vous semblent devoir encore être levés ?

**M. Jean-Charles Simon, délégué général d'Europlace.** – Mesdames, messieurs les sénateurs, je vous remercie de m'avoir invité autour de ce sujet, raison d'être de notre organisation, créée en 1993 par les acteurs du marché des métiers financiers de la place de Paris. Depuis plus de trente ans, nous nous mobilisons pour faire de Paris un centre financier européen et mondial de premier plan.

Il faut mesurer à quel point le combat est féroce : la compétition internationale pour attirer ces emplois, ces activités et ces capitaux dépasse celle de tous les autres secteurs économiques. La raison en est simple : ces matières sont extrêmement volatiles. Ces emplois très qualifiés sont très bien rémunérés, les personnels peuvent très facilement déménager d'une capitale à une autre et les capitaux se déplacent également très facilement. Il faut bien le percevoir : face à d'autres villes européennes comme Francfort, Amsterdam, Dublin, Luxembourg ou Milan, la compétition est très intense et nos voisins prennent des initiatives très fortes pour tenter d'attirer ces emplois convoités, porteurs de ressources fiscales et sociales pour les pays concernés.

Avec la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, Londres s'est positionnée pour devenir le Singapour de l'Europe et concurrencer par une moindre régulation les places financières de l'Union européenne. Les acteurs des métiers financiers étudient également d'autres pays extérieurs à l'Europe, notamment les pays du Golfe, que beaucoup choisissent, y compris pour opérer en Europe.

Pour l'instant, Paris mène positivement cette forte compétition, avec des résultats concrets. Le décompte des emplois gagnés depuis le Brexit mentionné par le président de la commission me semble partiel. Entre 2017 et 2022, près de 20 000 emplois ont été créés dans le secteur financier en région parisienne, quasiment exclusivement à Paris même, ce qui montre que ce sont des emplois de siège, des emplois internationaux. Au total, le secteur emploie 360 000 personnes en région parisienne, contre 420 000 personnes à Londres, où ce nombre tend à diminuer. Le rapprochement est donc très fort, notamment si l'attractivité de la place de Paris perdure.

Autre chiffre important, la balance des services financiers a gagné près de trois milliards d'euros durant les cinq dernières années. Pour un pays qui connaît de grandes difficultés dans l'équilibre de sa balance commerciale des biens et des services, cela est très intéressant.

Ces chiffres sont majeurs, mais encore une fois ces emplois et ces capitaux sont très volatils et il faut rester attentif sur ce qui est fait.

Paris bénéficie de points forts structurels relativement durables, même si tout peut malheureusement se dégrader. Nous sommes la seule métropole européenne d'une taille comparable à celle de Londres, notamment en matière de *hub* de transports internationaux et de conditions de vie, ce qui représente un atout considérable par rapport à d'autres villes européennes plus petites, comme Milan, Madrid, Francfort, Dublin ou Amsterdam.

La concentration de très gros clients de la finance constitue un autre point fort. Même si, comme Didier Martin l'indiquait, les sièges sociaux de certaines entreprises sont établis dans d'autres pays, les forces des quartiers généraux restent - heureusement - pour beaucoup en région parisienne : trente-huit sièges des entreprises du CAC 40 y sont situés. Cela est très important pour le secteur financier, car ces grands clients constituent sa

clientèle la plus importante. Les bonnes performances de ces entreprises, notamment dans le secteur du luxe, expliquent que Paris soit devenue, devant Londres, la première place boursière d'Europe en matière de capitalisation.

Il y a également à Paris un *pool* de talents. La France a un grand avantage du fait de la grande qualité des formations supérieures dispensées dans les grandes écoles scientifiques, les écoles d'ingénieurs et les universités. L'histoire centralisatrice française est à cet égard bien utile à la place financière de Paris : la concentration francilienne de ces grands établissements scientifiques ou de *business* est peut-être sans équivalent dans le monde. Les trois premiers établissements du classement des masters en finance du *Financial Times* sont français. Les grandes écoles scientifiques françaises sont également des pourvoyeurs de métiers en rapport à des recherches quantitatives ou à des solutions informatiques, métiers qui sont également extrêmement demandés par les établissements financiers.

Ces points forts structurels jouent en faveur de notre attractivité, mais des choix politiques d'organisation y ont également contribué. La stabilité évoquée par Didier Martin est évidemment extrêmement attendue par ces acteurs, qui ont parfois un siège social en dehors de la France ou même de l'Union européenne, et qui attendent qu'il n'y ait pas de retour en arrière. La proposition de loi de M. Holroyd est un bon point, car elle va de l'avant, mais l'essentiel est de ne pas revenir en arrière et de créer de l'instabilité, en particulier sur les prélèvements fiscaux et sociaux.

Le régime des impatriés est notamment extrêmement utile. Il faut le préserver, et si possible améliorer ses quelques imperfections. Nous regrettons que la proposition de loi ne comporte aucune disposition en ce sens, mais je salue le fait que depuis vingt ans les gouvernements et les majorités parlementaires aient préservé ce régime.

D'autres sujets ont également connu des améliorations ces dernières années, notamment le barème prud'homal. L'instabilité et l'imprévisibilité des coûts de séparation dans le secteur financier étaient identifiées comme un problème majeur pour l'attractivité de la France. D'autres décisions comme la baisse des impôts sur les sociétés et le début de la baisse des impôts de production ont également été favorables à l'attractivité financière de Paris.

Nous considérons, en tant qu'acteurs supervisés, que la réputation de nos superviseurs est très importante. Il s'agit d'un point fort de la France : la qualité des équipes de l'AMF et de l'ACPR, leur capacité d'adaptation en matière de traitement des dossiers et d'efficacité des procédures sont très importants dans des métiers autant régulés. La banque, l'assurance, l'*asset management* ou l'intermédiation financière sont des domaines où la régulation des activités est très lourde et, pour obtenir la confiance des acteurs, nous avons besoin en contrepartie d'une supervision rapide, efficace et claire, qui fonctionne bien et vite. C'est également l'un des atouts de la place de Paris et nous sommes tout à fait favorables à ce que les moyens nécessaires soient

alloués à ces superviseurs et à ces régulateurs, afin que perdure cette qualité, qui avait notamment été très scrutée lors de l'implantation des acteurs à la suite du Brexit.

En revanche, il y a en France des points faibles majeurs. La question du coût du travail revient de manière constante parmi nos adhérents. Pour les métiers qualifiés, le coût du travail est considérable, mais il devient très problématique pour les métiers financiers, aux salaires relativement élevés. Le niveau de contribution sociale et patronale est sans équivalent pour les secteurs comme la finance, qui ne bénéficient pas des allègements sur les bas salaires. C'est normal, mais, par rapport aux pays voisins, les personnels sont à des niveaux de rémunération pour lesquels le niveau des contributions sociales est considérable.

Si l'on compare le taux moyen de cotisation patronale, en fonction de l'échelle des salaires, la courbe pour la France se stabilise au-dessus de 40 % du salaire brut, alors qu'en Italie, en Allemagne ou au Royaume-Uni, lorsqu'on s'éloigne du Smic, les taux moyens effectivement pratiqués sont inférieurs à 15 %. Cela ne suffit pas à rendre compte de tous les prélèvements, puisqu'à ces 40 % de cotisations il faut ajouter la taxe sur les salaires, à hauteur de 13 %. Ce point est totalement dirimant en matière de comparaison du coût du travail. Heureusement que les acteurs ne se prononcent pas qu'en fonction de ce critère... Pour qu'un employé de la finance au salaire moyen de ce secteur touche 100 euros nets après impôt sur le revenu, il faut que son employeur lui verse 250 euros bruts en France, contre 165 euros en Allemagne. Cet écart est majeur pour nos adhérents, notamment pour les étrangers.

Cela ne correspond pas, je le comprends bien, à l'objet de la proposition de loi de M. Holroyd, et ces choses sont structurellement très difficiles à changer. Nous regrettons que le projet de réforme des retraites de 2019-2020, qui prévoyait de baisser assez largement le plafond de cotisation des retraites complémentaires obligatoires pour le rapprocher des plafonds existant dans les pays voisins, n'ait pas eu de suites. Cela aurait pu jouer en faveur de Paris, puisque la retraite complémentaire obligatoire pèse très lourd dans cet écart de cotisations patronales.

Concernant les licenciements ou les ruptures conventionnelles, les dispositions françaises sont très peu compétitives pour les hauts salaires. Les niveaux d'indemnités de départ sont très élevés. L'article 12 de la proposition de loi précitée, qui concerne la rémunération variable des preneurs de risques, propose une avancée intéressante. Il s'agit de ne pas prendre en compte la rémunération variable dans les calculs des barèmes d'indemnisation, pour les indemnités légales et conventionnelles comme pour les indemnités prud'homales en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse. Il nous semble qu'il faudrait aller au-delà, en proposant un plafond en valeur absolue du barème des indemnités prud'homales, que l'on nomme souvent « barème Macron », qui n'est en réalité pas adapté à ces hautes rémunérations. Ce barème est très apprécié, car il apporte de la lisibilité et de la prévisibilité, et

il convient à 99 % des salaires. Mais pour les 1 % des salaires les plus élevés, le coût de la séparation, y compris à la demande du salarié, est parfois dix fois inférieur dans d'autres pays comme le Royaume-Uni qu'en France. Pour ces métiers très facilement délocalisables, ce point constitue un défaut de compétitivité.

Tous ces défauts, en matière de droit et de coût du travail, pourraient freiner la tendance naturelle faisant de la place de Paris la première place financière européenne, au service des besoins de financement de la transition écologique, afin que l'Europe soit le plus possible autonome en matière de stratégie financière.

**M. Stéphane Sautarel, président.** – Nous vous remercions de vos interventions. Pour ouvrir le débat, je donne la parole à Albéric de Montgolfier, rapporteur au nom de la commission des finances de la proposition visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France.

**M. Albéric de Montgolfier.** – En 2017, j'avais signé un rapport posant la question de la stratégie financière à adopter face au Brexit. J'avais proposé quelques mesures, parmi lesquelles figurait la proposition d'assouplir le droit des titres, en introduisant les actions à droits de vote multiples. Vous en avez parlé comme l'un des éléments forts d'attractivité. Pourquoi a-t-il fallu attendre 2024 pour que cette proposition devienne une réalité dans la proposition de loi inspirée par Bercy ? Les garanties paraissent-elles suffisantes aujourd'hui ?

Une autre des propositions que j'avais faites à l'époque portait sur l'assurance vie, qui est l'un des moyens d'amener des capitaux dans les entreprises. Vous connaissez la compétitivité de l'assurance vie luxembourgeoise, en raison par exemple de l'autorisation de titres non cotés. Pourquoi y a-t-il toujours des freins en la matière ? Des assouplissements sont-ils à prévoir pour mobiliser ce gisement d'épargne considérable ? La proposition de loi ne les mentionne pas...

Enfin, je profite de la présence de la présidente de l'AMF pour lui poser une question marginale, qui concerne les risques évoqués sur un produit d'épargne très demandé par les Français, à savoir les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI). En raison de la crise immobilière, il y a des problèmes de liquidités et de taux d'emprunt. Cela constitue-t-il un facteur de risques pour l'AMF ? Alors que nous entendons des propos inquiétants quant à la liquidité et à la viabilité de certaines SCPI, avez-vous entériné un assouplissement de vos positions les concernant ?

**M. Jean-François Husson, rapporteur général.** – L'une des priorités de l'AMF est de renforcer la place de Paris en étant vigilante pour éviter toute réglementation excessive, et notamment la surtransposition. La simplification est à la mode, depuis longtemps d'ailleurs : je me souviens du « choc de simplification » de 2013... Cela étant, les textes se multiplient, du devoir de

vigilance au *reporting* de durabilité en passant par la réforme de l'investissement de détail. Comment l'AMF pense-t-elle pouvoir exercer cette vigilance tout en mettant en œuvre la simplification attendue ?

Au regard des actions de préférence et de la suppression de l'obligation, pour les sociétés entrant en Bourse, de prévoir une tranche destinée aux investisseurs particuliers, doit-on en conclure que l'attractivité de la place de Paris ne peut se faire que contre la protection des investisseurs non professionnels ?

Enfin, des velléités d'alourdir la fiscalité portant sur les transactions financières se font jour. Qu'en pensez-vous ?

Par ailleurs, je remercie M. Simon de sa franchise : merci d'avoir osé mettre les débats sur la table, même si cela crée une forme de dissonance contextuelle par rapport aux débats depuis quelques semaines dans notre pays !

**M. Jean-Raymond Hugonet.** – On se rappelle bien que les Pays-Bas sont le pays où Carlos Ghosn a pu toucher son complément de salaire... Je me souviens aussi des efforts déployés, lors de l'examen du dernier projet de loi de finances, pour attirer en France le siège de la Fifa (Fédération internationale de football association), en l'exonérant de charges fiscales. Paris est désormais la première place financière de l'Union européenne et deux banques françaises figurent dans le top 10 mondial. L'AMF exerce une régulation très exigeante. Ne pensez-vous pas que l'état financier particulièrement dégradé, voire débridé, de notre pays, nuit à son attractivité financière ?

**M. Michel Canévet.** – Monsieur Martin, concernant les avantages comparatifs des Pays-Bas, serait-il pertinent de procéder en France à d'autres aménagements aujourd'hui offerts aux entreprises néerlandaises, au-delà des questions de diligence relatives à l'arbitrage et des actions à droits de vote multiples ?

Vous avez évoqué la nécessaire stabilité fiscale, mais aussi, monsieur Simon, l'impérative compétitivité de nos entreprises. La financiarisation de notre économie me paraît par trop importante. Ne conviendrait-il pas, au vu du poids excessif des charges sociales dans notre pays, de faire évoluer le financement de la protection sociale en France ? Je préconise notamment, pour améliorer notre compétitivité économique, l'institution d'une taxe sur les paiements scripturaux, qui se ferait à due concurrence d'une baisse des cotisations sociales.

**M. Hervé Maurey.** – Quel est concrètement, selon vous, l'effet de la dégradation de nos finances publiques sur l'attractivité de la place de Paris ? Nos déficits et nos dettes atteignent des niveaux records, les prévisions gouvernementales sont peu fiables, sinon insincères, la conjoncture laisse craindre une augmentation des impôts et des prélèvements sociaux. Ce climat n'est-il pas de nature à compromettre l'attractivité financière de la place de

Paris et à réduire les effets positifs de la proposition de loi dont nous aurons bientôt à débattre ?

**M. Éric Bocquet.** – Le site internet d’Europlace lui donne pour objectif de créer « un environnement propice aux affaires », par une « réduction du coût de la main-d’œuvre », un « régime fiscal spécifique » et des « dispositions fiscales attrayantes ». Vous avez déjà été servis ces dernières années, avec l’abaissement de l’impôt sur les sociétés, la suppression de l’impôt de solidarité sur la fortune (ISF) ou le prélèvement forfaitaire unique ! Mais on en veut « toujours plus », selon la formule de François de Closets... Où est la limite ?

M. Martin a évoqué le petit État du Delaware, qui compte plus de sociétés enregistrées que d’habitants – 1,2 million de sociétés pour environ 1 million d’habitants – et qui est doté de dispositions législatives, mais aussi fiscales, particulièrement intéressantes. Est-ce l’objectif ? La compétition est indéniable, notamment avec les Pays-Bas mais, de nouveau, où est la limite ? L’article Fifa a été retoqué au Sénat, à l’unanimité, mais le Gouvernement l’a remis dans le texte à la faveur du 49.3. Si c’est cela qu’on veut, il faut le dire ! De quelle nature sont les réformes réglementaires annoncées par M. Le Maire en lien avec la proposition de loi visant à accroître l’attractivité financière de la place de Paris ? Correspondent-elles à celles que les acteurs de la finance souhaitent voir mettre en place ?

M. Le Maire parle aussi de mesures fiscales offensives, compréhensibles au vu du modeste déficit qu’il doit gérer, sans parler des 800 milliards d’euros de dette à son actif... Est-il sérieux ? Savez-vous de quoi il pourrait être question ?

Enfin, il ne me semble pas que le coût du travail ait empêché le secteur bancaire de prospérer ces dix dernières années, au vu de sa rentabilité record !

**M. Bernard Delcros.** – On évoque une évolution de la taxe sur les transactions financières instaurée en 2012, de son taux ou de son assiette. Quel effet cela aurait-il sur l’attractivité de la place de Paris ?

**M. Jean-Charles Simon.** – Les partisans des actions à droits de vote multiples insistent sur la compétitivité et l’attractivité des places financières, privilégiées dans le modèle américain, qui les encadre très peu, tant en durée qu’en ratio, modèle vers lequel tendent toujours plus le Royaume-Uni, les Pays-Bas et bientôt l’Allemagne. Nombre d’acteurs privés de la place de Paris défendent leur autorisation pour les introductions en bourse uniquement et non pour toutes les entreprises. Cela pourrait convaincre certains créateurs d’entreprise réticents à aller en bourse parce qu’ils craignent de perdre le contrôle de la gestion courante de leur société, crainte qui leur fait privilégier un financement par la dette, qui peut pénaliser leur développement. En face, on trouve beaucoup d’acteurs attachés au principe : « une action, une voix ». Cette opposition a pu laisser croire à une certaine hésitation sur le sujet au sein de la place.

Paris Europlace a néanmoins publié en 2021 une position sur ce sujet, qui, pour la première fois, était en faveur de ces droits de vote multiples. Il importe de trouver le point d'équilibre. La proposition de loi apparaît très offensive en la matière : ainsi, on n'y trouve pas de ratio encadrant les droits de vote multiples pour les actions de préférence sur des marchés réglementés, ce qui nous a surpris. Le point d'équilibre se trouve selon nous dans les propositions publiées par le HCJP en 2022 : un ratio maximum de dix pour un nous paraît pertinent, il permettrait tout de même de contrôler une société avec un peu plus de 5-6 % du capital. Il faudrait aussi limiter dans la durée ces droits de vote multiples : un délai de sept ans, renouvelable une fois si tous les actionnaires en conviennent, nous paraît souhaitable.

Pour ce qui concerne le droit européen, en particulier sur le devoir de vigilance, il nous semble que l'UE ne doit pas devenir un repoussoir pour le monde et les métiers de la finance. Il faut que l'Europe ait conscience de cette exigence de compétitivité et que cela soit au cœur de son action en matière financière. Or, depuis quinze ans, elle décroche par rapport à d'autres ensembles économiques. En valeur, la première banque américaine égale les dix plus grandes banques de l'Union européenne. Ce n'était pas le cas avant 2007 ! C'est regrettable pour l'Union européenne, la crise financière née aux États-Unis a eu pour effet paradoxal de creuser l'écart en faveur des établissements financiers américains.

Quant à la surtransposition, prenons garde à ne pas être moins attractifs que nos voisins. Il en est de même pour le travail des régulateurs. Après le Brexit, le Royaume-Uni a intégré la compétitivité du secteur parmi les objectifs que les régulateurs britanniques doivent prendre en considération. Il en est de même aux États-Unis. Il faudrait aussi le faire figurer explicitement dans le mandat des régulateurs français et européens. C'est notre souveraineté qui est en jeu ! Si, demain, les acteurs non-européens deviennent dominants sur le marché européen, il y aura une perte de souveraineté importante pour l'Union européenne puisque, en cas de conjoncture défavorable, ces acteurs risquent de se replier sur leur marché d'origine, privant l'Europe de capitaux nécessaires au financement de ses transitions.

Monsieur Bocquet, vous nous demandez où est la limite. Nous ne souhaitons pas que la France devienne un paradis fiscal et social ! Nous en sommes d'ailleurs bien loin, il reste des marges de manœuvre... Je pense plutôt à nous replacer au niveau de l'Allemagne ou de l'Italie en matière de cotisations patronales, sans contester ou remettre en cause le modèle social français.

Il faut toutefois bien prendre conscience que les dépenses sociales publiques, financées par des prélèvements obligatoires, s'élèvent en France à 32 % du PIB ; c'est un record mondial et un vrai handicap. Un changement d'assiette, ou une assiette complémentaire, pourquoi pas, mais il faut surtout réduire la masse de ces dépenses. Même si on adoptait le taux maximal de



TVA, à 25 %, on ne pourrait réduire que de 10 % les cotisations sociales. Je pense aussi, je le redis, au plafond des cotisations liées aux retraites complémentaires obligatoires, qui est très élevé - il faut y allouer 25 % du salaire brut jusqu'à 30 000 euros mensuels, contre environ 7 000 euros en Allemagne ! À ces niveaux de salaire, nous ne pouvons pourtant pas dire que ce sont des gens qui ont besoin d'être particulièrement protégés face au risque vieillesse. Nous sommes face à des choix lourds de conséquences, certains ajustements pourraient être très vertueux pour la compétitivité de la France.

**M. Didier Martin.** - L'attractivité du Delaware n'a rien à voir avec la fiscalité. Il y a une dissociation entre le siège statutaire, qui définit les règles applicables au fonctionnement de la société, et le régime fiscal applicable. Pour les Pays-Bas, c'est exactement la même chose.

Je peux citer l'exemple de Pluxee, la société fondée par Sodexo pour gérer les titres-restaurant. Son siège a été transféré aux Pays-Bas pour lui permettre de distribuer des actions aux actionnaires sans perdre les droits de vote doubles, ce que le droit néerlandais permet, au contraire de la France. Toutefois, la société Pluxee garde sa résidence fiscale en France. Le droit néerlandais est un droit plus pragmatique, qui permet aux entreprises de faire davantage ce qu'elles veulent ; ainsi, elles peuvent avoir deux présidents, ce qui est impossible en France. On peut faire du sur-mesure, sans avoir à s'embarasser de dispositions d'ordre public censées protéger je ne sais quel intérêt.

La question de la fiscalité est avant tout politique. La Chambre de commerce internationale (CCI), aujourd'hui basée à Paris, s'est vue offrir par la Suisse un régime similaire à celui de la Fifa, pour l'inciter à y déménager. Or la présence en France de cette instance d'arbitrage est très importante pour notre *soft power*, par le nombre d'acteurs majeurs de tel ou tel secteur, issus de tous les continents, qui sont amenés à visiter Paris. Il y a bien sûr des principes, mais il faut aussi garder à l'esprit les effets pratiques des décisions qui sont prises.

Le devoir de vigilance existe déjà en droit français. Des carences à ce devoir sont invoquées par les parties devant les tribunaux. Cela nous place-t-il dans une situation défavorable par rapport à certains pays étrangers ? Aux Pays-Bas, même en l'absence de telles dispositions dans le droit positif, la chambre des entrepreneurs a enjoint à la société Shell de réduire ses émissions de CO<sub>2</sub> en conformité avec l'accord de Paris, appliquant ainsi le même principe. Il ne faut donc pas exagérer le handicap que le devoir de vigilance créerait pour la France par rapport à d'autres pays européens.

La perte de temps que l'on constate en matière d'actions à droits de vote multiples est classique en France ! Chaque loi votée dans ce domaine depuis dix ans comporte des garde-fous, des contraintes telles que le régime proposé s'est révélé inapplicable. Bien des acteurs tiennent toujours au principe « une action, une voix », mais des entrepreneurs, dans le secteur de

la *tech* et de la *biotech* notamment, souhaitent conserver le contrôle de leurs sociétés, tout en faisant appel aux marchés financiers. Il aura fallu du temps pour dépasser cette opposition. Nous avons pu, au cours de nos travaux, exposer aux investisseurs réticents que nul ne les obligerait à investir dans une société introduite en bourse et qui proposerait des actions à droits de vote multiples !

Cette liberté doit être donnée, mais il faut éviter que des dirigeants s'accrochent à leur pouvoir à un moment où la société va mal. C'est pourquoi nous avons proposé un ratio maximal d'un pour dix ou un système où, avec 30 % du capital, on pourrait avoir jusqu'à 82 % des droits de vote. Telle est la pratique du marché aux Pays-Bas. Le HCJP pourrait d'ailleurs faire un rapport sur l'évolution du droit des sociétés tous les deux ans, document où figureraient de bonnes idées à emprunter à d'autres pays européens. Une telle veille aurait pu alerter sur la nécessité de modifier la loi pour éviter le déménagement de Pluxee...

Là où la proposition de loi tend à limiter à dix ans ces droits de vote multiples, nos travaux proposaient sept ans, soit la durée moyenne d'un *business plan*. Une autre différence concerne les bénéficiaires possibles de ces droits de vote multiples : nous proposons de le limiter aux personnes exerçant des fonctions dirigeantes au sein de l'entreprise, ce qui ne figure pas dans la proposition de loi. Mais c'est assez compliqué ; je pense notamment au cas de sociétés qui font appel au marché dans un second temps, alors que l'entrepreneur a déjà pris du champ, mais souhaite toujours contrôler la direction de l'entreprise comme investisseur, ce qui arrive souvent aux États-Unis. Quoiqu'il en soit, le problème n'est pas immense, et il nous semble que la proposition de loi va dans le bon sens. Si les contraintes que nous proposons n'étaient pas intégrées au texte, il importerait surtout de faire confiance au marché. L'exemple hollandais montre que cela peut fonctionner, les droits de vote multiples n'étant pas du domaine législatif.

Enfin, pour ce qui est de l'instauration de droits de vote multiples en cours de vie d'une société cotée, certes sur les marchés les moins importants, la limite proposée à 25 pour un ne me paraît pas déraisonnable. Ce cas de figure impose toutefois plus de contraintes que quand la société n'est pas encore cotée, car il y a déjà des actionnaires.

**Mme Marie-Anne Barbat-Layani.** – Pourquoi aura-t-il fallu tant de temps pour faire évoluer le droit français ? D'abord, en France, ces dispositions sont de nature législative ; il faut donc trouver le véhicule pertinent, mais les textes ne sont pas si fréquents en matière financière. Une question similaire se pose quant à l'évolution du droit européen : si tant de textes nationaux sont étudiés en ce moment, en France, en Italie ou en Allemagne, c'est aussi parce que le *Listing Act* rend nécessaire l'introduction de droits de vote multiples dans les législations nationales – chaque pays le fait toutefois à sa manière, ce qui crée un risque de compétition réglementaire.

M. le rapporteur général nous interroge sur la surtransposition et la simplification. Tant en France qu'à l'échelon européen, on est confronté à une question d'agilité réglementaire : à quelle vitesse peut-on rectifier le tir en cas d'erreur, et à quel niveau ? En matière financière, nous sommes largement régis par le droit communautaire, qui met du temps à s'ajuster ; le Royaume-Uni dispose désormais en la matière d'un avantage compétitif. L'harmonisation des pratiques requiert également du temps. Aujourd'hui, à la différence du secteur bancaire, les superviseurs des marchés ne sont pas chapeautés par une autorité européenne des marchés financiers, ce que l'AMF déplore, car cela permettrait d'éviter une partie de cette compétition réglementaire qui peut se montrer malsaine.

L'AMF, dans le cadre de ses orientations stratégiques, s'est engagée à ne plus surtransposer les textes européens, sauf si nous estimons que cela reste nécessaire pour la protection des investisseurs, notamment des épargnants, ce qui est notre priorité. De toute façon, le droit européen est potentiellement très protecteur.

Un exercice de simplification avait été mené par l'AMF en 2019, à la demande notamment du ministre de l'économie et des finances, exercice utile, car il nous a permis d'identifier un certain nombre de règlements que nous avons mis en place et qui ont pu être simplifiés ou adaptés.

L'Union européenne surréglemente-t-elle ? Il faut relativiser. Même s'il faut observer avec vigilance ce qui se passe notamment à Londres, il faut bien souligner que la compétition est largement intra-européenne, dans un cadre convergent et harmonisé.

J'ai été interrogée sur la décision récente de l'AMF de supprimer, lors des introductions en Bourse, l'obligation de prévoir une tranche réservée aux investisseurs particuliers, la tranche *retail*, élément de surtransposition qui subsistait en France. Soyons clairs, il ne s'agit pas de supprimer la possibilité de prévoir une tranche réservée aux investisseurs particuliers : lors de nouvelles grandes introductions boursières, cette tranche sera probablement prévue par les émetteurs. Il ne s'agit pas non plus d'affaiblir la protection des investisseurs particuliers. D'ailleurs, leur réserver une tranche suffit-elle à toujours les protéger ? Le parcours en Bourse d'un certain nombre d'entreprises tend à montrer qu'il faut regarder les choses d'assez près quand on veut investir...

L'attractivité ne doit pas se faire contre les investisseurs. Ceux-ci pourront toujours profiter de tranches réservées et il leur sera toujours loisible d'acheter en Bourse un titre après introduction, ce qui leur permettra d'échapper à certains phénomènes de baisse brutale de titres. Les particuliers sont moins avertis, par définition, que les grands investisseurs ou les investisseurs institutionnels. Ils peuvent donc avoir un intérêt à attendre un peu avant d'acquérir des titres d'une entreprise.

En quoi cela altérerait-il l'attractivité de la place de Paris, notamment par rapport à la place d'Amsterdam ? Parce que, dès lors qu'une tranche est réservée aux investisseurs particuliers, l'offre d'introduction doit durer au moins six jours, contre deux ou trois jours en l'absence de tranche réservée. Cela peut paraître mineur, mais les marchés financiers étant très volatiles, certains émetteurs sont réticents à l'idée de prendre le risque de laisser l'offre ouverte pendant quasiment toute une semaine, préférant alors opérer sur des marchés où cette tranche réservée aux investisseurs particuliers n'existe pas.

La société Planisware, qui sera prochainement introduite à la Bourse de Paris, a clairement indiqué qu'elle n'aurait pas opéré sur le marché français si elle avait dû laisser son offre ouverte pendant plusieurs jours.

Voilà donc un exemple très concret de ce qui se joue en matière de compétitivité et d'attractivité. De plus, les investisseurs particuliers auront accès plus facilement aux titres s'ils sont cotés à Paris. Donc, attractivité et protection des investisseurs ne sont pas antinomiques.

De nombreuses questions ont été posées sur les actions à droits de vote multiples. M. Martin a répondu clairement au nom du HCJP. Ce sujet a été longuement étudié et il n'émerge pas par hasard. Il s'agit d'une disposition européenne, le *Listing Act*, que la France va transposer, après l'Allemagne et l'Italie. Effectivement, l'objectif de ces droits de vote multiples est de permettre au fondateur d'une entreprise de lever des capitaux sur les marchés financiers, mais sans en perdre trop rapidement le contrôle. Cela permet donc de concilier l'accès aux capitaux, très important pour ces entreprises, et la préservation de leur influence par les dirigeants de ces entreprises.

Par définition, puisque nous en sommes membres, nous approuvons les limites et mesures d'encadrement qui ont été proposées par le HCJP, qui représentent un bon équilibre.

Sur les SCPI et plus généralement sur les fonds immobiliers, nous exerçons depuis quelques mois une vigilance accrue, ces fonds étant, pour beaucoup d'entre eux, investis dans l'immobilier commercial, qui a connu, comme le marché de l'immobilier plus largement, des difficultés relativement importantes, qui ont toujours cours.

Les investisseurs doivent être bien conscients qu'investir dans l'immobilier n'est pas le gage de gains garantis, contrairement à ce que pourrait donner à penser ce qu'on a pu observer ces dernières années. L'AMF a poussé les gestionnaires de fonds à actualiser plus fréquemment les valorisations pour éviter de créer des inégalités entre les investisseurs. En effet, si des investisseurs retirent leur fonds à un moment où les valorisations n'ont pas été actualisées tout en étant orientées à la baisse, ils risquent d'en pâtir. Il est donc nécessaire que la valeur de ces fonds reflète le plus étroitement possible l'évolution du marché.

Autre sujet, celui de la liquidité. Là aussi, il faut veiller à l'égalité entre les porteurs de parts. À cet égard, il est très important que les sociétés de gestion se dotent toutes d'outils de gestion de la liquidité. Ce travail très important a été mené au niveau international au sein du Conseil de stabilité financière et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Cela doit permettre d'agir dans les périodes de tension sans créer de désordres sur les marchés et en garantissant l'équité entre les porteurs de parts.

Les finances publiques n'étant pas du ressort de l'AMF, vous me permettez de ne pas prendre position.

La taxation des transactions financières est une question légitime. D'ailleurs, elle a été débattue aussi bien devant le Parlement français que devant les instances européennes. Simplement, dans un contexte de compétitivité, il nous semble que cette question doit être traitée au niveau européen au minimum. Il ne faudrait pas provoquer une fuite des transactions, laquelle serait problématique, car nous ne pourrions plus les surveiller.

**M. Stéphane Sautarel, président.** – Je vous remercie, madame, messieurs, pour ces éléments d'information précieux pour nous à la veille de l'examen de la proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France.



## II. EXAMEN EN COMMISSION (7 MAI 2024)

Réunie le mardi 7 mai 2024 sous la présidence de M. Claude Raynal, président, la commission des finances a examiné le rapport de M. Albéric de Montgolfier sur la proposition de loi n° 536 (2023-2024), adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France.

**M. Claude Raynal, président.** – Notre commission examine cet après-midi la proposition de loi, adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, et dont le rapporteur est M. Albéric de Montgolfier.

Notre commission a par ailleurs souhaité confier l'examen au fond des articles 1<sup>er</sup>, 3, 10, 10 *bis*, 10 *ter*, 11 et 11 *bis* à la commission des lois, les dispositions qu'ils contiennent relevant principalement de sa compétence. Je salue la présence de M. Louis Vogel, rapporteur pour avis de la commission des lois.

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – « Accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France », rien que cela ! Si cette proposition de loi a un titre très ambitieux, son texte l'est un peu moins. Nous nous retrouvons dans une situation fréquente : le Gouvernement préfère soutenir une proposition de loi qu'il a inspirée plutôt que de déposer un projet de loi. Ainsi, il gagne du temps dans le calendrier parlementaire tout en évitant une étude d'impact.

Cette proposition de loi, puisqu'il faut bien l'appeler ainsi, avait été annoncée par Bruno Le Maire lors de ses vœux au mois de janvier dernier, mais plusieurs de ses dispositions témoignent de l'impréparation du Gouvernement et de son manque d'ambition.

Déposée par notre collègue député Alexandre Holroyd et adoptée par l'Assemblée nationale le 10 avril dernier, elle porte un titre qui ne correspond pas forcément à la portée de ses dispositions. Pourtant, la France et l'Europe de façon générale pâtissent d'un déficit d'investissement, évalué à 1 000 milliards d'euros par le récent rapport de Christian Noyer sur la relance de l'Union des marchés de capitaux.

L'Union européenne compte pour 17 % de l'économie mondiale mais ne représente que 11 % de la capitalisation boursière mondiale, contre 45 % pour les États-Unis. La capitalisation boursière européenne devrait bondir de 60 % pour rattraper le niveau américain. Peut-être parce qu'ils font face à une abondance de produits règlementés et de produits obligataires, liés aux dettes des États, les épargnants européens manquent d'appétence pour les actions. Joue également en défaveur de l'Europe une fragmentation de ses marchés de capitaux, dans un contexte général de diminution des cotations en

bourse. Il n'y a eu que sept introductions en bourse l'an dernier, dont une sur les marchés réglementés, le plus bas niveau depuis la crise financière. Le constat de la perte d'attractivité des marchés règlementés est partagé, tandis que la finance privée monte en puissance.

La France reste toutefois plus attractive pour les investisseurs financiers que d'autres pays européens : la capitalisation boursière des marchés français représente 107 % de son PIB, contre 62 % pour l'Union européenne. Selon le récent classement de l'OFEX (*Open Financial Ecosystem index*), la France est la première place boursière européenne en termes de capitalisation, devant Londres, et la cinquième place mondiale en termes d'attractivité internationale. S'il faut prendre ces chiffres avec prudence, la France dispose néanmoins d'atouts pour conserver son rang de place financière la plus importante d'Europe, comme je l'avais déjà souligné en 2017 dans le rapport de la commission des finances sur la stratégie de la place de Paris après le Brexit. À l'époque, le Gouvernement avait salué notre travail et avait largement repris nos propositions.

Néanmoins, les atouts de la place de Paris ne doivent pas être considérés comme acquis. Rappelons les propos récents du directeur général de TotalEnergies, qui a confirmé que son entreprise réfléchissait à un déplacement de sa cotation principale de Paris à New York. De même, plusieurs entreprises choisissent de se coter non plus à Paris mais à Amsterdam, en particulier pour des raisons juridiques. Désormais, en effet, la principale concurrente de Paris, en Europe, ce n'est plus Londres, c'est Amsterdam. L'enjeu est donc en réalité moins de parvenir à attirer des entreprises que d'empêcher leur délocalisation.

J'en viens au contenu de la proposition de loi.

Je vais d'abord présenter rapidement l'article 1<sup>er</sup>, délégué au fond à la commission des lois. Il autorise les sociétés qui s'introduisent en bourse à recourir aux actions à droits de vote multiple. Jusqu'à présent, c'est le principe « une action = une voix » qui a toujours prévalu en France. Or les Pays-Bas autorisent les entreprises à se doter de ces actions à droits de vote multiples, ce qui explique pourquoi certaines sociétés privilégient Amsterdam pour leur cotation. La commission des finances avait formulé cette recommandation dès 2017. Nous soutenons donc cette proposition, avec un encadrement dans le temps et un ratio entre les droits de vote attachés à ces actions dites de préférence et ceux attachés aux actions ordinaires. C'est notamment intéressant pour les sociétés dont le dirigeant opère une introduction en bourse et souhaite conserver un certain pouvoir.

Pour ce qui concerne les articles examinés au fond par la commission des finances, j'ai été guidé dans mes travaux par l'impératif de conserver un équilibre entre, d'une part, des évolutions nécessaires à l'accroissement de l'attractivité et de la compétitivité de la place de Paris et, d'autre part, la protection des investisseurs ; vous connaissez mon attachement à ce sujet.



L'article 2 procède à un assouplissement du cadre régissant les fonds communs de placement à risque (FCPR), dont l'actif est strictement encadré par le législateur. Les FCPR ont pour principal objet de soutenir des sociétés non cotées mais peuvent également, dans la limite de 20 % de leur actif, disposer de titres de sociétés cotées dont la capitalisation boursière n'excède pas 150 millions d'euros. L'article 2 relève ce plafond à 500 millions d'euros, ce qui me semble très positif pour les jeunes entreprises en croissance.

L'article 2 prévoit par ailleurs que la durée maximale de blocage des parts de FCPR est portée de dix à quinze ans. Je me félicite que l'Assemblée nationale ait repris un dispositif adopté par le Sénat en janvier 2023, dans le cadre de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants que Jean-François Husson et moi avons déposée. En complément, comme cela avait été voté en janvier 2023, mon amendement **COM-18** renforce les obligations des FCPR en matière de préparation de leur liquidation, étape qui a un impact sur la rentabilité des investissements.

Les articles 4 et 5 visent moins à accroître le financement des entreprises françaises et l'attractivité financière de la place de Paris qu'à faciliter les opérations des acteurs français intervenant sur des marchés tiers.

L'article 4 autorise les sociétés de gestion de portefeuille à transmettre des informations aux autorités de supervision étrangères. Je précise que cette autorisation est strictement encadrée par trois conditions : l'existence d'un accord de coopération entre l'Autorité des marchés financiers (AMF) et son homologue étrangère, le respect de la réciprocité et, enfin, le respect du secret professionnel. Cet article répond à un objectif très clair : mettre fin au refus de l'autorité de supervision américaine d'agréer des sociétés de gestion de portefeuille françaises au motif que ces dernières ne sont pas en mesure de lui transmettre toutes les informations nécessaires. C'est une sorte de protectionnisme. Des acteurs français sont ainsi privés de l'accès au plus grand marché mondial de la gestion d'actifs. Il est temps de lever cet obstacle juridique.

L'article 5 propose quant à lui une refonte des règles relatives à la sollicitation du public en vue de la réalisation d'opérations sur un marché étranger, aujourd'hui interdite sauf lorsque le marché a été reconnu. D'une part, il interdit non plus la sollicitation mais la communication promotionnelle auprès des investisseurs non professionnels établis en France. D'autre part, il prévoit que cette interdiction s'applique non plus à tous les opérateurs mais aux seuls opérateurs de marchés étrangers lorsque ces derniers n'ont pas été reconnus. Concrètement, cela signifie qu'un prestataire de services d'investissement agréé en France pourra adresser une communication promotionnelle aux clients non professionnels pour la réalisation d'opérations sur un marché étranger, même si ce dernier n'a pas été reconnu. Je me suis attaché à comprendre les conséquences de cet assouplissement pour la protection des investisseurs particuliers et je peux vous confirmer qu'elles

sont minimales. L'article 5 ne remet pas en cause les règles nationales et européennes encadrant la commercialisation des produits.

L'article 5 *bis* prévoit d'étendre l'autorisation de démarchage bancaire et financier aux entreprises qui proposent des plans d'épargne retraite d'entreprise, qu'il s'agisse de plans collectifs ou obligatoires. Cette disposition tire les conséquences de la loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (Pacte). Je vous proposerai un amendement **COM-23** à ce sujet afin de clarifier le champ de cette autorisation. Nul besoin en effet de prévoir un démarchage pour les produits obligatoires.

Le titre II de la proposition de loi vise à favoriser le commerce international. Il porte sur la dématérialisation des titres transférables, qui servent de support à des transactions internationales dont le montant s'élève à 67 milliards d'euros pour la France. Les articles 6 à 9 reprennent des dispositions de la loi-type adoptée par la Commission des Nations unies pour le droit commercial international (CNUDCI). Cette dématérialisation pourrait apporter un gain de temps aux entreprises françaises exportatrices : une vente de marchandises à l'étranger par voie maritime passerait de 12 jours avec un titre transférable papier à 48 heures avec un titre dématérialisé. Toutefois, la portée des gains escomptés de la dématérialisation des titres transférables est limitée par le fait que seuls quelques pays ont adopté des dispositions similaires à celles proposées pour la France.

Dans le détail, l'article 6 définit les titres transférables comme un document donnant à son porteur le droit d'exiger l'exécution d'une obligation qui y est spécifiée et de transférer ce droit par la vente de ce document. Mon amendement **COM-25** exclut explicitement les bons de caisse du champ des titres transférables, car il s'agit de placements à terme nominatifs.

L'article 7 prévoit que le transfert ou la modification d'un titre transférable est subordonné aux conditions de mise en œuvre d'une méthode fiable, définie à l'article 8.

L'article 8 prévoit que les titres transférables électroniques ont les mêmes effets que les titres transférables imprimés et peuvent être convertis d'un format à l'autre, cette équivalence étant conditionnée au respect d'une « méthode fiable » par le système électronique qui matérialise le titre. La définition de la méthode fiable est renvoyée à un décret en Conseil d'État.

L'article 9 opère des coordinations avec le droit existant.

J'évoquais tout à l'heure l'absence d'anticipation, voire l'impréparation du Gouvernement. Je visais tout d'abord l'article 10 *quater*, par lequel le Gouvernement demande une habilitation à légiférer par ordonnance pour réviser le cadre juridique des organismes de placement collectif (OPC), principal outil d'intervention sur les marchés financiers. Or le champ de l'habilitation est particulièrement large, puisqu'il s'agit de simplifier la vie sociale des OPC, de moderniser leur gouvernance et de réviser les règles relatives à leurs opérations. C'est un blanc-seing à 100 %.

L'habilitation s'appuie en grande partie sur les travaux du Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP). Or ce dernier avait proposé des modifications « en dur » dès 2021, sans que le Gouvernement s'en saisisse depuis.

Je vous proposerai donc, à ce stade, par l'amendement **COM-31**, de supprimer cette habilitation. En séance, on pourra décider de mieux encadrer cette habilitation, qui est trop générale, et ses délais, qui sont trop longs.

En revanche, sur le sujet du cadre juridique applicable aux OPC, il m'a paru pertinent de reprendre une disposition adoptée par notre commission et par le Sénat dans le cadre de la proposition de loi précitée tendant à renforcer la protection des épargnants. Il s'agit concrètement, par l'amendement **COM-32**, de permettre aux commissaires aux comptes de signaler toute impossibilité de certifier les comptes d'un OPC.

En critiquant l'absence d'ambition et de réaction du Gouvernement, je visais également l'article 12. Vous vous souvenez peut-être de la table ronde organisée le 3 avril dernier par notre commission sur l'attractivité de la France ; le coût et le droit du travail avaient fait partie des principales thématiques de nos échanges. À cet égard, l'article 12 propose un ajustement modeste mais utile pour renforcer l'attractivité de la place de Paris, en élargissant la liste des preneurs des risques, c'est-à-dire des membres du personnel des établissements financiers occupant des fonctions à responsabilité et disposant des rémunérations les plus élevées. Une partie de la rémunération variable de ces personnes est exclue du calcul de leurs indemnités de licenciement.

Cet article ne constitue toutefois pas une véritable réponse au problème du coût du travail en France, que la commission avait relevé dès 2017 : on avait alors trois traders en Allemagne pour le prix de deux en France. Le Gouvernement manque d'ambition à ce sujet. Nous devons étudier les conditions de faisabilité d'un plafonnement global des indemnités de licenciement des preneurs de risques, mais nous avons appris par voie de presse, c'est souvent le cas, que le Conseil d'État se serait opposé à un tel plafond. Nous sommes partagés sur ce sujet. La prise de risque fait partie intégrante de certains métiers sur les marchés. Faut-il pour autant introduire une limitation des indemnités de licenciement ? On aimerait entendre le Gouvernement sur cet aspect juridique.

Enfin, l'article 13 comporte des dispositions relatives à l'application de la proposition de loi en outre-mer et l'article 14 prévoit des entrées en vigueur différées pour certaines dispositions.

Je vous propose enfin quatre articles additionnels visant à améliorer le financement des entreprises, et en particulier des petites et des moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI).

Le plan d'épargne en actions pour les PME, le PEA-PME, produit prometteur, ne fonctionne pas. C'est dommage car les PME ont d'importants besoins de financement. Mon amendement **COM-19** prévoit un seul critère d'éligibilité au PEA-PME pour les entreprises cotées, à savoir une capitalisation boursière inférieure à deux milliards d'euros, ce qui élargit le champ d'investissement. Actuellement, en effet, pour y être éligibles, les entreprises doivent avoir une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros et être une PME ou une ETI au sens européen. Or ce système repose sur un mécanisme d'autodéclaration des entreprises, source d'erreurs et incomplet. Simplifions les critères.

Mon amendement **COM-20** rend éligibles les droits préférentiels de souscription (DPS) au plan d'épargne en actions (PEA), conformément à une recommandation du groupe de travail de l'AMF sur le PEA.

Mon amendement **COM-21** assouplit les règles d'investissement des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), à savoir les fonds qui recueillent les sommes issues de l'épargne salariale. Il leur serait permis d'acquérir des titres d'entreprises cotées sur un marché de croissance, qui accueille les PME. Il s'agit d'une stratégie profitable pour les PME, pour les gestionnaires des FCPE et pour les salariés, tant du point de vue de la liquidité que de la rentabilité.

Mon amendement **COM-22** ouvre l'application des réductions d'impôt sur le revenu dites IR-PME au titre de la souscription au capital d'entreprises solidaires chargées d'une mission de préservation et de mise en valeur patrimoniales. Le Sénat avait déjà adopté ce dispositif lors de l'examen de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants ; on y revient.

Pour conclure, en application du *vade-mecum* sur l'application des irrecevabilités au titre de l'article 45 de la Constitution, adopté par la Conférence des présidents, je vous propose de considérer comme relevant du périmètre de cette proposition de loi : les mesures destinées à soutenir le financement en capital des entreprises ainsi que les investissements dans les fonds propres des sociétés ; le cadre juridique applicable aux infrastructures de marché, aux sociétés de gestion ainsi qu'aux organismes de placement collectif ; les mesures relatives à la dématérialisation des titres transférables ; les règles relatives à la composition et à la commercialisation des produits et des instruments financiers ; les indemnités de licenciement des preneurs de risque ; les dispositions relatives aux règles relatives à l'émission de titres et à la structure actionnariale des sociétés, aux augmentations de capital des sociétés, à la simplification de la gouvernance et du fonctionnement des organes des sociétés, à l'organisation judiciaire liée au contentieux des affaires et à l'aménagement du régime des nullités en droit des sociétés.

**M. Louis Vogel, rapporteur pour avis de la commission des lois.** – Il y a effectivement un décalage entre l'ambition limitée du texte et son titre.

Cette proposition de loi porte essentiellement sur le droit monétaire et financier et sur le droit des sociétés, qui ne sont qu'un élément d'attractivité parmi beaucoup d'autres. La fiscalité joue un rôle bien plus important. Le coût ou le droit du travail, ou la simplification des normes sont de vrais facteurs d'attractivité ; or ils ne sont pas abordés dans ce texte.

Aujourd'hui, les droits sont en concurrence. Les sociétés les comparent quand elles installent leur siège social ou qu'elles conduisent leurs opérations. Il était donc important que le législateur se mobilise pour défendre l'attractivité de la France. Une plus grande attractivité signifie nécessairement un assouplissement des règles, mais cela ne doit pas se faire au détriment des actionnaires. Notre objectif a été de maintenir un équilibre entre modernisation de notre droit et protection des actionnaires.

L'article 1<sup>er</sup> de la proposition de loi est cardinal. Il autorise les entreprises à émettre des actions à droit de vote multiple lors de leur introduction en bourse : on ne respecte alors pas le principe selon lequel une action donne un droit de vote. Cette faculté existe dans la plupart des grandes places financières mondiales, et a été recommandée par le HCJP . Elle présente le principal avantage de favoriser la cotation des petites et moyennes entreprises innovantes, de la *tech*, en garantissant aux fondateurs une stabilité de la gouvernance tout en attirant de nouveaux capitaux. Ce mécanisme très simple permet à l'inventeur de garder le pouvoir sur les choix stratégiques de l'entreprise. On ne peut l'accepter qu'en l'entourant d'un certain nombre de garanties. La première est une limitation dans le temps, de dix ans au maximum, renouvelable une fois pour cinq ans. Nous avons aussi créé un ratio maximum de 25 pour 1. Dans le texte de l'Assemblée nationale, ce ratio n'existait que pour les marchés de croissance. À mon initiative, la commission des lois vous propose d'étendre ce ratio aux marchés réglementés. Il n'y avait aucune raison que ces derniers soient moins encadrés. Enfin, nous proposons la neutralisation des droits de vote multiple pour toutes les résolutions purement juridiques. La commission des lois a adopté mon amendement visant à accroître le nombre de celles pour lesquelles ces droits seraient neutralisés, en l'étendant par exemple aux rémunérations des dirigeants. Enfin, la dernière garantie est l'impossibilité de céder ces actions à une tierce personne.

L'article 3, complémentaire de l'article 1<sup>er</sup>, prévoit d'assouplir les modalités d'augmentation du capital sans droit préférentiel de souscription au sein des sociétés cotées, c'est-à-dire sans la possibilité donnée à certains actionnaires de souscrire en priorité aux nouvelles actions proportionnellement à leurs droits, sans laisser entrer les nouveaux actionnaires qui viendront augmenter le capital. En réalité, on décide du « parcours résidentiel » de l'entreprise : on permet aux fondateurs de garder le pouvoir tout en attirant des capitaux nouveaux, et ensuite on empêche ceux qui sont en place d'empêcher des nouveaux d'entrer.

Les articles 10, 10 *bis* et 10 *ter* prévoient quant à eux diverses mesures de simplification du fonctionnement des organes sociaux, de l'intérêt social et de la mise en conformité des statuts avec la loi et les règlements par le conseil d'administration. On tient notamment compte des nouveaux modes de communication. J'ai proposé d'éviter qu'il y ait trop de nullités attachées à toutes les nouvelles technologies car le droit des nullités doit être complètement réformé.

Enfin, l'article 11 désigne la chambre commerciale internationale de la cour d'appel de Paris comme seule compétente pour les recours en matière d'arbitrage international, tandis que l'article 11 *bis* habilite le Gouvernement à légiférer par ordonnance pour clarifier et simplifier le régime des nullités.

**Mme Marie-Claire Carrère-Gée.** – Merci aux rapporteurs d'avoir su rendre cette proposition de loi intelligible. Seul le titre l'était ! Ce texte est décevant et paradoxal : il nous soumet des dispositions parfois d'ordre réglementaire tout en nous demandant d'habiliter le Gouvernement à légiférer par ordonnance en lui donnant tout pouvoir pour réformer le régime juridique des OPC.

Je n'ai pas déposé d'amendement sur l'article 12, car je pensais qu'il y aurait un amendement de suppression, ne serait-ce que pour en discuter avec le Gouvernement, afin qu'il explicite ses intentions. Je ne comprends pas en quoi déroger de façon encore plus large aux modalités de calcul des indemnités de licenciement pour certaines catégories du personnel des banques renforcera l'attractivité de la place de Paris. En tout cas, le droit du licenciement à l'américaine ou à l'anglaise ne me semble pas de nature à accroître cette attractivité. Des amendements de suppression de cet article seront-ils déposés ? Si ce n'est pas le cas, j'en déposerai un.

Apparemment, le Conseil d'État s'était vu proposer un texte pire encore...

**M. Rémi Féraud.** – Merci à nos rapporteurs d'avoir rendu ce sujet compliqué le plus clair possible. Vous dites, Albéric de Montgolfier, que vous avez vérifié le caractère opérationnel de ce texte et le niveau de protection des investisseurs. Cela ne nous dit pas si cette proposition de loi est opportune. Est-elle utile ? Ne s'agit-il pas essentiellement des grandes entreprises ? Est-il opportun de s'aligner sur Amsterdam ? N'est-ce pas problématique de passer par une proposition de loi, alors que ce texte a été largement écrit par le Gouvernement ?

**M. Michel Canévet.** – Outre le fait que les actionnaires américains sont dorénavant majoritaires au capital de TotalEnergies, existe-t-il d'autres facteurs qui conduiraient l'entreprise à être cotée à titre principal à New York ?

Le rapporteur de la commission des finances a beaucoup travaillé sur le financement des entreprises : d'autres éléments auraient-ils pu être introduits dans le texte pour l'enrichir ?

Monsieur le rapporteur pour avis de la commission des lois, un multiple de 25 n'est-il pas très élevé ? D'autre part, le délai de dix ans prolongeable de cinq ans ne devrait-il pas plutôt être de sept ans prolongeable de cinq ans ?

**M. Marc Laménie.** – Pourquoi une proposition de loi et pas un projet de loi ? C'est tout de même un sujet d'importance.

**Mme Christine Lavarde.** – Il y a quelques mois, nous avons déjà discuté du financement des entreprises, avec le projet de loi relatif à l'industrie verte. J'ai du mal à voir la cohérence d'ensemble. Existe-t-il une vision de ce que l'on souhaite faire pour accroître le financement des entreprises ? Il y a six mois, on créait un nouveau produit pour attirer l'épargne des ménages. Avec ce texte, quelle épargne vise-t-on ? Quelles entreprises ? Les PME ou les grosses entreprises cotées ?

**M. Thomas Dossus.** – Dans son rapport sur les actions à droits de vote multiples, le HCJP préconise un rapport de 10 à 1 et non de 25 à 1. Pourquoi ce ratio ? Vous justifiez cet article 1<sup>er</sup> par la protection des fondateurs des entreprises qui s'introduisent en bourse, mais vous n'avez pas restreint cette possibilité aux cadres dirigeants de l'entreprise. Pourquoi ?

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Madame Carrère-Gée, l'article 12 concerne un nombre de cas très limité. La dérogation aux règles classiques du calcul des indemnités de licenciement concerne des professions strictement limitées, à hautes responsabilités, ou dont la rémunération excède 750 000 euros par an ou relève des 0,3 % des rémunérations les plus élevées de l'établissement.

**Mme Marie-Claire Carrère-Gée.** – Ce n'est pas parce que c'est limité que c'est nécessaire.

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Je suis beaucoup plus partagé sur l'opportunité de plafonner les indemnités de licenciement des preneurs de risques. Oui ou non, faut-il introduire une telle disposition, juridiquement risquée ? Les deux points de vue peuvent s'entendre.

Cette proposition de loi est-elle opportune ? Il est très clair que l'on peut vivre sans ! Elle a une portée limitée. La source est clairement connue : Bruno Le Maire l'a annoncée lors de ses vœux. Pourquoi une proposition de loi ? Faute de temps, le Gouvernement cherche des créneaux sur les semaines de contrôle ou d'initiative parlementaire.

Le texte vise plutôt les grandes entreprises. J'ai essayé d'y introduire des dispositions pour les PME, par les amendements portant article additionnel que je vous propose. L'essentiel réside dans l'article 1<sup>er</sup>. Le reste est un fourre-tout qui apporte surtout des modifications techniques au droit des sociétés et au droit monétaire et financier. Ce sont des fonds de tiroir.

Le capital de TotalEnergies est flottant à 100 % ; il n'y a pas de famille derrière. C'est uniquement une question de valorisation : si cette société était cotée aux États-Unis, sa capitalisation boursière, à périmètre constant, serait bien plus élevée. Elle vaudrait plus cher.

Pour répondre à Christine Lavarde, cette proposition de loi rassemble plutôt des mesures techniques visant les acteurs financiers ou le droit des sociétés. Elle concerne peu l'accroissement des financements des entreprises.

**M. Louis Vogel, rapporteur pour avis de la commission des lois.** – C'est vrai que ce texte ressemble à un ensemble de mesures parcellaires.

La durée maximale des actions à droits de vote multiples est élevée, à dix ans renouvelable pour cinq ans, et le ratio de droits de vote, plafonnée à 25 pour 1, l'est aussi. Si l'on compare avec des pays qui ont encadré cette possibilité, nous sommes en effet plus souples. Mais beaucoup de pays ne réglementent pas du tout. Il faut interpréter ces règles comme des *maxima*. Les opérateurs choisiront ce qu'ils font. Nous ne voulons pas d'absence de régulation – on n'est pas le Delaware – mais nous cherchons aussi à éviter le départ d'entreprises. Au Royaume-Uni, le ratio est de 20 pour 1. Mais les Pays-Bas, les États-Unis et le Canada n'imposent aucun ratio. Quant à la durée, elle est de 10 + 10 ans en Allemagne, contre 10 + 5 ans dans la proposition de loi. Nous sommes donc dans la norme.

Il faut prendre ces règles pour ce qu'elles sont : des signaux envoyés aux opérateurs. Ce qui sera décisif, ce sont les pratiques de marché. Faisons confiance aux opérateurs. Sur la question de la limitation du bénéfice des actions à droits de vote multiples à certaines personnes, nous avons auditionné avec Albéric de Montgolfier le HCJP, qui a reconnu que le paramétrage était très difficile. Comment délimiter dans la loi le périmètre des personnes éligibles ? Là encore, laissons faire ceux qui sont aux commandes.

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Faisons aussi confiance aux investisseurs. Si le ratio des actions à droits de vote multiples d'une société est de 500 pour 1, personne ne sera assez fou pour y investir. En réalité, cette mesure aura une portée limitée. Le droit fondamental restera « une action, un vote ».

**M. Claude Raynal, président.** – Avant d'examiner le texte, il revient à la commission d'adopter le périmètre indicatif de la proposition de loi, au titre de l'article 45 de la Constitution, qui vous a été présenté par le rapporteur. Pas d'opposition ?

*Il en est ainsi décidé.*



## EXAMEN DES ARTICLES

**M. Claude Raynal, président.** – Je vous rappelle qu’il est de tradition que la commission saisie au fond prenne acte des résultats des travaux de la commission saisie pour avis sur les articles qui lui ont été délégués, ce qui concerne les articles 1<sup>er</sup>, 3, 10, 10 *bis*, 10 *ter*, 11 et 11 *bis*.

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

L’amendement **COM-50** est adopté.

L’amendement **COM-1** n’est pas adopté, non plus que l’amendement **COM-43**.

L’amendement **COM-51** est adopté.

L’amendement **COM-44** n’est pas adopté, non plus que l’amendement **COM-2**.

L’amendement **COM-52** est adopté, de même que les amendements **COM-53**, **COM-54**, **COM-55**, **COM-56**, **COM-57** et **COM-58**.

L’article 1<sup>er</sup> est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.

### *Article 2*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-18** renforce les règles relatives à la préliquidation des fonds communs de placement à risque. C’est extraordinairement technique.

L’amendement **COM-18** est adopté.

L’article 2 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.

### *Après l’article 2*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-20** reprend une recommandation du groupe de travail de l’AMF sur le plan d’épargne en actions (PEA) relative à l’éligibilité des droits préférentiels de souscription au PEA. Avis favorable sur l’amendement identique **COM-9** rectifié *ter*.

*Les amendements identiques COM-9 rectifié *ter* et COM-20 sont adoptés et deviennent article additionnel.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Avis défavorable sur l’amendement **COM-7** rectifié, non sur le fond, mais parce que j’étudie l’opportunité de déposer en séance un amendement pour également rendre éligibles les parts de sociétés de capital-risque au PEA-PME.

L’amendement **COM-7** rectifié n’est pas adopté.

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-19** élargit les critères d'éligibilité des titres des sociétés cotées au PEA-PME, produit qui ne fonctionne pas aujourd'hui. Retenons un seul critère, simple : moins de 2 milliards d'euros de capitalisation.

*Les amendements identiques COM-19 et COM-48 rectifié bis sont adoptés et deviennent article additionnel. En conséquence, l'amendement COM-49 rectifié bis devient sans objet.*

*Les amendements identiques COM-8 rectifié et COM-38 rectifié sont déclarés irrecevables en application de l'article 45 de la Constitution.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-21** assouplit les règles d'investissement des fonds communs de placement d'entreprise pour acquérir des titres d'entreprises cotées sur les marchés de croissance. Il s'inscrit dans l'objectif des précédents amendements, à savoir que la proposition de loi prenne mieux en compte les besoins de financement des PME.

*L'amendement COM-21 est adopté et devient article additionnel.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-22** assouplit les règles de souscription au capital des entreprises solidaires, comme cela a été voté par le Sénat en 2023.

*L'amendement COM-22 est adopté et devient article additionnel.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – À ce stade, j'émet un avis défavorable sur l'amendement **COM-10** rectifié *ter*. Il faudra interroger le Gouvernement à ce sujet.

*L'amendement COM-10 rectifié *ter* n'est pas adopté.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – L'amendement **COM-46** rectifié *ter*, purement fiscal, porte sur un sujet qui relève plutôt d'une loi de finances. Avis défavorable.

*L'amendement COM-46 rectifié *ter* n'est pas adopté.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Même avis sur l'amendement **COM-47** rectifié *ter*.

*L'amendement COM-47 rectifié *ter* n'est pas adopté.*

### **Article 3**

*L'amendement COM-59 est adopté, de même que les amendements COM-60 et COM-61.*

*L'amendement COM-39 n'est pas adopté.*

*L'article 3 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

#### *Article 4*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – L'amendement **COM-4** est contraire à la position de la commission. Avis défavorable.

*L'amendement COM-4 n'est pas adopté.*

*L'article 4 est adopté sans modification.*

#### *Article 5*

*L'article 5 est adopté sans modification.*

#### *Après l'article 5*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – L'amendement **COM-11** rectifié est déjà satisfait par le droit existant. Avis défavorable.

*L'amendement COM-11 rectifié n'est pas adopté.*

*L'amendement **COM-12** rectifié est déclaré irrecevable au titre de l'article 45 de la Constitution, de même que l'amendement **COM-13** rectifié.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – À ce stade, avis défavorable aux amendements identiques **COM-5** rectifié *ter* et **COM-37** rectifié *bis*.

*Les amendements identiques COM-5 rectifié *ter* et COM-37 rectifié *bis* ne sont pas adoptés.*

*L'amendement **COM-41** rectifié *bis* est déclaré irrecevable au titre de l'article 45 de la Constitution, de même que l'amendement **COM-45** rectifié *bis*.*

#### *Article 5 bis (nouveau)*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-23** exclut les plans d'épargne retraite d'entreprise obligatoires (Pero) de l'autorisation de démarchage bancaire et financier.

*L'amendement COM-23 est adopté.*

*L'article 5 bis est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

#### *Article 6*

*L'amendement rédactionnel **COM-24** est adopté.*

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-25** exclut les bons de caisse du champ d'application de l'article, relatif à la définition des titres transférables.

*L'amendement COM-25 est adopté.*

*L'article 6 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

### **Article 7**

*L'amendement de coordination COM-26 est adopté.*

**M. Albéric de Montgolfier.** – Mon amendement COM-27 apporte une précision.

*L'amendement COM-27 est adopté.*

*L'amendement rédactionnel COM-28 est adopté.*

*L'article 7 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

### **Article 8**

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement COM-29, très technique, porte sur l'identification des titres transférables, pour garantir leur singularité. L'amendement COM-62 du rapporteur pour avis de la commission des lois est identique.

*Les amendements identiques COM-29 et COM-62 sont adoptés.*

*L'article 8 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

### **Article 9**

*L'amendement rédactionnel COM-30 est adopté.*

*L'article 9 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

### **Article 10**

*L'amendement COM-63 est adopté, de même que les amendements COM-64 et COM-67.*

*L'amendement COM-35 n'est pas adopté.*

*L'amendement COM-66 est adopté, de même que l'amendement COM-65.*

*L'amendement COM-36 n'est pas adopté.*

*L'amendement COM-68 est adopté, de même que l'amendement COM-69.*

*L'article 10 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

### **Après l'article 10**

*L'amendement COM-14 est déclaré irrecevable au titre de l'article 45 de la Constitution.*

*L'amendement COM-70 est adopté et devient article additionnel.*

### **Article 10 bis (nouveau)**

*L'article 10 bis est adopté sans modification.*

**Article 10 ter (nouveau)**

L'amendement **COM-3** n'est pas adopté.

L'article 10 ter est adopté sans modification.

**Après l'article 10 ter (nouveau)**

L'amendement **COM-16** est déclaré irrecevable au titre de l'article 45 de la Constitution.

**Article 10 quater (nouveau)**

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – J'espère l'unanimité sur mon amendement **COM-31** supprimant l'habilitation à légiférer par ordonnance. La rédaction retenue est bien trop large : « moderniser et réformer » ...

**Mme Marie-Claire Carrère-Gée.** – Le Gouvernement pourra déposer un amendement pour rétablir l'habilitation et la préciser.

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – En effet, il peut déposer un amendement pour expliciter le périmètre de l'habilitation. Qu'il sorte du bois !

L'amendement **COM-31** est adopté.

L'article 10 quater est supprimé.

**Après l'article 10 quater (nouveau)**

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Mon amendement **COM-32** renforce le devoir de signalement des commissaires aux comptes lorsqu'ils sont dans l'impossibilité de certifier un OPC. Cette mesure a déjà été adoptée par le Sénat lors de l'examen de la proposition de loi tendant à renforcer la protection des épargnants que Jean-François Husson et moi-même avions déposée.

L'amendement **COM-32** est adopté et devient article additionnel.

**Articles 11, 11 bis (nouveau) et 12**

Les articles 11, 11 bis et 12 sont successivement adoptés sans modification.

**Après l'article 12**

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – L'amendement **COM-17** rectifié concerne le droit des assurances ; il est irrecevable.

L'amendement **COM-17** rectifié est déclaré irrecevable au titre de l'article 45 de la Constitution.

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – À ce stade, j'émet un avis défavorable à l'amendement **COM-40**. À retravailler pour la séance.

**Mme Marie-Claire Carrère-Gée.** – Dites-moi sur quoi retravailler !

*L'amendement COM-40 est retiré.*

**Article 13**

*L'amendement de coordination **COM-33** est adopté.*

*L'article 13 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

**Article 14**

*L'amendement de précision **COM-34** est adopté. En conséquence, l'amendement **COM-6** devient sans objet.*

*L'article 14 est adopté dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

**Après l'article 14**

**M. Albéric de Montgolfier, rapporteur.** – Avis défavorable sur l'amendement **COM-42** rectifié bis.

*L'amendement COM-42 rectifié bis n'est pas adopté.*

*La proposition de loi est adoptée dans la rédaction issue des travaux de la commission.*

*Les avis sur les amendements examinés par la commission sont retracés dans le tableau suivant :*

**TABLEAU DES AVIS**

<b>Article 1er</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Avis de la commission</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	50	Amendement rédactionnel	<b>Adopté</b>
M. DOSSUS	1	Bénéfice exclusif des actions de préférence au profit des salariés de l'entreprise	<b>Rejeté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	43	Renforcement des garanties applicables aux actions au droit de vote multiples	<b>Rejeté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	51	Harmonisation des ratios de droits de vote attachés aux actions de préférence sur les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation	<b>Adopté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	44	Harmonisation des ratios de droits de vote attachés aux actions de préférence sur les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation	<b>Rejeté</b>

M. DOSSUS	2	Renforcement de l'encadrement du ratio de droits de vote appliqué aux actions de préférence	<b>Rejeté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	52	Amendement de précision	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	53	Amendement de précision rédactionnelle visant à sécuriser les conditions de conversion des actions de préférence en actions ordinaires	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	54	Amendement rédactionnel	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	55	Élargissement de la liste des résolutions au titre desquelles les actions de préférence ne donnent droit qu'à une seule voix	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	56	Amendement rédactionnel	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	57	Amendement de précision rédactionnelle	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	58	Exigences de transparence applicables au recours aux actions de préférence	<b>Adopté</b>

<b>Article 2</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	18	Renforcement des règles relatives à la préliquidation des fonds communs de placement à risques	<b>Adopté</b>

<b>Article(s) additionnel(s) après Article 2</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
Mme PAOLI-GAGIN	9 rect. <i>ter</i>	Éligibilité des droits préférentiels de souscription au plan d'épargne en actions	<b>Adopté</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	20	Éligibilité des droits préférentiels de souscription au plan d'épargne en actions	<b>Adopté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	7 rect.	Éligibilité des sociétés de capital-risque au PEA-PME, aux unités de compte (assurance vie) et aux plans d'épargne retraite	<b>Rejeté</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	19	Assouplissement des critères d'éligibilité des titres des entreprises cotées au PEA-PME	<b>Adopté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	48 rect. <i>bis</i>	Assouplissement des critères d'éligibilité des titres des entreprises cotées au PEA-PME	<b>Adopté</b>

Mme PAOLI-GAGIN	49 rect. <i>bis</i>	Assouplissement des critères d'éligibilité des titres des entreprises cotées au PEA-PME	<b>Rejeté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	8 rect.	Mise en place d'un service de médiation au sein de l'ACPR pour gérer les conflits entre les entreprises du Web 3.0 et les établissements de crédit	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>
M. CANÉVET	38 rect.	Mise en place d'un service de médiation au sein de l'ACPR pour gérer les conflits entre les entreprises du Web 3.0 et les établissements de crédit	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	21	Éligibilité des titres d'entreprises cotées sur un marché de croissance aux fonds communs de placement d'entreprise (FCPE)	<b>Adopté</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	22	Assouplissement des règles de souscription au capital des entreprises solidaires	<b>Adopté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	10 rect. <i>ter</i>	Modalités de calcul de la réduction d'impôt sur le revenu au titre du dispositif IR-PME en cas de souscription de titres exercée par bons de souscription	<b>Rejeté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	46 rect. <i>ter</i>	Exonération de DMTG pour les dons en somme d'argent affectés à l'acquisition de titres de PME et d'ETI	<b>Rejeté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	47 rect. <i>ter</i>	Exonération de DMTG des sommes ou des valeurs détenues dans un PEA-PME	<b>Rejeté</b>

<b>Article 3</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Avis de la commission</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	59	Mise en cohérence des modalités de calcul du quorum et de la majorité requise au conseil d'administration dans le cadre du vote relatif à la désignation des personnes bénéficiant d'une augmentation de capital	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	60	Consultation de l'Autorité des marchés financiers pour l'édiction du décret relatif aux modalités de fixation du prix des actions émises dans le cadre d'augmentation de capital réservée à une ou plusieurs personnes désignées	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	61	Amendement rédactionnel	<b>Adopté</b>
M. CANÉVET	39	Fléchage du bénéfice d'une partie des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription à personnes désignées au profit des salariés	<b>Rejeté</b>



<b>Article 4</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
M. REICHARDT	4	Suppression de l'article 4 (possibilité pour les sociétés de gestion de portefeuille de transmettre des informations aux autorités de supervision étrangères)	<b>Rejeté</b>

<b>Article(s) additionnel(s) après Article 5</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
Mme PAOLI-GAGIN	11 rect.	Éligibilité des jeunes entreprises innovantes à la garantie pour les projets stratégiques (GPS) de Bpifrance	<b>Rejeté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	12 rect.	Fléchage des encours non centralisés du livret A et du LDDS vers le financement de l'innovation dans le secteur industriel	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>
Mme PAOLI-GAGIN	13 rect.	Facilitation du partage de la plus-value au moment d'une scission et régime de partage avec les salariés des entreprises	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>
Mme PAOLI-GAGIN	5 rect. <i>ter</i>	Autorisation pour les SAS de procéder à une offre au public de titres financiers reposant sur une infrastructure de marché liée à la technologie des registres distribués	<b>Rejeté</b>
M. CANÉVET	37 rect. <i>bis</i>	Autorisation pour les SAS de procéder à une offre au public de titres financiers reposant sur une infrastructure de marché liée à la technologie des registres distribués	<b>Rejeté</b>
Mme PAOLI-GAGIN	41 rect. <i>bis</i>	Modalités de mise en œuvre d'un accord d'intéressement en entreprise	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>
Mme PAOLI-GAGIN	45 rect. <i>bis</i>	Modalités de mise en œuvre d'un accord d'intéressement en entreprise	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>

<b>Article 5 bis (nouveau)</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	23	Exclusion des plans d'épargne retraite d'entreprise obligatoires du champ des autorisations de démarchage bancaire et financier	<b>Adopté</b>

<b>Article 6</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	24	Amendement de précision rédactionnelle	<b>Adopté</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	25	Exclusion des bons de caisse du champ d'application de l'article 6 relatif à la définition des titres transférables	<b>Adopté</b>

<b>Article 7</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	26	Amendement de coordination	<b>Adopté</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	27	Amendement de précision	<b>Adopté</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	28	Amendement rédactionnel	<b>Adopté</b>

<b>Article 8</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	29	Précision sur l'identification du titre transférable comme titre électronique, dans l'objectif de préserver sa singularité et son intégrité	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL</b>	62	Précision sur l'identification du titre transférable comme titre électronique, dans l'objectif de préserver sa singularité et son intégrité	<b>Adopté</b>

<b>Article 9</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	30	Amendement rédactionnel tendant à supprimer une disposition redondante	<b>Adopté</b>

<b>Article 10</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Avis de la commission</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	63	Mise en cohérence des dispositions relatives aux modalités de consultation par voie électronique	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	64	Amendement de coordination rédactionnelle	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	67	Suppression de l'exclusion des procédures de consultation écrite du conseil d'administration pour les sociétés anonymes où les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général sont dissociées	<b>Adopté</b>
Mme Nathalie DELATTRE	35	Suppression des limites issues des travaux de l'Assemblée nationale aux fins d'encadrement du recours à la consultation écrite dématérialisée du conseil administration des sociétés anonymes	<b>Rejeté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	66	Facilitation du recours à la consultation écrite au sein du conseil d'administration de la société anonyme	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	65	Harmonisation des conditions applicables au calcul du quorum et de la majorité des présents dans les instances de gouvernance de la société lorsqu'il est fait recours à un moyen de télécommunication	<b>Adopté</b>
Mme Nathalie DELATTRE	36	Assouplissement des exigences relatives à la retransmission en direct et à l'enregistrement des assemblées générales d'actionnaires	<b>Rejeté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	68	Assouplissement des exigences relatives à la retransmission en direct et à l'enregistrement des assemblées générales d'actionnaires	<b>Adopté</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	69	Suppression d'un nouveau cas de nullité pouvant résulter d'un problème technique en lien avec la tenue dématérialisée des assemblées générales d'actionnaires	<b>Adopté</b>

<b>Article additionnel après l'article 10</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Avis de la commission</b>
Mme PAOLI-GAGIN	14	Dérogation aux règles de passation des marchés publics pour les achats de travaux, fournitures ou services innovants	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>
<b>M. Louis VOGEL, rapporteur pour avis</b>	70	Application de la procédure accélérée au fond au contentieux des refus d'inscription de résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales	<b>Adopté</b>

<b>Article 10 ter (nouveau)</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Avis de la commission</b>
M. REICHARDT	3	Maintien du traitement de l'abstention comme un vote négatif dans les assemblées générales d'obligataires	<b>Rejeté</b>

<b>Article additionnel après l'article 10 ter (nouveau)</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Avis de la commission</b>
Mme PAOLI-GAGIN	16	Autorisation des chercheurs détenant des parts sociales d'entreprises à réunir ses participations dans une holding	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>

<b>Article 10 quater (nouveau)</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	31	Suppression de l'article (demande du Gouvernement à être habilité à prendre par voie d'ordonnance les mesures législatives destinées à réviser le cadre juridique applicable aux organismes de placement collectif)	<b>Adopté</b>

<b>Article(s) additionnel(s) après Article 10 quater (nouveau)</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	32	Renforcement du devoir de signalement des commissaires aux comptes	<b>Adopté</b>

<b>Article(s) additionnel(s) après Article 12</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
Mme PAOLI-GAGIN	17 rect.	Renversement de la charge de la preuve en matière d'assurance cyber	<b>Irrecevable art. 45, al. 1 C (cavalier)</b>
Mme CARRÈRE-GÉE	40	Assouplissement des conditions d'exercice des activités relatives à certaines opérations portant sur les immeubles et les fonds de commerce	<b>Retiré</b>

---

<b>Article 13</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	33	Amendement de coordination	<b>Adopté</b>

<b>Article 14</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
<b>M. de MONTGOLFIER, rapporteur</b>	34	Amendement de précision	<b>Adopté</b>
Mme Nathalie DELATTRE	6	Précision sur l'entrée en vigueur de l'article 3 (augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription)	<b>Rejeté</b>

<b>Article(s) additionnel(s) après Article 14</b>			
<b>Auteur</b>	<b>N°</b>	<b>Objet</b>	<b>Sort de l'amendement</b>
Mme PAOLI-GAGIN	42 rect. <i>bis</i>	Assouplissement des modalités de fonctionnement des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE)	<b>Rejeté</b>



## RÈGLES RELATIVES À L'APPLICATION DE L'ARTICLE 45 DE LA CONSTITUTION ET DE L'ARTICLE 44 BIS DU RÈGLEMENT DU SÉNAT (« CAVALIERS »)

Si le premier alinéa de l'article 45 de la Constitution, depuis la révision du 23 juillet 2008, dispose que « *tout amendement est recevable en première lecture dès lors qu'il présente un lien, même indirect, avec le texte déposé ou transmis* », le Conseil constitutionnel estime que cette mention a eu pour effet de consolider, dans la Constitution, sa jurisprudence antérieure, reposant en particulier sur « *la nécessité pour un amendement de ne pas être dépourvu de tout lien avec l'objet du texte déposé sur le bureau de la première assemblée saisie* »<sup>1</sup>.

De jurisprudence constante et en dépit de la mention du texte « transmis » dans la Constitution, le Conseil constitutionnel apprécie ainsi l'existence du lien par rapport au contenu précis des dispositions du texte initial, déposé sur le bureau de la première assemblée saisie<sup>2</sup>.

Pour les lois ordinaires, le seul critère d'analyse est le lien matériel entre le texte initial et l'amendement, la modification de l'intitulé au cours de la navette restant sans effet sur la présence de « cavaliers » dans le texte<sup>3</sup>. Pour les lois organiques, le Conseil constitutionnel considère comme un « cavalier » toute disposition organique prise sur un fondement constitutionnel différent de celui sur lequel a été pris le texte initial<sup>4</sup>.

En application de l'article 44 bis du Règlement du Sénat, il revient à la commission saisie au fond de se prononcer sur les irrecevabilités résultant de l'article 45 de la Constitution, étant précisé que le Conseil constitutionnel les soulève d'office lorsqu'il est saisi d'un texte de loi avant sa promulgation.

---

<sup>1</sup> Cf. commentaire de la décision n° 2010-617 DC du 9 novembre 2010 - Loi portant réforme des retraites.

<sup>2</sup> Cf. par exemple les décisions n° 2015-719 DC du 13 août 2015 - Loi portant adaptation de la procédure pénale au droit de l'Union européenne et n° 2016-738 DC du 10 novembre 2016 - Loi visant à renforcer la liberté, l'indépendance et le pluralisme des médias.

<sup>3</sup> Décision n° 2007-546 DC du 25 janvier 2007 - Loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-1040 du 26 août 2005 relative à l'organisation de certaines professions de santé et à la répression de l'usurpation de titres et de l'exercice illégal de ces professions et modifiant le code de la santé publique.

<sup>4</sup> Décision n° 2011-637 DC du 28 juillet 2011 - Loi organique relative au fonctionnement des institutions de la Polynésie française, confirmée par les décisions n° 2016-732 DC du 28 juillet 2016 - Loi organique relative aux garanties statutaires, aux obligations déontologiques et au recrutement des magistrats ainsi qu'au Conseil supérieur de la magistrature, et n° 2017-753 DC du 8 septembre 2017 - Loi organique pour la confiance dans la vie politique.

En application du *vademecum* sur l'application des irrecevabilités au titre de l'article 45 de la Constitution, adopté par la Conférence des Présidents, la commission des finances a arrêté, lors de sa réunion du 7 mai 2024, le périmètre indicatif de la proposition de loi n° 536 (2023-2024) visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France.

**Ce périmètre comprend :**

- les mesures destinées à soutenir le financement en capital des entreprises ainsi que les investissements dans les fonds propres des sociétés ;
- le cadre juridique applicable aux infrastructures de marché, aux sociétés de gestion ainsi qu'aux organismes de placement collectif ;
- les mesures relatives à la dématérialisation des titres transférables ;
- les règles relatives à la composition et à la commercialisation des produits et des instruments financiers ;
- les indemnités de licenciement des preneurs de risque ;
- des dispositions relatives aux règles relatives à l'émission de titres et à la structure actionnariale des sociétés, aux augmentations de capital des sociétés, à la simplification de la gouvernance et du fonctionnement des organes des sociétés, à l'organisation judiciaire liée au contentieux des affaires et à l'aménagement du régime des nullités en droit des sociétés.



## **LISTE DES PERSONNES ENTENDUES**

### **Direction générale du Trésor (DGT)**

- M. Antoine BOIRON, chef du bureau de l'épargne et du marché financier ;
- M. Arthur BAUER, chef du bureau des financements directs ;
- M. Benjamin DARTEVELLE, chef du bureau de la finance durable, du droit des sociétés, de la comptabilité et de la gouvernance des entreprises.

### **Sous-direction du droit économique - Direction des affaires civiles et du Sceau**

- Mme Joanna GHORAYEB, sous-directrice ;
- M. Julien GOLDSZLAGIER, chef du bureau du droit des sociétés et de l'audit ;
- Mme Juline LAVELOT, adjointe à la cheffe du bureau du droit commercial général.

### **Autorité des marchés financiers (AMF)**

- Mme Marie-Anne BARBAT-LAYANI, présidente ;
- Mme Astrid MILSAN, secrétaire générale adjointe, en charge de la direction des émetteurs et de la direction des affaires comptables ;
- M. Maxence DELORME, directeur des affaires juridiques ;
- Mme Laure TERTRAIS, directrice de cabinet.

### **Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP)**

- M. Didier MARTIN, avocat associé du cabinet Bredin Prat, président de la commission du droit des sociétés et membre honoraire ;
- M. Hervé SYNDET, professeur honoraire agrégé de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, membre de la commission du droit des sociétés, président du groupe de travail ayant établi le rapport sur les droits de vote multiples ;
- M. Jules LECHÊNE, doctorant en droit des sociétés affecté au HCJP par l'Université Paris Dauphine.

### **Paris Europlace**

- M. Jean-Charles SIMON, délégué général ;
- M. Philippe HENRY, co-auteur du rapport intitulé « Accélérer la digitalisation des activités de financement du commerce international ».

### **Euronext**

- Mme Delphine d'AMARZIT, présidente-directrice générale Euronext Paris et membre du directoire du Groupe ;
- M. Ismail EL KHALLOUFI, chargé des activités de cotation PME et ETI ;
- Mme Lucie GALLAGHER, conseillère en charge des affaires publiques.

### **Association française des entreprises privées (Afed)**

- Mme Odile DE BROSES, directrice des affaires juridiques ;
- Mme Amina TARMIL, responsable des affaires parlementaires France.

### **Contributions écrites**

#### **France Invest**

#### **Association française de la gestion financière (AFG)**

#### **Agence nationale de sécurité des systèmes d'information (Anssi)**

## LA LOI EN CONSTRUCTION

Pour naviguer dans les rédactions successives du texte, le tableau synoptique de la loi en construction est disponible sur le site du Sénat à l'adresse suivante :

<https://www.senat.fr/dossier-legislatif/pp123-536.html>