

N° 2938

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

DIX-SEPTIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 17 juin 2026.

RAPPORT

FAIT

AU NOM DE LA COMMISSION DES FINANCES, DE L'ÉCONOMIE GÉNÉRALE
ET DU CONTRÔLE BUDGÉTAIRE SUR LA PROPOSITION DE LOI
*visant à protéger les **petits porteurs** et les **entreprises des fonds vautours** (n° 2789),*

PAR M. GÉRAULT VERNY,

Député

SOMMAIRE

	Pages
INTRODUCTION	5
I. UN INSTRUMENT FINANCIER COMPLEXE	5
II. ... QUI PRÉSENTE DES RISQUES IMPORTANTS POUR LES ENTREPRISES ET LES INVESTISSEURS	6
A. LES RISQUES INTRINSÈQUES AU FINANCEMENT PAR OCABSA.....	6
B. LES INFRACTIONS ET SANCTIONS LIÉES AU COMPORTEMENT FRAUDULEUX DES FONDS ET DE LEURS DIRIGEANTS	7
TRAVAUX DE LA COMMISSION	9
DISCUSSION GÉNÉRALE	9
EXAMEN DE L'ARTICLE	17
<i>Article unique</i> : Régime d'agrément par l'ACPR des fonds d'investissement intervenant à titre habituel pour financer des OCABSA	17
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES	29

INTRODUCTION

I. UN INSTRUMENT FINANCIER COMPLEXE ...

Les obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (OCABSA) sont des instruments de financement complexes apparus aux États-Unis au début des années 2000 et proposés en Europe depuis le début des années 2010.

Pour l'essentiel, ces montages financiers consistent en des **augmentations de capital réalisées en plusieurs fois et étalées dans le temps, réservées à un intermédiaire financier qui n'a pas vocation à rester durablement actionnaire**. Par un contrat conclu avec le souscripteur, l'intermédiaire financier s'engage à souscrire, principalement par conversion d'obligations, à des actions qui seront ensuite cédées sur le marché. L'intérêt pour la société souscriptrice est d'assurer à la société une levée immédiate de fonds, tout en transférant les risques vers le marché, qui est le destinataire final des augmentations de capital et absorbe au fil de l'eau les actions émises. Les OCABSA combinent :

– **des obligations convertibles en actions (OCA)**, qui permettent à l'investisseur de convertir sa dette en actions de l'entreprise à un prix et selon des modalités prédéfinies. La conversion s'opère à une valeur inférieure au cours de bourse, permettant à l'investisseur de réaliser une plus-value rapide ;

– **des bons de souscription d'actions (BSA)**, qui sont en pratique une modalité de rémunération supplémentaire pour l'intermédiaire financier, en lui permettant d'acheter des actions à un prix décoté par rapport au cours boursier.

Les OCABSA se déclinent sous **différentes formes**, dans la mesure où les OCA peuvent être remplacées par des obligations remboursables en actions (ORA), des obligations remboursables ou échangeables en actions (OREA), ou des obligations convertibles échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE). Tous ces produits financiers reposent sur le même mécanisme et donnent à un intermédiaire financier un accès au capital de l'entreprise émettrice dans des conditions avantageuses par rapport au cours du marché. **L'effet dilutif** est double : d'une part la conversion des obligations en actions donne lieu à une augmentation du nombre d'actions de la société, et d'autre part la revente, souvent massive, des actions donne lieu à une pression baissière sur le cours de bourse.

Sigle	Signification	Mécanisme principal
OCA	Obligations convertibles en actions	L'obligataire peut convertir son obligation en actions de la société émettrice selon des modalités prévues à l'émission.
ORA	Obligations remboursables en actions	Le remboursement s'effectue obligatoirement en actions et non en numéraire.
OCEANE	Obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes	Le porteur peut obtenir soit des actions nouvelles émises par la société, soit des actions existantes détenues par celle-ci ou par un tiers.
ORNANE	Obligations remboursables en numéraire ou en actions nouvelles ou existantes	À l'échéance, l'émetteur peut rembourser en numéraire, en actions ou selon une combinaison des deux, selon les modalités prévues dans les conditions d'émission.
BSA	Bons de souscription d'actions	Instrument donnant le droit de souscrire ultérieurement des actions à un prix fixé à l'avance.

Source : Réponse de la direction générale du Trésor au questionnaire de votre rapporteur.

En pratique, le recours à ces instruments est privilégié par des **sociétés cotées en difficulté financière**, ayant perdu l'accès aux financements classiques, tel que l'emprunt bancaire ou l'émission d'obligations simples.

II. ... QUI PRÉSENTE DES RISQUES IMPORTANTS POUR LES ENTREPRISES ET LES INVESTISSEURS

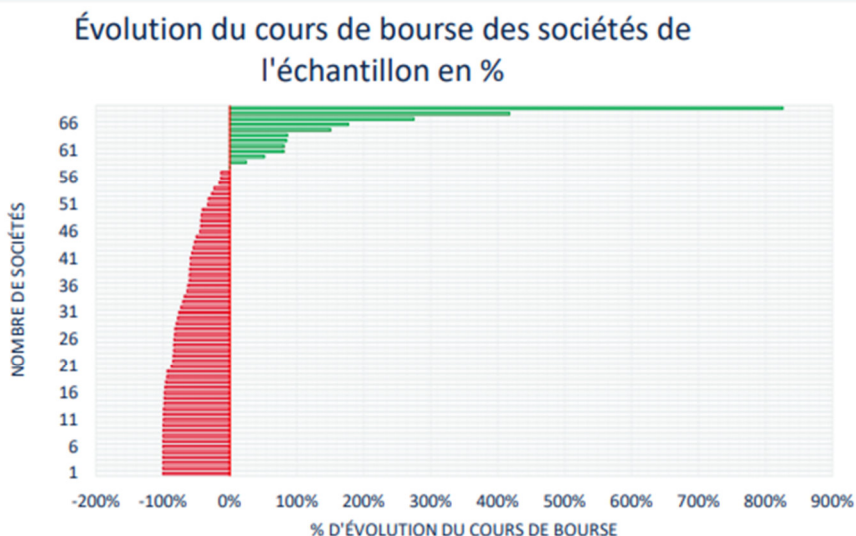
A. LES RISQUES INTRINSÈQUES AU FINANCEMENT PAR OCABSA

Dès le mois de juillet 2020, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a alerté dans un communiqué sur les risques associés au financement par OCABSA, en soulignant qu' « *en raison de sa complexité et de ses particularités, il peut être difficile à appréhender par le marché et impose une vigilance particulière de l'émetteur dans sa communication financière* » ⁽¹⁾.

En 2022, **une étude de l'AMF** ⁽²⁾ a souligné ces risques dans une étude portant sur 69 sociétés cotées ayant eu recours à des financements dilutifs de type OCABSA. 57 sociétés, soit 83 % de l'échantillon, ont connu une baisse moyenne de 72 % de leurs cours de bourse entre la première opération identifiée et le 31 décembre 2022. Le cours de bourse de 20 d'entre elles, soit 29 % de l'échantillon a chuté de plus de 90 %. Seulement 12 sociétés ont vu leurs cours de bourse progresser.

(1) Communiqué de l'AMF du 20 juillet 2020

(2) AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou equity lines, octobre 2022



Source : AMF.

Parmi les sociétés ayant reçu un financement par OCABSA, l'entreprise Europlasma a d'ailleurs fait l'objet d'une attention particulière de la commission d'enquête de l'Assemblée nationale sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs, dont le rapport a été publié en juin 2026 ⁽¹⁾. En difficulté financière vis-à-vis de ses créanciers, le groupe est placé en redressement judiciaire en 2019, puis est repris par la société Zigi Capital SA, dont le fonds *Alpha Blue Ocean* est actionnaire. Entre le début de l'exécution du contrat de financement au mois de janvier 2020 et le mois d'avril 2022, la valeur de l'action a perdu 99,9% de sa valeur. Le même constat peut être dressé pour l'entreprise Auplata, également financée par ce même fonds et dont la valeur de l'action a également perdu 99,9% de sa valeur entre octobre 2016 et juin 2018.

B. LES INFRACTIONS ET SANCTIONS LIÉES AU COMPORTEMENT FRAUDULEUX DES FONDS ET DE LEURS DIRIGEANTS

Si le recours aux OCABSA est légal dans le cadre juridique existant, l'attitude de certains fonds d'investissements vis-à-vis de cet instrument financier appelle à une vigilance renforcée de la part des entreprises ciblées et de leurs actionnaires.

En décembre 2024, la commission des sanctions de l'AMF a ainsi condamné le fonds *Alpha Blue Ocean* pour manipulation de cours caractérisée, en raison de la cession d'un nombre important d'actions de la société Auplata, en méconnaissance de ses engagements de conservation et de limite du volume

(1) Rapport de la commission d'enquête de l'Assemblée nationale sur la prédation des capacités françaises par les fonds spéculatifs, n°2903 (XVII^e législature)

quotidien de vente communiqués au public ⁽¹⁾. Les sanctions administratives prononcées, de 1 million d’euros pour le fonds et de 1,5 million d’euros pour son dirigeant, sont toutefois limitée au regard des gains pour le fonds sur cette opération. En l’état du droit positif, l’AMF a indiqué ne pas disposer des instruments juridiques suffisants pour caractériser d’autres délits ou rehausser le montant des sanctions.

Certains de ces agissements font également l’objet de **plaintes devant les juridictions pénales** : le parquet de Lyon a ainsi ouvert une enquête préliminaire, sur le fondement des chefs de délit d’initié, escroquerie, manipulation de cours, diffusion d’informations trompeuses, et présentation de comptes infidèles. En Belgique, le fondateur de la société Pharmasimple a déposé plainte pour escroquerie, délit d’initié et manipulation de marché. Un signalement aurait également été transmis au parquet national financier (PNF).

Le cas de la société Pharmasimple

L’affaire de la société Pharmasimple et de son dirigeant M. Michaël Willems, est un exemple révélateur du comportement prédateur de certains fonds d’investissement, comme *Alpha Blue Ocean*. En l’espèce, le financement par OCABSA de la société Pharmasimple par le fonds *Alpha Blue Ocean* en 2021, pour une valeur de 10 millions d’euros au départ, s’est accompagné d’une convention de prêts de 385 000 actions de la société par M. Willems au bénéfice du fonds. Par la vente des actions prêtées, le fonds a ainsi pu honorer ses engagements de financement vis-à-vis de l’entreprise. Par la suite, le fonds a immédiatement converti les obligations ainsi acquises en actions, et poursuivi la revente d’actions.

Le fonds *Alpha Blue Ocean*, dont il n’est pas établi qu’il possédait les fonds nécessaires à l’exécution du contrat, a ainsi entraîné la société Pharmasimple dans une spirale de dilution de son capital. Le nombre d’actions de la société a en effet augmenté de 1,5 million à 15 millions en quelques mois, tandis que le cours a chuté de 8 euros à environ 0,29 euros entre septembre et novembre 2021.

Au cours de son audition par votre rapporteur, M. Willems a insisté sur la manipulation dont il s’estime victime, en ayant cru que les dirigeants d’*Alpha Blue Ocean* avaient la capacité et un intérêt à aider la société Pharmasimple. Cette manipulation a joué un rôle important dans la conclusion d’un nouveau contrat de financement par OCABSA pour 271 millions d’euros de la société Pharmasimple par le fonds au début de l’année 2022.

Par ailleurs, M. Willems insiste sur le mode opératoire particulièrement méticuleux des dirigeants d’*Alpha Blue Ocean*, qui se seraient arrangés pour avoir un volume suffisant d’actions avant les assemblées générales de la société, afin d’imposer leurs décisions, avant de revendre massivement une fois cet événement passé. Ainsi, outre la signature de nouveaux contrats de financement par OCABSA, les dirigeants du fonds ont pu peser sur le renouvellement des membres du conseil d’administration de Pharmasimple.

(1) *Décision SAN-2024-11*

TRAVAUX DE LA COMMISSION

DISCUSSION GÉNÉRALE

Lors de sa réunion du mercredi 17 juin 2026, la commission a examiné la proposition de loi visant à protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours (n° 2789) (M. Gérard Verny, rapporteur).

M. le président Éric Coquerel. Cette proposition de loi a été inscrite à l'ordre du jour de la séance publique du jeudi 25 juin, réservé au groupe Union des droites pour la République (UDR).

M. Gérard Verny, rapporteur. Verney-Carron, le plus ancien fabricant d'armes de Saint-Étienne, Vergnet, acteur français de l'éolien dans le Loiret, les Forges de Tarbes, la Fonderie de Bretagne... Je pourrais malheureusement poursuivre l'énumération. Or derrière ces noms se trouvent des milliers de salariés et leurs familles ainsi que des petits épargnants qui ont subi les conséquences des financements par Ocabsa, les obligations convertibles en actions avec bons de souscriptions d'actions. Si nous examinons ce texte aujourd'hui, c'est parce qu'il y a urgence : alors que les procédures judiciaires, quand elles existent, s'enlisent, des emplois continuent d'être menacés et des familles de subir les conséquences de ces pratiques.

Cette proposition de loi est nécessaire, d'abord, à la protection des salariés et de leurs familles – car lorsqu'une entreprise s'effondre, ce sont des emplois qui disparaissent, des territoires qui s'appauvrissent et des vies qui sont directement affectées. Elle l'est ensuite à celle des épargnants et des petits porteurs, car ils sont aussi les victimes de ces mécanismes financiers obscurs, et enfin à celle des entreprises, qui se retrouvent enfermées dans une spirale de dilution et de destruction de valeur qui met en péril leur survie.

Le texte soumis à votre examen a été construit pendant plusieurs mois en écoutant les acteurs chargés de protéger notre système financier : l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) adossée à la Banque de France, les services de l'État, des juristes spécialisés, ainsi que des magistrats de la Cour de cassation. Ce travail a permis d'aboutir à un texte juridiquement solide et efficace.

La mécanique liée à l'usage des Ocabsa est désormais bien connue. Un fonds finance une entreprise qui a perdu son accès au marché du crédit ou au marché obligataire simple. Le fonds propose un financement par des obligations convertibles en actions. Une fois la première tranche de financement versée, le fonds convertit ses obligations en actions, enclenchant une dilution du capital. La conversion en actions à un prix inférieur à celui du cours boursier permet au fonds de réaliser une plus-value par une revente rapide, voire immédiate. Ces montages financiers provoquent ainsi des augmentations de capital successives, étalées dans le temps, au profit exclusif d'un intermédiaire financier qui n'a pas vocation à rester durablement actionnaire.

Ce mode de financement est gravement dévoyé par certains fonds vautours, comme Alpha Blue Ocean ou Negma, au moyen de trois mécanismes principaux. Premièrement, les fonds convertissent systématiquement les actions dans un délai très court avant de les revendre massivement sur le marché, créant une pression structurelle à la baisse sur les cours boursiers.

Cette baisse continue fragilise l'entreprise, réduit sa capacité à se financer et menace son activité ainsi que les emplois qui y sont liés.

Deuxièmement, certains fonds s'organisent méticuleusement pour disposer d'un volume suffisant d'actions avant les assemblées générales afin d'y imposer leurs décisions, et les revendent massivement ensuite. Ces pratiques peuvent conduire à des décisions contraires à l'intérêt de long terme de l'entreprise, de ses actionnaires et de ses salariés.

Troisièmement, les dirigeants de certains fonds dissimulent la réalité de leurs intentions aux représentants des entreprises émettrices et, parfois, aux autorités de marché. Les opérations de financement peuvent être largement relayées afin de faire artificiellement remonter le cours de l'action avant une revente massive des titres nouvellement créés.

En somme, ces fonds ne sont pas guidés par une logique d'investissement de long terme, ni même d'investissement tout court : ils considèrent l'entreprise, j'insiste sur ce point, avant tout comme un sous-jacent financier. Peu importe son activité, son savoir-faire, ses salariés ou son ancrage territorial : ce qui compte est la possibilité de réaliser un gain financier rapide grâce aux mécanismes de conversion et de revente des titres.

Ces pratiques ont de lourdes conséquences : destruction de valeur pour les épargnants actionnaires, perte de crédibilité de l'entreprise, affaiblissement de ses perspectives économiques, mise en danger des emplois, des salariés et de leurs familles. La liquidation de Verney-Carron, il y a quelques mois, en est une des nombreuses illustrations.

La chambre commerciale de la Cour de cassation, dans une décision du 9 juillet 2025, a reconnu pour la première fois que le contrat de financement par Ocabsa pouvait donner lieu à un service de prise ferme – qui peut être défini comme le fait de s'engager à souscrire ou acquérir un instrument financier avec l'intention de le vendre immédiatement après, ce qui entraîne une dilution du capital. Jusqu'alors, la justice se fondait sur les termes du contrat : dès lors que la prise ferme ou la revente immédiate n'y étaient pas mentionnées, le fonds d'investissement n'était pas soumis à l'agrément d'un intermédiaire financier. Dorénavant, la Cour de cassation considère que les conditions d'exécution l'emportent, en dépit des termes du contrat.

Cette décision constitue une avancée importante. En effet, le service de prise ferme est un service d'investissement au sens du droit européen. Les acteurs qui exercent cette activité doivent donc obtenir un agrément de prestataire de services d'investissement (PSI), délivré par l'ACPR. Les magistrats de la Cour de cassation nous ont toutefois indiqué qu'une nouvelle décision de la cour d'appel est attendue, sans aucune garantie quant à l'issue de la procédure.

Autrement dit, le contentieux suit son cours. Mais les entreprises, elles, ne peuvent pas attendre encore plusieurs années. L'intervention du législateur est donc nécessaire.

La proposition de loi vise donc à systématiser le raisonnement et à soumettre à un agrément préalable les fonds qui réalisent ces opérations. Le texte soumis ces fonds au contrôle du régulateur, les oblige à respecter les règles prudentielles européennes et à renforcer leur transparence vis-à-vis des entreprises qu'ils financent. Autrement dit, il fait entrer dans le champ de la supervision des acteurs qui opèrent aujourd'hui dans des zones grises et donne enfin aux autorités les moyens d'agir plus efficacement contre les abus.

Derrière chaque entreprise qui disparaît, ce sont des actionnaires qui perdent l'épargne d'une vie, des entrepreneurs qui voient leur projet s'effondrer, mais surtout des

salariés qui perdent leur emploi, des familles qui voient leur avenir fragilisé et des territoires qui s'appauvrissent. Les conséquences de ces mécanismes dépassent donc largement le cadre financier. Des milliers de Français sont touchés dans leur vie quotidienne. Nous avons enfin la possibilité de conférer aux régulateurs et aux autorités les moyens d'agir face aux pratiques néfastes de ces fonds vautours. Saisissons l'occasion !

M. le président Éric Coquerel. Cette proposition de loi reprend, entre autres, les conclusions d'un rapport d'enquête de l'Assemblée nationale, publié en début de semaine, qui a mis en lumière le comportement des fonds vautours.

Nous en venons aux interventions des orateurs des groupes.

M. Eddy Casterman (RN). Quelle que soit notre sensibilité économique, nous pouvons nous retrouver sur la nécessité de protéger notre souveraineté économique et d'empêcher que des fonds spéculatifs prédateurs affaiblissent durablement nos capacités productives, en particulier celles de nos PME (petites et moyennes entreprises) et ETI (entreprises de taille intermédiaire). Je veux saluer le travail remarquable d'Hervé de Lépinau et de François Jolivet dans leur rapport d'évaluation très éclairant sur les défaillances du contrôle des investissements étrangers en France et leurs conséquences pour notre souveraineté économique et numérique. Je veux également souligner la qualité des travaux conduits de manière partisane par la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives de nos entreprises, travaux qui ont mis en lumière les failles de notre dispositif de protection et les difficultés rencontrées par l'État pour défendre certains de nos fleurons stratégiques.

C'est dans cette logique que s'inscrit la présente proposition de loi. Les Ocabsa, présentées comme des solutions de financement pour des entreprises fragilisées, permettent à certains investisseurs de convertir rapidement leurs obligations en actions puis de les revendre immédiatement sur le marché, transférant le risque aux actionnaires et alimentant une forte pression baissière sur les cours. Les conséquences sont connues : selon l'Autorité des marchés financiers, une grande majorité des sociétés ayant eu recours à ces dispositifs ont vu leurs cours de Bourse chuter fortement. Des milliers de salariés, des familles entières, des petits épargnants ont subi les conséquences des financements par Ocabsa.

Cela étant, si les dérives de certains acteurs doivent être sanctionnées, les Ocabsa peuvent constituer un outil de financement utile pour certaines entreprises. C'est la raison pour laquelle nous sommes favorables à leur encadrement, tel que le prévoit la proposition de loi, plutôt qu'à leur interdiction pure et simple, comme le propose l'amendement de nos collègues de La France insoumise. La proposition de loi apporte une réponse équilibrée. Elle ne prohibe pas les Ocabsa mais soumet les acteurs qui les proposent de manière habituelle à un agrément préalable en tant que prestataires de services d'investissement. Cette exigence renforcera les contrôles prudentiels, les obligations de transparence et les capacités de sanction.

Ce texte constitue une première étape nécessaire pour mieux protéger nos entreprises stratégiques, leurs salariés et surtout les épargnants français. C'est pourquoi le groupe Rassemblement national et ses alliés d'Identité-Libertés voteront en faveur de cette proposition de loi.

M. Daniel Labaronne (EPR). Cette proposition de loi a le mérite de s'attaquer à un phénomène sous-estimé mais aux conséquences bien réelles pour nos petites entreprises cotées, leurs actionnaires et, plus largement, la crédibilité de nos marchés financiers. Les mécanismes de financement du type Ocabsa répondent à une réalité économique. Ils permettent à certaines sociétés souvent fragilisées ou privées d'accès aux financements

traditionnels de trouver rapidement les ressources dont elles ont besoin pour poursuivre leur activité. Cela étant, les alertes répétées de l’Autorité des marchés financiers ont mis en lumière les risques associés à ces montages. Les études publiées par le régulateur montrent que ces financements peuvent s’accompagner d’une dilution très importante du capital et d’une forte baisse du cours des sociétés concernées au détriment des actionnaires existants. Une décision rendue par la Cour de cassation en juillet 2025 a d’ailleurs marqué une étape importante en reconnaissant que certaines de ces opérations pouvaient relever des services d’investissement soumis à agrément.

Le texte qui nous est proposé s’inscrit dans ce mouvement. Son ambition n’est pas d’interdire ces instruments mais de mieux les encadrer en soumettant leurs opérateurs à des exigences professionnelles renforcées. Cette approche mérite d’être soulignée car elle cherche à concilier deux objectifs légitimes : préserver l’accès au financement des entreprises, qui en ont parfois un besoin vital, tout en renforçant la protection des actionnaires et la confiance dans le marché. Le groupe Ensemble pour la République considère que cette réflexion est utile et qu’elle répond à une préoccupation croissante concernant les effets que certaines stratégies financières peuvent avoir sur les petites capitalisations cotées.

Toutefois, le rapporteur propose, pour des raisons de conformité au droit européen, un amendement de réécriture du texte établissant une définition nationale de la prise ferme qui s’écarte de la définition harmonisée de l’annexe I de la directive sur les marchés d’instruments financiers révisée (Mifid II). C’est pourquoi le groupe Ensemble pour la République, tout en reconnaissant l’intérêt de la proposition de loi, s’abstiendra.

Mme Aurélie Trouvè (LFI-NFP). Notre groupe a été à l’initiative de la création de la commission d’enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs, dont je salue le président, Emmanuel Mandon, ici présent. Les Ocabsa font partie des pires pratiques qu’elle a observées.

Selon vous, Monsieur le rapporteur, leur mécanisme serait bien connu. M. Bruno Le Maire, ministre de l’économie pendant sept ans, a pourtant affirmé sous serment devant notre commission qu’il ne le connaissait pas. Il me semble donc utile d’y revenir rapidement : par des abus financiers, des fonds captent des titres de dettes d’entreprises puis les convertissent massivement en actions. Parmi eux, citons Alpha Blue Ocean, qui, par l’intermédiaire de la société Europlasma, a capturé les usines Valdunes, Fonderie de Bretagne ou Forges de Tarbes, qui fournissent l’armée française, et tout cela avec l’autorisation de Bercy, après une procédure de contrôle des investissements étrangers à laquelle j’ai eu accès dans le cadre des prérogatives de rapporteure de commission d’enquête.

C’est un immense problème car ces opérations, qui n’ont pas d’utilité industrielle, aboutissent à la ruine des petits actionnaires et provoquent, faute d’investissement, l’effondrement d’entreprises déjà fragiles par des montages financiers toxiques.

Il importe de défendre les petits porteurs mystifiés mais surtout les salariés, les entreprises et la production française. Or votre proposition de loi ne répond pas à ces enjeux. Elle ne propose ni d’interdire ni d’encadrer ces pratiques prédatrices, ni de donner aux petits porteurs des moyens effectifs de recours, ni de doter l’Autorité des marchés financiers du pouvoir de suspendre une opération toxique, pas plus qu’elle n’offre la possibilité de construire une alternative publique, en l’occurrence la constitution d’un fonds public qui éviterait aux entreprises fragiles d’être jetées dans les bras de financiers toxiques.

Le but de ce texte est de soumettre les opérateurs à un agrément préalable. Autrement dit, vous ne voulez pas empêcher les vautours de voler le travail des salariés, vous leur donnez

simplement une carte professionnelle ! Votre texte, qui prétend protéger, ménage le mécanisme de prédation. Il faut au contraire une vraie loi pour s'attaquer au cœur du système, permettant *a minima* de plafonner la dilution cumulée, d'encadrer les prix de conversion des obligations en actions et d'imposer un vote des actionnaires à chaque émission.

L'extrême droite fait semblant de combattre la finance prédatrice ; nous, nous voulons la désarmer. C'est toute la différence entre nous.

M. Tristan Lahais (EcoS). Nous partageons l'objectif de protéger les petits actionnaires et les épargnants individuels face à des mécanismes financiers opaques, complexes et prédateurs. La finance doit soutenir le développement des entreprises et non pas être le support de stratégies spéculatives. L'instauration d'un agrément constitue donc une solution susceptible de renforcer un peu la responsabilité des intervenants financiers et la surveillance.

Toutefois, cette proposition de loi n'apporte qu'une réponse très partielle à un problème beaucoup plus large et complexe. Elle ne prend pas réellement en compte l'enjeu de la transparence, qu'il s'agisse de l'opacité des mécanismes de conversion ou du recours aux paradis fiscaux. En outre, l'agrément prévu ne saurait garantir à lui seul qu'un acteur l'ayant obtenu cesse de mettre en œuvre des pratiques dommageables pour les entreprises et les salariés. Il n'empêche en rien la poursuite de manœuvres spéculatives susceptibles de fragiliser les entreprises, de déstabiliser leur actionariat et de peser sur l'emploi et l'activité économique.

Cette proposition de loi devrait s'inscrire dans une réflexion plus ambitieuse sur la financiarisation de l'économie et sur les moyens de mieux encadrer les fonds spéculatifs lorsque leurs stratégies se déploient au détriment de l'investissement productif et de la souveraineté économique.

La commission d'enquête sur les fonds spéculatifs avait d'ailleurs mis en évidence la nécessité d'apporter une réponse plus globale et formulé de nombreuses recommandations portant notamment sur le contrôle des investissements étrangers, la protection des secteurs stratégiques et l'encadrement de certains mécanismes financiers.

Le groupe Écologiste et social ne s'opposera pas à cette proposition de loi mais il considère qu'elle ne constitue qu'une étape, car elle ne permet pas véritablement de lutter contre les pratiques spéculatives abusives.

M. Emmanuel Mandon (Dem). Durant ses travaux, qu'elle vient de conclure, la commission d'enquête sur les fonds spéculatifs que j'ai eu l'honneur de présider a eu l'occasion de se pencher sur la technique des Ocabsa. Ces dernières nous ont été présentées comme un outil de prédation. L'Autorité des marchés financiers a mis en garde de manière répétée sur le fait qu'elles peuvent aboutir à une spoliation des actionnaires sans apporter une quelconque garantie pour la survie de l'entreprise, donc pour le maintien de l'emploi. Le ministre Roland Lescure a déclaré devant nous : « S'agissant des Ocabsa, je préférerais trouver une solution alternative. »

Dans sa version initiale, la proposition de loi étendait expressément aux personnes proposant des Ocabsa l'obligation d'obtenir un agrément, comme toute personne souhaitant fournir des services financiers. Certes, la mise à disposition des Ocabsa, qui constituent une catégorie particulière de produits financiers, relève incontestablement des services financiers. Toutefois, nous nous demandons si la solution d'un agrément délivré par une autorité

administrative indépendante est de nature à protéger de manière effective les entreprises et des petits porteurs.

Les auteurs de la proposition de loi invoquent à l'appui de leur démarche l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 9 juillet 2025. Celle-ci a précisé que l'absence d'agrément ne suffisait pas à caractériser une faute civile sanctionnée par la nullité du contrat mais que, dans certaines conditions, elle était de nature à engager la responsabilité contractuelle de la personne qui a fourni ce service.

Face à des acteurs qui cherchent une rémunération forte et rapide, un encadrement est nécessaire et à cet égard, la proposition de loi nous paraît insuffisante. Il serait souhaitable de travailler davantage sur le sujet, y compris de manière transpartisane : pour renforcer la réglementation relative aux Ocabsa, de nombreuses pistes restent à explorer.

Mme Félicie Gérard (HOR). Cette proposition de loi nous place face à un choix assez clair : devons-nous interdire les financements par les Ocabsa ou bien mieux encadrer les professionnels qui les proposent ? Le groupe Horizons & indépendants privilégie évidemment la seconde voie. Les Ocabsa peuvent en effet constituer une solution de dernier recours pour des sociétés cotées fragiles qui ne parviennent plus à se financer dans des conditions classiques. Elles sont néanmoins susceptibles de produire des effets particulièrement défavorables pour les détenteurs d'actions existantes : la conversion des obligations entraîne l'émission d'actions nouvelles, donc une dilution, et lorsque les titres ainsi créés sont rapidement revendus sur le marché, cela pèse sur les cours.

L'étude publiée par l'AMF à ce sujet est préoccupante. Sur soixante-neuf sociétés cotées analysées, cinquante-sept ont vu leurs cours reculer, en moyenne de 72 %. Ces chiffres ne permettent pas d'affirmer que ces financements sont la cause unique de cette dégradation, les entreprises concernées étant souvent déjà fragiles, mais ils justifient un encadrement plus exigeant. Le texte propose de soumettre les opérateurs à un agrément préalable et nous soutenons ce principe.

Toutefois, il suscite des interrogations. Ainsi, quel est l'apport normatif exact de cette disposition au regard de l'arrêt rendu par la Cour de cassation le 9 juillet 2025 sur la qualification du service de prise ferme ? Ensuite, comment garantir la compatibilité de la rédaction avec le cadre européen ? Est-elle suffisamment précise pour ne cibler que les montages visés, sans englober d'autres opérations de financement convertible ne présentant pas les mêmes risques ?

Des clarifications sont nécessaires pour assurer l'efficacité et la sécurité juridique du dispositif. Nous attendons des précisions au sujet de l'amendement déposé par le rapporteur mais, sur le fond, le groupe Horizons & indépendants est favorable à cette proposition de loi et soutiendra l'adoption de son article unique.

M. Gérault Verny, rapporteur. Je note que nous partageons tous le souci de protéger ces entreprises. À l'heure où nous parlons, des salariés ne savent pas si, dans un avenir très proche, ils continueront à y travailler. Des petits porteurs qui ne sont pas des nantis ont perdu des sommes qui leur manqueront, parfois même les économies d'une vie. Notre commission est unanime pour dénoncer le caractère toxique de ces produits financiers qui n'enrichissent que les fonds vautours qui y ont recours.

Je comprends la frustration de La France insoumise, qui aimerait aller plus loin, mais j'entends aussi les inquiétudes de Daniel Labaronne sur la conformité du dispositif au droit européen. Nous faisons face à des fonds structurés qui ont les moyens de se payer les services

de cabinets internationaux d'avocats fiscalistes : ils sont prêts – ils le démontrent au quotidien – à mener une guérilla juridique devant les tribunaux nationaux et les instances européennes.

Le texte réalise cet équilibre. Je ne suis pas d'accord avec votre lecture, Monsieur Labaronne. Selon vous, l'amendement que je propose contient une définition de la prise ferme qui ne serait pas conforme à celle que pose la directive Mifid II. Or cette directive ne définit pas la prise ferme : elle dresse une liste des opérations qui en relèvent et renvoie au droit national – c'est donc à nous d'agir. Du reste, nous ne la définissons pas non plus, nous en donnons des illustrations. Alors que la rédaction initiale du texte établissait une équivalence entre Ocabsa et prise ferme, notre amendement de réécriture élargit le champ des instruments financiers pouvant être concernés : ainsi, les Ocabsa, les *equity lines* ou encore les Oceane (obligations convertibles échangeables en actions nouvelles ou existantes) peuvent entrer dans le champ de la prise ferme – mais la liste n'est pas exhaustive, comme le montre l'usage de l'adverbe « notamment ».

Cette question est d'une grande complexité et je vous avoue que sans l'expertise de l'AMF et de l'ACPR, nous n'aurions pas pu aller autant dans le détail. Nous avons auditionné le président de la chambre commerciale de la Cour de cassation pour comprendre son intention et son raisonnement juridique, et nous avons fait le choix de la coconstruction et de l'équilibre. Notre proposition n'est pas une solution miracle mais nous considérons qu'elle a recueilli l'accord des meilleurs experts juridiques.

Chère collègue de La France insoumise, je le redis, je comprends votre frustration mais j'ai lu avec attention le passionnant rapport que vous avez rédigé en tant que rapporteure de la commission d'enquête sur les fonds spéculatifs – vous savez que depuis de longs mois, je m'intéresse à ces sujets : dans votre recommandation n° 10, vous préconisez d'« imposer l'agrément de prestataire de services d'investissement (PSI) aux fonds qui accordent ces financements ». C'est précisément ce que permet de faire notre proposition de loi.

Si elle est adoptée, elle ne réglera certes pas tous les problèmes mais, modestement, elle permettra à des salariés, à des chefs d'entreprise, à des épargnants d'être protégés contre ces pratiques en particulier. Pensons aux salariés de la Fonderie de Bretagne ou des Forges de Tarbes qui seront libérés des fonds vautours. Comme les avocats de ces fonds l'ont bien souligné, si ce texte passe, les Ocabsa ne pourront plus être utilisées. Cela me paraît être un argument de poids.

EXAMEN DE L'ARTICLE

Article unique

Régime d'agrément par l'ACPR des fonds d'investissement intervenant à titre habituel pour financer des OCABSA

Résumé du dispositif et effets principaux

Le présent article soumet les personnes qui proposent à titre habituel des opérations de financement donnant lieu à l'émission d'OCABSA à un agrément préalable délivré par l'ACPR, lorsqu'elles s'engagent à souscrire à ces instruments en vue de leur conversion ou de leur cession ultérieure.

L'obligation d'agrément aurait pour effet de soumettre les fonds concernés à la réglementation applicable aux prestataires de services d'investissement. Ces acteurs seraient ainsi soumis au respect de règles européennes en matière prudentielle et auraient une obligation renforcée d'information vis-à-vis des sociétés avec lesquelles ils contractent. Ils seraient également redevables de la contribution due par les personnes soumises au contrôle de l'AMF.

En pratique, les fonds visés par le dispositif ne pourraient pas se conformer aux obligations nécessaires pour recevoir l'agrément de l'ACPR : l'effet principal du dispositif est ainsi d'empêcher ces acteurs de fournir sur le marché français et européen des financements par OCABSA.

Principaux amendements adoptés par la commission des finances

La commission a adopté un amendement de rédaction globale présenté par le rapporteur, qui doit permettre de garantir la conformité du dispositif au droit de l'Union européenne. Tirant les conséquences d'un arrêt récent de la chambre commerciale de la Cour de cassation, l'amendement se place sur le terrain de la définition de la prise ferme pour préciser que ce service d'investissement peut porter sur les montages de type OCABSA. L'effet sur l'agrément reste le même dans la mesure où seuls les prestataires de services d'investissement agréés peuvent réaliser une prise ferme.

Afin d'éviter les stratégies de contournement, l'amendement inclut par ailleurs dans le champ du dispositif de nouveaux instruments, comme les *equity lines* et les PACEO, qui présentent des caractéristiques légèrement différentes des OCABSA.

I. L'ÉTAT DU DROIT

A. AUCUNE OBLIGATION SPÉCIFIQUE NE S'IMPOSE DU SEUL FAIT DE L'ÉMISSION OU DU FINANCEMENT PAR OCABSA

1. Le recours aux OCABSA par une société émettrice est soumise à la réglementation de droit commercial en vigueur sur les franchissements de seuils

L'article L. 225-138 du code de commerce prévoit que l'assemblée générale d'une société peut autoriser une augmentation de capital au profit de certaines

personnes ou catégories de personnes, avec suppression du droit préférentiel de souscription. Cet article sert de fondement aux augmentations de capital réalisées dans le cadre de l'exécution d'un contrat de souscription aux OCABSA.

Outre le vote par l'assemblée générale, l'article L. 233-7 du code de commerce prévoit une **obligation pour tout actionnaire de déclarer à la société et à l'AMF tout franchissement des seuils légaux** de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 33,3 %, 50 %, 66 %, 90 % ou 95 % ou des droits de vote ⁽¹⁾. Ce franchissement, à la hausse ou à la baisse, peut résulter d'une acquisition de titres par le souscripteur ou d'une dilution des autres actionnaires. Dans le cadre de la conversion des obligations en actions, les financeurs mais aussi les autres actionnaires qui franchissent des seuils à la baisse, peuvent ainsi être amenés à en informer la société et l'AMF.

Une législation commerciale en vigueur aux Etats-Unis contraignante pour les montages de type « OCABSA »

La loi fédérale sur les valeurs mobilière aux Etats-Unis oblige l'émetteur d'OCABSA à enregistrer auprès de la *Securities Exchange Commission* (SEC) les nouvelles actions qui ont vocation à être vendues dans le public.

La SEC analyse ainsi l'émission d'obligations convertibles en actions comme une offre au public indirecte d'actions, ce qui implique l'obligation d'enregistrer non seulement l'émission des obligations convertibles mais aussi la « revente » des actions résultant de la conversion ⁽²⁾. Cette obligation d'enregistrement précédant la revente peut prendre plusieurs semaines, voire plusieurs mois, empêchant dans les faits la revente rapide des actions converties.

2. Les recommandations de l'AMF relatives à l'information des investisseurs par les entreprises émettrices d'OCABSA

La position-recommandation de l'AMF portant un guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers révisée en 2023 ⁽³⁾ indique que « *le marché doit être informé, avant la mise en œuvre d'un contrat, que les augmentations de capital qui en résulteront ont vocation à être, pour l'essentiel, financées in fine par le marché* ». L'AMF invite également les émetteurs à faire figurer un **avertissement sur les risques très significatifs** en en-tête de la première page du communiqué de la société émettrice annonçant le recours aux OCABSA.

La chambre commerciale de la Cour de cassation a toutefois établi dans un arrêt du 9 juillet 2025 que « *la méconnaissance d'une position-recommandation de*

(1) Pour les sociétés dont les actions sont admises sur Euronext Paris. Les seuils sont limités à 50 % et 90 % du capital ou des droits de vote pour les sociétés dont les actions sont admises sur Euronext Growth.

(2) Avis du Haut Comité juridique de la place financière de Paris en réponse à la saisine du parquet général de la Cour de cassation sur les financements Equity alternatifs

(3) DOC-2020-06

l'AMF, laquelle n'a pas de force obligatoire, ne peut à elle seule constituer une faute civile ». Un requérant ne peut ainsi **pas se prévaloir de ce document** devant le juge du contrat, par exemple pour obtenir une indemnisation.

3. Des obligations plus contraignantes sont attachées à la qualité de services d'investissement, dont la prise ferme, et de prestataire de services d'investissement

Les **services d'investissement**, définis par l'annexe I de la directive dite « MIFID II »⁽¹⁾ transposée à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier, ne peuvent être fournis que par des prestataires de services d'investissement agréés⁽²⁾. La prise ferme est par exemple un service d'investissement qui ne peut être fourni que par un prestataire de service d'investissement agréé.

En France, l'agrément est délivré pour les entreprises d'investissement par l'ACPR, après approbation par l'AMF du programme d'activités de l'entreprise. Ce programme indique le type d'opérations envisagées et la structure de l'organisation du prestataire. En 2025, l'ACPR a rendu 11 décisions d'agrément concernant des entreprises d'investissement. Pour les établissements de crédit souhaitant fournir des services d'investissement, la décision d'agrément est rendue par la Banque centrale européenne (BCE).

L'octroi de l'agrément implique **trois types d'obligations** pour les prestataires.

En premier lieu, le prestataire doit respecter les **obligations prudentielles applicables aux établissements de crédit ou aux entreprises d'investissement**, selon le statut choisi. Les obligations prudentielles applicables aux établissements de crédit⁽³⁾ visent à garantir que les établissements autorisés à opérer dans l'Union européenne fonctionnent sur une base financière saine et sont gérés de manière ordonnée, notamment dans le meilleur intérêt de leurs clients, tout en assurant la stabilité financière⁽⁴⁾ : elles concernent essentiellement des exigences de liquidité, des modalités de gestion des risques, un *reporting* régulier auprès du régulateur et des modalités de gouvernance et de contrôle interne. Les obligations prudentielles applicables aux entreprises d'investissement⁽⁵⁾ sont relatives aux fonds propres, aux

(1) Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (refonte)

(2) Article 5 de la directive 2014/65/UE, transposée aux articles L.531-1 et suivants et L.532-1 et suivants du code monétaire et financier

(3) Ces obligations sont définies par la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, ainsi que par le règlement 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement

(4) Réponse de l'ACPR au questionnaire de votre rapporteur

(5) Ces obligations sont définies par la directive 2019/2034 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement et par le règlement 2019/2033

niveaux de capital minimum, aux risques de concentration et de liquidité. Ces obligations sont croissantes selon la taille de l'entreprise d'investissement.

En deuxième lieu, le prestataire doit s'acquitter d'une **contribution due par les personnes soumises au contrôle de l'AMF**, prévue à l'article L. 621-5-3 du code monétaire et financier. Le montant de cette contribution est fixé par décret à 30 000 euros.

En dernier lieu, le prestataire doit **respecter des obligations d'information renforcées**, prévues par la directive MIFID II et ses règlements délégués. Par exemple, les prestataires de services d'investissement qui recourent à de la prise ferme doivent respecter des règles en matière de conflit d'intérêt, d'informations publicitaires ou de communication d'informations relatives aux frais de transactions ou de calendrier ⁽¹⁾.

B. UN RÉCENT « TOURNANT JUDICIAIRE » OPÉRÉ PAR LA COUR DE CASSATION DONT LES CONSÉQUENCES CONCRÈTES SONT DIFFICILES À ÉVALUER

1. Le principe posé par la Cour de cassation : la prise ferme peut concerner les financements par OCABSA

Dans un arrêt du 9 juillet 2025 ⁽²⁾, la chambre commerciale de la Cour de cassation a établi que **la qualification de service d'investissement de prise ferme ne dépend pas exclusivement de la volonté exprimée par les parties ou de la dénomination qu'elles ont donné à leur convention, mais peut dépendre des conditions dans lesquelles cette convention a été exécutée.**

En l'espèce, le fonds Negma a conclu avec la société Biophytis un contrat d'émission et de souscription à des obligations remboursables en numéraire ou en actions nouvelles avec bons de souscription d'actions attachés (ORNANE avec BSA), portant sur un montant total de 24 millions d'euros libérables en huit tranches de trois millions d'euros chacune. Conformément au schéma classique de ces opérations, Negma s'est systématiquement fait rembourser en actions – et jamais en numéraire – avant de céder ces titres sur le marché à très brefs délais ⁽³⁾.

Le point de départ de l'argumentation de la Cour de cassation est une évolution dans la définition de la prise ferme. L'ancien article 312-5 du règlement général de l'AMF définissait ce service comme le fait de souscrire ou d'acquérir ces instruments « *en vue de procéder à leur placement* ». La nouvelle définition, qui figure à l'article D.321-1 du code monétaire et financier, énonce : « *Constitue le*

du Parlement européen et du Conseil concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement

(1) Article 38 du règlement délégué 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016.

(2) Cour de cassation, Chambre commerciale, 9 juillet 2025, 23-15.492, Publié au bulletin

(3) Réponse de l'AMF au questionnaire de votre rapporteur

service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers [...], en vue de procéder à leur vente ». Les juges soulignent que cette définition **ne se réfère plus au placement des instruments financiers souscrits ou acquis, mais à leur vente**. Lors de leur audition par votre rapporteur, le président de la chambre commerciale, M. Vigneau, et Mme Fanélie Ducloz, magistrate à la chambre commerciale, ont indiqué que les travaux parlementaires de la loi du 2 juillet 1996, qui introduit en droit français la notion de prise ferme, sont sans équivoque : l'intention du législateur était de qualifier un service de prise ferme, même si l'intermédiaire financier avait une intention de vente. La Cour de cassation censure ainsi l'arrêt de la Cour d'appel sur ce premier point, en considérant que le service de prise ferme est constitué « *lorsque le prestataire de ce service s'engage, à l'égard de l'émetteur ou du cédant, à souscrire ou à acquérir des instruments financiers avec l'intention de les vendre soit à ses clients, soit sur les marchés financiers* » (point 25).

La Cour de cassation donne ensuite une **grille de lecture aux juges du fond pour établir *in concreto* la caractérisation d'un service de prise ferme**. La Cour d'appel avait établi que les stipulations contractuelles se limitaient à ce que Negma acquière les obligations. Le juge de cassation a censuré ce raisonnement en considérant qu'en se fondant sur le seul contrat sans s'intéresser à ses conditions d'exécution, le juge du fond ne pouvait caractériser un service d'investissement dans la mesure où l'intention de revente ne pouvait pas émaner des clauses écrites. La Cour de cassation invite donc les juges du fond à **examiner les conditions d'exécution du contrat et à analyser si l'intention du financeur était de vendre les titres obtenus**. La caractérisation de cette intention peut résulter d'un faisceau d'indices ou de l'économie générale du contrat.

L'apport de cet arrêt, qualifié de « tournant judiciaire » ⁽¹⁾, est ainsi **qu'un contrat d'émission et de souscription d'OCABSA peut être qualifié de prise ferme, au regard de ses conditions d'exécution appréciées souverainement par les juges du fond**. Il en résulte que si le service de prise ferme est caractérisé, seul un prestataire de services d'investissement peut y recourir. Or, la qualité de prestataire de services d'investissement repose sur la délivrance de l'agrément de l'ACPR, en dehors de quelques exceptions.

2. Les limites de l'arrêt : l'absence de véritable sanction civile pour défaut d'agrément

Dans ce même arrêt, la chambre commerciale de Cour de cassation reconnaît le défaut d'agrément comme un motif d'engagement de la responsabilité contractuelle, ouvrant droit à indemnisation d'un préjudice résultant de ce manquement pour la société émettrice.

(1) C. Granier, « Tournant judiciaire pour les financements par émission d'OCABSA », *Bull. Joly Bourse*, sept-oct. 2025, p. 29

La Cour de cassation relève toutefois que « *l'absence d'agrément de la société Negma n'est pas de nature à entraîner la nullité du contrat conclu* » (point 12). Le juge pose ici une règle de principe en droit financier analogue à celle établie en matière bancaire ⁽¹⁾. Cette solution fait preuve de pragmatisme : la nullité du contrat pourrait notamment conduire l'émetteur, la société Biophytis en l'espèce, à rembourser les sommes qui lui ont été versées par les fonds.

La Cour indique, selon un raisonnement classique du juge du contrat, que la société est fondée à obtenir une réparation du « *préjudice personnel et direct résultant de la privation des garanties attachées à l'agrément des prestataires de services d'investissement* » (point 11). **Le préjudice résultant spécifiquement de ce défaut d'agrément est particulièrement difficile à démontrer** pour les sociétés émettrices, impliquant de ce fait une restriction importante de toute possibilité pour les juges du fond de prononcer une sanction civile à l'encontre des fonds qui fournissent des services de prise ferme malgré un défaut d'agrément.

L'arrêt de la Cour de cassation offre ainsi une clarification bienvenue de la définition de la prise ferme, qui peut porter sur des contrats de financement par OCABSA, mais ses conséquences concrètes sont difficiles à évaluer, pour deux raisons. D'une part, la qualification de prise ferme repose sur l'appréciation des juges du fond, qui évalueront souverainement au cas par cas les conditions d'exécution du contrat. D'autre part, les conséquences du défaut d'agrément devant le juge civil sont limitées par le droit commun des sanctions civiles en matière contractuelle.

II. LE DROIT PROPOSÉ

A. SOUMETTRE SYSTÉMATIQUEMENT LES FONDS QUI PROPOSENT DES FINANCEMENTS PAR OCABSA À UNE OBLIGATION D'AGRÉMENT

L'article unique de la proposition de loi prévoit de renforcer les obligations pesant sur toute personne qui propose, à titre habituel, des opérations de financement donnant lieu à l'émission d'OCABSA, lorsqu'elle s'engage à souscrire ces instruments en vue de leur conversion ou de leur cession ultérieure. **Les fonds, qui sont les principales cibles du dispositif, seraient ainsi obligés de recevoir l'agrément délivré par l'ACPR pour pouvoir procéder à ces opérations de financement.**

L'objectif de cette disposition est de pallier le manque d'obligations pour les fonds qui concluent des contrats d'émission et de souscription d'OCABSA avec des sociétés émettrices. Outre la position-recommandation de l'AMF qui invite les sociétés financées à fournir une information quant au danger de ce contrat dans leurs communiqués à l'adresse des investisseurs, seules les règles du droit commun en matière commerciale s'appliquent, par exemple en matière de franchissement de

(1) Ass. plén., 4 mars 2005, n° 03-11.725, M. Hubert Van Haare Heijmeijer c/ Société AXA Bank

seuil. Ce déséquilibre entre les risques induits par le financement au moyen d'OCABSA et le manque de garde-fous invite ainsi le législateur à intervenir.

En soumettant ces fonds à l'obligation de recevoir un agrément de l'ACPR pour poursuivre leur activité, la proposition de loi leur impose ainsi des sujétions analogues à celles qui incombent aux prestataires de services d'investissement, que ce soit en matière d'informations devant être données ou de respect des dispositions européennes en matière prudentielle. Ces fonds seraient également redevables de la contribution due par les personnes soumises au contrôle de l'AMF.

En pratique, cette disposition aurait pour effet d'exclure du marché des OCABSA les fonds qui détournent ces systèmes de financement dilutifs, comme *Alpha Blue Ocean* ou *Negma*, dans la mesure où ces acteurs n'ont pas la capacité de se conformer aux exigences liées à l'agrément.

Cette disposition s'inscrit dans la logique retenue par l'arrêt de la Cour de cassation, qui se situait sur le terrain de la définition de la prise ferme pour étendre l'obligation d'agrément. La proposition de loi prolonge toutefois le raisonnement de la Cour, qui laissait aux juges du fond une marge d'appréciation de l'exécution du contrat, pour qualifier la prise ferme et donc en déduire l'obligation d'agrément. Le dispositif rend en effet **automatique la qualification de prise ferme** dès lors qu'un intermédiaire financier souscrit un contrat donnant lieu à l'émission d'OCABSA en vue de leur conversion ou cession ultérieure.

B. LES RISQUES DE CONTRARIÉTÉ AU DROIT DE L'UNION EUROPÉENNE

La définition de services et prestataires de services financiers est toutefois encadrée par la directive MIFID II qui est d'harmonisation maximale, aux fins de garantir l'effectivité des principes de libre circulation des capitaux ⁽¹⁾ et de libre prestation de services ⁽²⁾.

La proposition de loi aurait pour effet de qualifier largement la prise ferme pour le produit des OCABSA. L'élargissement vient notamment du fait que le service de prise ferme serait caractérisé dès lors que le fonds souscrit à des OCABSA **en vue de leur conversion en actions**, alors que le droit existant ne prévoit cette qualification que si le fonds a l'intention de procéder à la vente des actions sous-jacentes. Il en résulterait une définition extensive de la prise ferme sur l'instrument financier spécifique des OCABSA. Or, l'article 4 de la directive MIFID II définit les services d'investissement de façon **homogène** pour l'ensemble des produits financiers : prévoir une définition plus large d'un de ces services uniquement pour certains instruments financiers pourrait ainsi être considéré comme contraire à la directive.

(1) Article 63 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne

(2) Article 56 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne

En pratique, ce dispositif interdirait par exemple aux intermédiaires financiers qui souhaiteraient mener une activité de financement reposant sur ce produit d'y recourir selon des modalités légèrement différentes de celles de la prise ferme, comme le service de placement garanti ⁽¹⁾ ou non garanti ⁽²⁾.

Votre rapporteur rappelle toutefois que les libertés de circulation garanties par les traités européens ne sont pas absolues et **peuvent être limitées pour une raison impérieuse, à condition que cette limitation soit nécessaire, adaptée et proportionnée**. En l'espèce, l'atteinte à la libre circulation des capitaux et à la libre prestation de service pourrait se justifier par le motif de maintien de la bonne réputation du secteur financier national, qui inclut la protection du public investisseur ⁽³⁾. La nécessité de recourir à un agrément pourrait être jugée adaptée, dans la mesure où elle limiterait la possibilité pour les fonds de procéder à leur schéma de financement par OCABSA, et proportionnée par rapport à d'autres mesures plus radicales, telles que l'interdiction complète de tout contrat de souscription d'OCABSA.

III. LA POSITION DE LA COMMISSION

La commission a adopté un amendement de rédaction globale présenté par le rapporteur.

L'amendement de rédaction globale du rapporteur prévoit **trois ajustements** du dispositif par rapport à la proposition de loi initiale.

En premier lieu, cet amendement permet de sécuriser la conformité du dispositif au droit de l'Union européenne. L'article 4 de la directive 2014/65 dite MIFID II prévoit une définition des services et activités d'investissement et soumet les prestataires de services d'investissement à une obligation d'agrément. En prévoyant une définition spécifique de la prise ferme pour les OCABSA, le texte initial de la proposition de loi pourrait être interprété comme contraire à cette directive.

Tout en conservant le même objectif, l'amendement prévoit de **retranscrire et de modifier dans la loi la définition de la prise ferme**, qui se trouvait jusqu'à présent dans la partie réglementaire du code monétaire et financier. Sans modifier la définition de la prise ferme, ni lui donner une consistance particulière sur le sujet des OCABSA, l'amendement permet de préciser que les services de prise ferme

(1) Article D. 321-1 du code monétaire et financier : « Constitue le service de placement garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers et de lui garantir un montant minimal de souscriptions ou d'achats en s'engageant à souscrire ou acquérir les instruments financiers non placés. »

(2) Article D. 321-1 du code monétaire et financier : « Constitue le service de placement non garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition. »

(3) CJCE, affaire C-384/93, Alpine Investments, points 41 à 44.

peuvent porter sur tous types d'instruments financiers « *notamment ceux donnant accès au capital de l'émetteur par conversion, échange, remboursement ou exercice ou à une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, en vue de procéder à la vente de ces instruments ou, le cas échéant de ceux obtenus à la suite de leur conversion, de leur échange, de leur remboursement ou de leur exercice* ». L'amendement ne définit donc pas de façon extensive la prise ferme, même s'il précise qu'elle peut porter sur des instruments financiers de type OCABSA : le juge sera par la suite chargé d'analyser si les critères de la prise ferme sont remplis. Cet ajustement permet de garantir la conformité du dispositif au droit de l'Union européenne et doit conduire à ce que les juridictions puissent plus aisément identifier les situations dans lesquelles l'opération de financement doit être qualifiée de prise ferme. La rédaction proposée permet également de faire échec à une lecture prônée par une partie de la doctrine au terme de laquelle la prise ferme impliquerait nécessairement la revente de l'instrument financier dans toutes ses composantes, et donc l'OCABSA elle-même, et pas seulement les actions obtenues après l'exercice des droits attachés ⁽¹⁾.

En deuxième lieu, l'amendement **élargit le dispositif de la proposition de loi** à d'autres instruments financiers qui présentent des caractéristiques connexes à celles des OCABSA. En intégrant la notion d'« *exercice* », la nouvelle rédaction proposée permet d'inclure plus directement des mécanismes de financement directement fondés sur l'émission d'actions, tels que **les PACEO ou les *equity lines***. Dans ces montages, une société émettrice émet des bons de souscriptions d'actions au profit d'un intermédiaire, qui s'engage à exercer les bons et à souscrire, aux conditions prévues dans le contrat conclu avec l'émetteur, à un montant ou un nombre maximum d'actions, à un prix inférieur au prix du marché à ce moment-là. L'intermédiaire revend ensuite ces actions sur le marché.

Sur le plan économique, le fonds qui structure un PACEO assume une prise de risque réelle, limitée dans le temps, alors que le souscripteur d'OCABSA est classiquement immunisé contre le risque de marché. Toutefois, l'AMF a fait part au rapporteur d'une inquiétude quant au **risque d'arbitrage réglementaire** réalisé par les fonds : si la rédaction excluait les PACEO et *equity lines*, il suffirait aux fonds de restructurer leurs opérations sous la forme contractuelle d'une *equity line* pour échapper au régime. La frontière entre OCABSA et *equity line* est, en pratique, ténue : ce mécanisme a pu être le vecteur de financements dilutifs significatifs comparables dans leurs effets aux financements par OCABSA.

Par ailleurs, l'inclusion des PACEO et *equity lines* dans le champ du dispositif « *ne devrait pas empêcher les structureurs classiques de ces financements de fournir leurs services aux bio/med-techs concernés dans la mesure où les acteurs*

(1) Thierry Bonneau, *Service de prise ferme, nullité des actes méconnaissant le monopole financier*, Rev. Sociétés, 2025. 680

traditionnels de ce marché pourraient être en mesure, sous réserve de l'avis de l'ACPR, d'obtenir un agrément pour réaliser des services d'investissement »⁽¹⁾.

En troisième lieu, l'amendement prévoit une **insertion différente du dispositif de la proposition de loi dans le code monétaire et financier**. En précisant la définition de la prise ferme, ce dispositif doit s'insérer dans le livre III de la partie législative du code monétaire et financier, qui définit les services financiers.

Ainsi modifiée, cette proposition de loi permet d'envoyer un **signal fort à l'ensemble des acteurs financiers**, marquant la fin d'une forme d'impunité des fonds vautours qui incitent à la dilution du capital des entreprises et participent à la ruine des chefs d'entreprises et des petits épargnants.

*

* *

Amendements CF2 de M. Gérard Verny et CF1 de M. Aurélien Saintoul (discussion commune)

M. Gérard Verny, rapporteur. L'amendement CF2 réécrit l'article dans le sens que je viens d'évoquer. Il fait suite aux différentes auditions que j'ai menées, qui ont permis de lever diverses contradictions et dont les intervenants ont largement contribué à sa rédaction.

Il vise trois objectifs.

Le premier est de garantir la conformité du texte au droit européen, notamment pour répondre aux inquiétudes de Monsieur Labaronne. La version initiale considérait que tout financement par Ocabsa constituait automatiquement un service de prise ferme ; désormais, nous établissons que le champ de la prise ferme comprend les Ocabsa.

Le deuxième est d'élargir le champ des instruments pris en compte. Les fonds vautours ont en effet également recours aux *equity lines*, aux Pacey (programmes d'augmentation de capital par exercice d'options), bref à plusieurs instruments ultradilutifs : il était nécessaire que la prise ferme puisse porter sur l'ensemble de ces instruments. L'adverbe « notamment » confère une portée illustrative à l'énumération.

Le troisième objectif est de codifier la disposition dans la partie législative du code monétaire et financier qui définit les services financiers.

Cet amendement consolide la portée de cette proposition de loi et donne aux magistrats de nouvelles possibilités pour motiver leurs décisions.

Mme Aurélie Trouvé (LFI-NFP). Monsieur le rapporteur, vous n'avez assisté presque à aucune des auditions de notre commission d'enquête. Vous étiez notamment absent

(1) Réponse de l'AMF au questionnaire du rapporteur

lorsque nous avons reçu, à deux reprises, les représentants de la direction d'Eurolplasma ainsi que lorsque nous avons entendu les représentants des salariés de la Fonderie de Bretagne. La longue analyse, nourrie des auditions, que nous avons menée me permet de dire que votre proposition de loi est clairement insuffisante. Elle répond certes à l'une de nos recommandations mais c'est la prise en compte des quarante autres qui mettra fin à ces mécanismes destructeurs.

Votre agrément n'empêchera en rien Alpha Blue Ocean de tuer la Fonderie de Bretagne. Ce qui pose problème, ce n'est pas l'émission des Ocabsa mais le mécanisme en lui-même. Or vous ne vous y attaquez pas. Pour ma part, je voudrais qu'il soit purement et simplement interdit – c'est le sens de notre amendement CF1 – mais nous pourrions nous mettre d'accord sur un compromis visant à encadrer ces pratiques prédatrices. Ni votre proposition de loi, ni votre amendement de réécriture ne vont en ce sens, mais cela pourrait être l'objectif de la proposition de loi transpartisane qu'Emmanuel Mandon a appelée de ses vœux.

C'est le principe même de la conversion des obligations de dette en actions avec manipulation des cours qui est en cause, et c'est bien ce à ce quoi se livre Alpha Blue Ocean. Je précise d'ailleurs que je n'ai toujours pas reçu de réponse au signalement que j'ai adressé à l'Autorité des marchés financiers.

M. Gérard Verny, rapporteur. « Qui peut le plus peut le moins », « Le mieux est l'ennemi du bien »... Nombre de dictons de la sagesse populaire expriment ce que j'ai à dire. J'ai bien conscience que ce texte ne résout pas tout. Faut-il pour autant priver les entreprises, les salariés, les petits porteurs concernés d'un outil qui rendra inopérantes les pratiques parasites dont usent Negma et Alpha Blue Ocean, les deux principaux fonds à y avoir recours ? Je ne le pense pas. Ils nous seront même reconnaissants du travail que nous aurons accompli et je suis moi-même reconnaissant du travail accompli par la commission d'enquête, qui a permis de dénoncer des problèmes qui nous concernent tous dans nos circonscriptions – pour ma part, à double titre, car je suis chef d'une entreprise industrielle.

Le régulateur et la Cour de cassation ont considéré que c'était le moyen le plus simple et le plus efficace de mettre fin à ces opérations et j'ai tendance à les croire. Peut-être pourrions-nous aller plus loin au moyen d'une proposition de loi transpartisane, mais ne passons pas à côté de l'occasion qu'offre ce texte d'envoyer un message clair et de bloquer les manœuvres de ces fonds.

Je suis donc défavorable à l'amendement CF1 et demande à la commission d'adopter cette proposition de loi dans la rédaction issue de mon amendement.

M. Emmanuel Mandon (Dem). La commission d'enquête, dont la composition était diverse et plurielle, a cherché à être la plus constructive possible : il était peut-être dommage de rater cette étape. Son travail n'est cependant pas achevé car s'ouvre à présent la perspective d'un texte transpartisan.

Monsieur le rapporteur, vous avez réécrit votre texte à quelques heures de l'examen en commission. Il est très compliqué de travailler dans une telle improvisation, sans pouvoir mettre en perspective vos propositions. Cela nous rend très sceptiques sur la poursuite de cette initiative.

M. Daniel Labaronne (EPR). Il y a des arguments juridiques, comme ceux de l'AMF et de la Cour de cassation, qui plaident en faveur d'un encadrement renforcé de ces opérations. Il y a aussi des arguments économiques : des entreprises en grande difficulté

peuvent avoir besoin de ce type de véhicule pour obtenir rapidement l'argent frais nécessaire à la poursuite de leurs activités.

L'amendement de réécriture, rédigé, comme j'ai cru le comprendre, avec l'aide d'éminents juristes de l'AMF, me paraît aller dans le bon sens car il consolide le dispositif initial. J'ai bien entendu ce qui a été répondu au petit souci de conformité européenne que j'avais soulevé. Je suis hostile à une suppression de ces instruments, mais on ne peut pas reprocher au texte d'aller aussi loin que possible dans leur encadrement. Cela permettra de se prémunir contre les comportements opportunistes prédateurs des *hedge funds*.

*La commission **adopte** l'amendement CF2 et l'article unique est **ainsi rédigé**.*

*En conséquence, l'amendement CF1 **tombe**.*

*L'ensemble de la proposition de loi est **ainsi adopté**.*

LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES

Autorité des marchés financiers (AMF)

- M. Sébastien Raspiller, secrétaire général
- Mme Astrid Milsan, secrétaire générale adjointe en charge de la direction des émetteurs et des affaires comptables
- M. Maxence Delorme, secrétaire général adjoint en charge de la direction des affaires juridiques
- Mme Laure Tertrais, directrice de cabinet de la présidente – conseillère parlementaire

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

- Mme Barbara Souverain-Dez, directrice des affaires juridiques
- Mme Diane Griffon, chargée de mission auprès de la conseillère parlementaire auprès du Gouverneur

Cour de cassation

- M. Vincent Vigneau, président de la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation
- Mme Fanélie Ducloz magistrate à la chambre commerciale.

Direction générale du Trésor

- Mme Sandrine Menard, sous-directrice financement des entreprises et marché financier (FINENT) au service du financement de l'économie (SFE)
- M. Anthony Gay, adjoint au chef du bureau épargne et marché financier (FINENT 1) au service du financement de l'économie (SFE)
- M. Sofien Abdallah, conseiller parlementaire et relations institutionnelles (badge)

La bourse et la vie TV

– M. Didier Testot, directeur

Me Pierre Farge, avocat à la Cour

M. Michaël Willems, ancien président-directeur général de Pharmasimple

*
* *