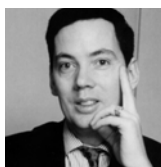


# Chronique *financière* *et boursière*



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Direction des affaires juridiques  
**BNP Paribas**



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit  
**Paris I**  
(Panthéon-Sorbonne)



**BERTRAND  
DE SAINT MARS**  
Délégué général adjoint  
**Association Française des  
Entreprises  
d'Investissement**



**JEAN-PIERRE BORNET**  
Directeur adjoint  
**Banque Fédérale  
des Banques Populaires**

## I. Actualités jurisprudentielles

### Responsabilité civile des PSI – Souscriptions – FCP “à promesses” – Dossier “Bénéfic”.

*Cass. com., 19 septembre 2006, Banque Postale. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 989.*

Après avoir constaté que le produit “Bénéfic” distribué par la Poste était un produit simple, la Cour de cassation considère que la commercialisation de ce produit, par ailleurs appuyée par une publicité qui était ni incomplète, ni trompeuse, ni inexacte, ne nécessitait pas une information complémentaire au titre d’une obligation de conseil renforcée à la charge de l’intermédiaire.

Ainsi que nous l’avons indiqué lors du dernier bouclage de cette chronique, le contentieux relatif au placement par La Poste de parts de fonds commun “à promesses”, connu sous le vocable “Bénéfic”, a connu un nouvel et important épisode<sup>1</sup>. Rappelons que le produit commercialisé n’accordait au souscripteur qu’une garantie partielle en capital. Au-delà d’une baisse de l’indice boursier actions CAC 40 de 23 %, le client n’était plus garanti et supportait directement la baisse du marché, ce qui malheureusement se produisit lors de la crise boursière du début des années 2000.

La Cour de cassation a rendu le 19 septembre cinq arrêts réformant des décisions de cours d’appel qui avaient fait droit aux demandes d’épargnants qui s’étaient estimés lésés.

Les motivations de ces arrêts si elles sont voisines et aboutissent à la même conclusion méritent notre attention. Une décision est fondée sur le texte du document publicitaire qui précisait bien qu’au-delà d’une variation de 23 %, le client supportait l’entier risque de l’évolution négative du placement. Une autre se réfère à la remise de la notice d’information qui faisait bien mention du risque lié à la baisse de l’indice boursier alors qu’une troisième décision considère que la cour d’appel a omis de préciser en quoi l’information publicitaire délivrée par La Poste aurait été incomplète, inexacte ou trompeuse.

Le communiqué qui a accompagné la publication de ces arrêts est beaucoup plus succinct. Il relève que le banquier doit respecter son devoir de mise en garde envers ses clients pour les seules opérations présentant un caractère spéculatif ce qui n’était pas le cas des produits “Bénéfic” ainsi que le précise la Cour de cassation.

Ces arrêts, éclairés par le communiqué de la Cour de cassation, présentent un très grand intérêt pour les professionnels. Deux points seront mis en exergue, l’un a trait à la définition des produits complexes, l’autre à la nature de l’information transmise au client.

La Cour de cassation tranche clairement en faveur de la position de La Poste qui considérait que ces produits étaient des produits simples et non spéculatifs, pour lesquelles elle n’était débitrice d’aucune obligation particulière d’information que ce soit au titre d’une obligation de mise en garde, de renseignement ou de conseil pour reprendre les termes utilisés par l’abondante jurisprudence existante sur cette question. Cette position doit être approuvée. Le produit “Bénéfic” était un produit qui fai-

1. Le lecteur intéressé par les différentes étapes de ce dossier aux multiples facettes se reportera à notre chronique parue dans les n°109, 107 et

104 de Banque & Droit. Cf. également : C. Cass., 19 septembre, Rec. Dalloz 2006, n° 34, note X. Delpech.

sait appel à des techniques sophistiquées de couverture et de garantie des sommes investies à l'intérieur de la fourchette des 23 % garantis. Ces techniques de couverture, proposées par les salles de marchés des banques sont indéniablement complexes. Il n'empêche pas moins que le produit proposé à la clientèle était simple : un investissement en actions partiellement garanti. La Cour de cassation, et c'est certainement là où réside le mérite principal de ces décisions, tranche en faveur d'une approche fondée sur le produit, est-il simple ou pas, et ce sans s'attarder aux techniques mises en œuvre qui peuvent être complexes. Ce point est d'importance alors que la définition des produits spéculatifs fait l'objet de discussions. Fondée sur une approche concrète et facilement compréhensible, cette définition du produit simple présente l'avantage de mettre fin à des discussions qui apprécieraient le caractère spéculatif d'un produit à partir de sa seule complexité.

Le deuxième point à retenir de ces arrêts concerne la nature de l'information remise au client. La Cour de cassation adopte en ce domaine une démarche pragmatique puisqu'elle agrège dans ses motivations la notice d'information, document légal visé à l'époque par la COB, et les documents publicitaires. Si le client a reçu la notice d'information, comme il est souvent de tradition qu'il le déclare en signant le bulletin de souscription, il est considéré comme pleinement informé. Pour autant, la Cour de cassation ne semble pas considérer que l'absence de remise de ce document légal soit en elle-même constitutive d'un manquement à l'obligation d'information du client puisqu'elle accepte une discussion basée sur l'examen des documents publicitaires. Ces documents, en eux-mêmes, possèdent en effet une fonction informative. Ils doivent éclairer objectivement le client et non simplement l'inciter à souscrire en lui présentant sous ses meilleurs atours le produit en omettant les facteurs négatifs. C'est ainsi que la Cour de cassation veille à ce que les magistrats s'interrogent, lorsqu'ils examinent les publicités financières qui leur sont soumises, sur l'information délivrée, sa qualité et apprécient en conséquence, pour reprendre les termes de la Cour de cassation, si l'information délivrée est "*incomplète, inexacte ou trompeuse*". Cette motivation est importante. Elle annonce un texte légal qui, primitivement inséré dans le projet de loi sur le développement de la participation et de l'actionnariat salarié<sup>2</sup>, devrait figurer dans le Code monétaire et financier lors de la transposition prochaine de la directive Marchés d'instruments financiers. C'est ainsi que toutes les informations, y compris les informations publicitaires relatives à des instruments financiers et diffusées quel que soit leur support, par un prestataire de services d'investissements proposant ces instruments financiers à ses clients, devront présenter un contenu "*exact, clair et non trompeur*", selon les projets en cours<sup>3</sup>. Cette obligation d'une publicité claire et non trompeuse mettra ainsi fin aux informations parfois incomplètes véhiculées, péché "par omission", qui contraignait le client à déduire de l'information publicitaire remise les risques du placement proposé.

2. Article 37 du projet initial qui n'a pas été repris lors de son examen en Commissions (projet de loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié enregistré à la présidence de l'Assemblée nationale sous le n° 3175).

Sur un autre plan, ces arrêts permettent d'appréhender concrètement les futures obligations des intermédiaires financiers. Et c'est peut-être cette question qui est à l'origine de prime abord du sentiment confus que crée la position de la Cour de la cassation en tranchant en faveur de La Poste alors que certaines cours d'appel, en se fondant sur une définition étendue de la notion de conseil, écoutaient et approuvaient les positions des clients.

Trois obligations distinctes cohabitent, alors même que les décisions et certains commentaires ont parfois tendance à les confondre. L'on recense ainsi l'obligation d'information, celle de mise en garde, et enfin celle de conseil.

L'obligation d'information consiste à informer correctement et clairement le client. Elle se traduit par la conception de documents dont le contenu doit être clair, correct (ou exact) et non trompeur. Elle est illustrée par la remise, lorsqu'ils existent des documents légaux d'information visés ou établis en fonction des règles édictées par le régulateur. Elle implique une connaissance de la compréhension du client du produit qui lui est proposé pour, en l'état actuel de notre droit, respecter l'article 321-46 du règlement général de l'AMF. Cet article précise notamment que l'information fournie est adaptée en fonction de l'évaluation de la compétence du client.

L'obligation de mise en garde est d'une autre nature. Elle consiste à faire prendre conscience au client des risques d'une opération qu'il envisage d'effectuer. Cette obligation est à l'origine de la réglementation des "*ordres inhabituels*" précisée par l'article 321-48 du règlement général de l'AMF. En présence d'ordres qui ne correspondent pas à l'activité passée du client en raison de leur volume, de leur nature ou en raison des instruments concernés, l'intermédiaire doit s'enquérir des objectifs poursuivis par le client et concrètement lui demander s'il a pleinement conscience de la situation nouvelle présentée par l'exécution d'ordres inhabituels et en conséquence lui délivrer, outre un message d'alerte, une information complémentaire.

L'obligation de conseil est distincte des deux précédentes. Elle suppose une action positive de l'intermédiaire qui, à la suite d'une analyse de la situation patrimoniale et des objectifs déclarés par son client, lui suggère, lui propose, lui conseille, un placement dont il doit lui présenter toutes les facettes. Cette obligation de conseil fait référence, à notre avis, au futur service d'investissement de conseil en investissement qui sera au terme de la transposition de la directive MIF un service d'investissement à part entière. Ce service justifiera certainement d'une action plus étendue de l'intermédiaire, notamment en termes d'arbitrage de produits financiers.

Reprendre le terme d'obligation de conseil à la charge des intermédiaires pour les autres services d'investissement n'apparaît pas pertinent car il faudrait alors distinguer, d'une part, le service d'investissement de conseil et, d'autre part, le conseil à délivrer lors de la vente de produits financiers, notamment sophistiqués, pour

3. L'on notera la qualification différente du droit français alors que la directive, en son article 19, utilise les termes d'informations "*correctes, claires et non trompeuses*".

laquelle une obligation complémentaire est due par l'intermédiaire en présence d'une clientèle néophyte. Pour ce dernier cas, l'on suggérera l'emploi des termes d'obligation de renseignement qui correspondent plus précisément à la réalité observée et aux actuelles obligations légales et réglementaires que nous venons de retracer.

Cette grille de lecture des obligations de l'intermédiaire se déclinera lors de la prochaine transposition de la directive MIF avec les obligations de connaissance du client qui comprendront plusieurs stades en fonction des services délivrés. Seuls ceux du conseil et de la gestion obligeront à une connaissance étendue de la situation du client à travers le test d'adéquation qui détaillera la situation patrimoniale du client alors que les autres services rendus en faveur des clients, à l'exception de l'exécution simple, se satisferont de la seule connaissance du couple connaissance/expérience du client, objet du test du caractère approprié.

Ces obligations seront vraisemblablement reprises dans les codes professionnels actuellement à l'étude à la suite des conclusions du rapport sur la commercialisation des produits d'épargne présenté par le président Delmas-Marsalet, codes qui pourraient également promouvoir une classification des produits fondée sur le risque afin de parachever le nouveau dispositif. Notons que l'article 19 du projet de loi en faveur des consommateurs présenté au conseil des ministres du 8 novembre comprend des dispositions visant implicitement ces codes à travers des dispositions propres à la réalisation des documents d'information relatifs à des instruments financiers.

À la fin du siècle dernier, lors de la commercialisation du produit "Bénéfic", ces réflexions n'étaient pas abouties. Aujourd'hui, l'on peut raisonnablement affirmer que le produit "Bénéfic" serait vendu avec des supports mieux adaptés, qui mettraient mieux en exergue le risque potentiel assumé par le client. Mais il n'appartenait pas à la Cour de cassation d'appliquer à la situation qui lui était soumise, un droit et une réglementation alors dans les limbes, même si le texte de ces importantes décisions s'inscrit dans le prochain dispositif légal, ce qui en renforce l'intérêt et la portée.

### **Responsabilité civile des PSI – Tenue d'un compte d'instruments financiers – Information du client – Opérations spéculatives – Connaissance et évaluation du client – Devoir de mise en garde**

*Cass. com., 4 juillet 2006, Graffeo c/ société ID Sud. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 980.*

Un banquier teneur de comptes d'instruments financiers n'est tenu quant à son obligation d'information des opérations réalisées par ses clients que de l'envoi des avis d'opéré et des états récapitulatifs. Il est toutefois responsable de l'exact contenu des informations transmises.

Pour apprécier la connaissance et la compétence de son client en matière d'opérations spéculatives, le banquier doit se situer lors de l'ouverture du compte du client.

Cette nouvelle décision de la Cour de cassation sur la responsabilité du prestataire de services d'investissements chez lequel est enregistré le compte des instruments financiers détenus par un client permet de préciser à nouveau les contours de cette responsabilité.

Les faits à l'origine du contentieux étaient classiques car souvent rencontrés. Un client, à l'issue d'opérations spéculatives infructueuses, met en jeu la responsabilité civile du banquier dans les comptes duquel il avait ouvert son compte d'instruments financiers. La traditionnelle obligation d'information et de conseil à laquelle le banquier n'aurait pas satisfait était mise en avant.

L'obligation d'information était dans un premier temps appréciée sous un angle original. Il était ainsi reproché au banquier de ne pas avoir informé son client des baisses de valeurs enregistrées. Or, la Cour de cassation, même si elle censure la décision de la cour d'appel, ne remet pas en cause l'étendue de l'information due par le banquier teneur de compte. Celle-ci se limite à l'envoi d'avis d'opéré à l'issue de chaque opération, suivi d'états récapitulatifs périodiques. Certes, la lecture de ces états établis sous une forme purement quantitative ne permet d'apprécier la situation du portefeuille et son évolution rapportée ligne par ligne au regard d'une échéance temps convenue. Seule cette information aurait vraisemblablement permis au client de prendre conscience des risques pris par ses décisions d'investissements. Mais cette obligation ne figure pas dans les textes légaux et réglementaires. En conséquence, la Cour constate que banquier n'était pas tenu d'y satisfaire. L'on notera cependant avec intérêt le motif de la cassation de la décision de la cour d'appel qui n'a pas vérifié l'exactitude des indications ponctuelles et périodiques fournies par l'établissement teneur de comptes. L'on doit en conclure que cette obligation d'information, si elle n'autorise pas une appréciation directe des risques, doit cependant être exacte. En d'autres termes, si le banquier avait transmis des informations erronées, notamment quant à la valorisation des opérations, il n'aurait pas permis au client de procéder à une analyse exacte de sa situation. L'intermédiaire aurait alors engagé directement sa responsabilité de prestataire de services d'investissements.

À la réflexion, ce point ne peut être qu'approuvé et rejoint les motivations d'une jurisprudence déjà ancienne de la Cour de cassation sur la responsabilité de l'établissement teneur de comptes. Celui-ci doit satisfaire deux obligations, la conservation des instruments financiers remis et par symétrie leur restitution, et deux devoirs, celui de la vigilance et également celui de l'information qui se cantonne à la vie intrinsèque de l'instrument et non aux évolutions de la société émettrice ainsi que l'avait précisé la Cour de cassation lors du contentieux qui avait suivi la faillite de la société Creusot-Loire<sup>4</sup>.

L'obligation d'information est ensuite analysée par rapport à la connaissance et l'expérience du client. L'on sait qu'en présence d'opérations spéculatives, le banquier teneur de comptes doit s'enquérir de l'information et de la compréhension du client des risques encourus. Cette jurisprudence constante admet que cette obligation du ban-

4. Cass. com., 9 janvier 1990, D. 1990, 173 ; JCP G. 1990, IV, 91 ; JCP G. 1990, II, 21459, note Stoufflet ; Banque 1990, p. 192, obs. J.-L. Rives-

Lange ; Bull. Joly 1990 p. 267, note Jeantin ; Rev. Soc. 1990, p. 260, note F. Grua.

quier cesse en présence d'un client déjà averti. Il revient à cette décision de la Cour de cassation de rappeler que cette obligation de connaissance du client afin de déterminer sa compétence et sa compréhension des risques induits par la passation d'instructions concernant des opérations spéculatives doit intervenir lors de l'ouverture du compte.

Cette position, ici confirmée car déjà prise par la Cour de cassation lors d'un arrêt rendu le 14 juin 2005<sup>5</sup>, s'inscrit sans aucun doute dans la perspective de la transposition prochaine de la directive Marchés d'instruments financiers et plus spécialement du test du caractère approprié auquel devront satisfaire les prestataires. Ce test auquel le banquier devra démontrer qu'il a satisfait au moment opportun pose deux séries de questions en cours de discussions, celui des modalités de son archivage et celui de son actualisation. Sur ce dernier point, l'on ne saurait se contenter en effet d'une information reçue lors de l'ouverture du compte pour satisfaire aux exigences d'information du client qui impliquent leur actualisation, ainsi que le souligne l'article 321-47 du règlement général de l'AMF. Cette actualisation pourrait soit intervenir périodiquement à l'issue de périodes prédéterminées, soit encore lorsque le client réalise une opération inhabituelle au sens de la définition de l'article 321-61 du règlement général de l'AMF, à savoir des opérations qui par leur nature, par les instruments financiers concernés ou par les montants en cause ne s'inscrivent pas dans le cadre des opérations traitées habituellement par le client.

## Responsabilité civile des prestataires de services d'investissements – Passation d'ordres de Bourse – Financement à l'aide de découverts

CA Paris, 23 juin 2006, *Sauvée c/ Société Générale*. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 551.

La banque qui, à l'aide d'autorisations de découvert, permet à son client d'acquiescer des instruments financiers, est tenue d'une obligation de mise en garde de son client contre les risques encourus par ses opérations. L'autorisation de découvert perdurant, elle est déchu de son droit aux intérêts pour ne pas avoir présenté à son client une offre préalable de crédit.

Cet arrêt de la cour d'appel de Paris est relevé car il traite, parmi d'autres, d'un point rarement discuté, celui des autorisations de découvert consenties lors de la passation des ordres de Bourse par les clients.

Au cas d'espèce, un client qui avait sans doute réalisé des opérations boursières malheureuses, reprochait à la banque d'avoir favorisé ses opérations grâce aux découverts et facilités de caisse accordées.

Le financement à crédit des opérations de Bourse des clients, indépendamment des mécanismes offerts par le

service à règlement différé, dit aussi SRD<sup>6</sup>, tend à se développer essentiellement en période de hausse des marchés. Escomptant une hausse rapide des valeurs achetées, le client se finance en utilisant des facilités de caisse consenties par son banquier, autorisations de découvert dont le coût, moindre que la plus value espérée, maximise son profit. Cet effet de levier se rencontre notamment lors des opérations de privatisations. En règle générale les cours favorables enregistrés les jours suivants les premières cotations sont à l'origine de plus values rapides qui incitent les clients à bénéficier de cet effet d'aubaine parfois financé à crédit. Cette stratégie peut s'avérer gagnante comme lors de la privatisation de l'action GDF mais également perdante ainsi que l'a démontré l'action EDF, dont le parcours boursier honorable depuis son introduction, ne doit pas faire oublier que les semaines qui ont suivi son introduction ont vu une baisse sensible de la valeur.

Au cas d'espèce, le découvert perdurant, le client a reproché à la banque de ne pas lui avoir présenté une offre préalable de crédit. Les magistrats ont suivi le plaignant sur ce point. La cour d'appel prononce la déchéance de la banque de son droit aux intérêts à percevoir au titre des découverts conformément aux dispositions de l'article L. 133 du Code de la consommation. Il s'agit là de l'application d'une jurisprudence constante de la Cour de cassation qui, en présence de découverts consentis depuis plus de trois mois, considère être en présence d'un crédit devant satisfaire au formalisme légal, protecteur des intérêts du client<sup>7</sup>.

Précisons bien que le critère qui fait basculer l'opération de découvert en une opération de crédit provient de la durée du découvert supérieur à trois mois. Car la Cour de cassation a précisé dans un arrêt rendu le 26 novembre 2002 que le seul fait que "*le compte eût fonctionné à découvert ne caractérise pas l'existence d'une convention d'ouverture de crédit distincte de celle afférente au compte courant*"<sup>8</sup>.

Le deuxième moyen a trait à l'obligation de conseil du banquier, qui, on le sait, connaît en matière de crédit d'un réel renouveau<sup>9</sup>. La cour d'appel épouse l'argumentation du client qui considérait que la banque avait commis une faute à son égard en lui consentant des autorisations de découvert et en lui octroyant des facilités de caisse. Ces dernières, qui se sont révélées disproportionnées à ses ressources, sont à l'origine d'une augmentation du solde débiteur du client. Pour condamner la banque, la Cour relève que le client n'a pas été mis en garde contre le risque qu'il encourait du fait de ses dépenses excessives.

Cette obligation de mise en garde rejoint celle de l'intermédiaire financier recevant des ordres de son client. Les obligations des prestataires de services d'investissement et des établissements de crédit à l'égard de leurs clients trouvent, à travers l'obligation de mise en garde ainsi énoncée, un point commun.

5. Cass. com. 14 juin 2005, Bull. Joly Bourse, mai-juin 2006, p. 307, obs. B. Le Bars ; Cass. com. 8 juillet 2003, Bull. Joly Bourse, sept.-oct. 2003, p. 595.

6. Art. 517-3 et s. du règlement général de l'AMF ; cf. également : J.-P. Bornet et B. de Saint Mars, "Le service de règlement livraison différé" *Revue de droit bancaire et financier* n° 1, janv.-févr. 2002, p. 46.

7. Cass. civ., 16 janvier 1996, JCP E., 1996, p. 249.

8. Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 26 novembre 2002, JCP E., 2003, 949, note R. Bonhomme ; notre chronique, *Banque & Droit* 91, p. 51.

9. N. Bourdalle et J. Lasserre Capdeville : "Le développement jurisprou-

dentiel de l'obligation de mise en garde du banquier", *Banque & Droit* n° 107 mai-juin 2006, p. 17 ; Cass. com. 12 juil. 2005, Dalloz 2005, n° 44, p. 3094, note B. Parance, *Banque* n° 673, oct. 2005, p. 94, obs. J.-L. Guillot, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, nov.-déc. 2005, p. 14, note F. Crédot et Y. Gérard ; Com. 3 mai 2006 (3 arrêts), *Lamy Droit des affaires*, sept. 2006, n° 8, p. 34, obs. D. Chemin-Bomben ; Cass. com. 20 juin 2006, JCP E., n° 36, p. 1466, note D. Legeais ; Civ. 21 févr. 2006, Dalloz 2006, n° 23, p. 1618, Note J. François ; Cass. civ. 27 juin 2006, Dalloz n° 27, p. 1887, obs. X. Delpech.

L'intermédiaire financier doit mettre en garde son client comme le banquier doit le faire lors de l'octroi de concours. Les deux obligations se confondent et deviennent uniques lorsque le banquier, collecteur d'ordres comme dans le cas ici soumis aux magistrats de la Cour de Paris, reçoit à la fois les ordres du client et en assure leur financement. L'on constate que cette obligation de mise en garde se substitue au formalisme légal de l'octroi de crédit auquel ne sont pas soumises les autorisations de découvert d'une durée inférieure à trois mois. C'est grâce à la mise en œuvre de cette obligation de mise en garde que les magistrats étendent la protection du client à des cas non visés par la réglementation. L'on doit donc en conclure que cette obligation de mise en garde échappe à tout formalisme mais que la banque doit néanmoins pouvoir en justifier. Ce point renforce l'intérêt de tenir des dossiers clients recensant et récapitulant les relations entretenues.

Si l'on ne peut qu'approuver la cohésion de cette obligation de mise en garde déclinée de manière rationnelle, l'on aurait aimé que les termes de la décision, dont nous ne possédons qu'un résumé détaillé, apprécient en premier lieu le caractère néophyte ou non du client au regard des opérations réalisées, spéculatives ou non, afin de déterminer objectivement les conditions de mise en œuvre de cette obligation de mise en garde.

### **Responsabilité civile des prestataires de services d'investissements – Couverture – Convention de compte – Liquidation des positions du client**

CA Paris, 22 juin 2006, *Stofize c/ SA CM-CIC Securities*. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 567.

Un client, investisseur averti, ne peut pas mettre en jeu la responsabilité de l'intermédiaire qui aurait omis de lui adresser une convention de compte actualisée, alors même que les opérations spéculatives qu'il démontrait sa connaissance des règles et modalités desdites opérations.

Il ne peut pas être reproché à l'intermédiaire d'avoir recouru à l'utilisation du télégramme téléphoné pour avertir son client d'un appel de couverture alors que le client ne lui avait pas communiqué d'autres moyens de transmission.

La réglementation des couvertures constitue une mine pour les clients désireux d'échapper aux conséquences fâcheuses de leurs opérations. Un client, qualifié par la décision de la cour d'appel de Paris d'investisseur averti car administrateur d'une société, fort d'une expérience de huit ans sur les marchés réglementés, avait investi d'importantes sommes en réalisant des opérations complexes et spéculatives. Ne pouvant faire suite à des appels de couverture, il contestait la liquidation de ses opérations par son intermédiaire financier alors qu'il n'avait pas été en mesure de les couvrir.

Si la situation est classique, l'argumentation développée était plus originale.

Le client reprochait ainsi à son prestataire de ne pas avoir mis à jour sa convention de compte d'instruments financiers. L'on sait en effet que l'article 8 de la décision

du Conseil des marchés financiers du 29 octobre 1999 relative aux clauses obligatoires devant figurer dans la convention de compte entre un prestataire et un client, prévoyait une information spécifique du client des nouvelles dispositions insérées dans la convention de compte d'instrument financier. Le prestataire qui n'avait pas satisfait à cette obligation se voyait reprocher cette lacune à l'origine selon l'argumentation du client, d'une information déficiente de sa part, source de son préjudice.

La cour d'appel de Paris ne fait pas droit à cette argumentation. Elle relève que ce client, à l'expérience reconvenue et avérée, avait connaissance des règles et modalités afférentes à la couverture de ses engagements en ayant par ailleurs déjà répondu à des appels de couverture. En conséquence, il ne pouvait reprocher à l'intermédiaire un quelconque manquement à son obligation d'information au titre de l'absence de mise à jour de la convention de compte.

Cette décision est intéressante car elle s'inscrit dans une approche pragmatique du droit des marchés financiers. Certes, le client n'était pas en possession d'une convention actualisée. Mais au-delà de ce critère objectif et formel, la Cour s'interroge sur le degré de connaissance de client, sur l'apport réel de la réception en temps et en heure de ce document sur sa situation. Or le client n'avait pas besoin de ce contrat à jour pour connaître la portée de ses engagements et les règles applicables comme le révèle ses nombreuses opérations. La convention de compte possède un rôle pédagogique dont les investisseurs avertis peuvent par construction être dispensés. Il en aurait été autrement pour des clients néophytes, mais l'on peut considérer, à suivre l'argumentation de la cour d'appel, que cette obligation aurait pu être satisfaite par d'autres moyens que l'envoi de la convention de comptes actualisée même si cette transmission est de nature à conforter la position de la banque. Pour appuyer la position de la cour de Paris, l'on relèvera que la décision 98-28 du CMF qui fondait l'argumentation du client, prévoyait qu'en présence d'un client professionnel, une présomption d'acceptation tacite devait s'appliquer, présomption qui s'opposait à un formalisme trop étroit, non de mise dans les relations entre professionnels.

En refusant l'argumentation purement formaliste du client, les magistrats confortent la sécurité des marchés car il faut bien reconnaître que les nombreuses modifications de la réglementation n'ont pas toujours permis aux établissements de doter l'intégralité de leurs clients de contrats à jour. C'est pourquoi, dans le cadre des prochaines mises à jour des conventions de compte que la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers rendra indispensable, il est souhaité que des modalités d'envoi inspirées des "business terms" anglo-saxons puissent être utilisées.

Le deuxième intérêt de cette décision provient des modalités de transmission de l'information au client par laquelle il lui était demandé de couvrir ses positions. L'on sait que le client, dans le délai très court d'un jour de négociation, doit immédiatement couvrir ses positions d'où l'importance des moyens de transmission utilisés<sup>10</sup>. En l'espèce, l'intermédiaire avait utilisé le télégramme téléphoné ce qui n'avait pas été jugé par le client comme suffi-

10. Article 517-12 du règlement général de l'AMF.

samment rapide. La Cour considère qu'aucune négligence fautive ne peut être reprochée à l'intermédiaire puisque le client ne lui avait pas communiqué d'autres modes de transmission (téléphone cellulaire, télécopie ou autres). Ce point que l'on approuvera, doit cependant être à l'origine pour les prestataires d'une réflexion sur l'actualisation des coordonnées de leurs clients afin d'être en mesure de les prévenir en utilisant les possibilités les plus adéquates avec l'évolution des technologies.

## Bourse en ligne – Dysfonctionnement – Responsabilité

CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 23 juin 2006, inédit, *Juris-Data* n° 308403. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 914.

Une banque est responsable des dysfonctionnements de son service de Bourse en ligne.

L'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris mérite d'être signalé, moins par la solution, qui va de soi, que par l'hypothèse dont elle a à en connaître, qui n'est pas si rare. En l'espèce, un particulier avait souscrit au service de Bourse en ligne d'une banque et s'est plaint d'une mauvaise exécution. De nombreux dysfonctionnements étaient en effet survenus, tels que l'impossibilité de passer des ordres sur les Bourses étrangères, de vendre certains titres et de passer des ordres en temps réel. De même, il semble que le service ait permis de vendre deux fois les mêmes titres, que le client n'ait jamais pu inscrire en ligne son PEA et ait reçu des informations erronées sur les relevés. Tout cela n'était pas conforme aux engagements pris par la banque dans la convention. Aussi, est-elle condamnée à indemniser le client par une évaluation du préjudice dont le document *Juris-data* ne donne pas les éléments.

## AMF – Sanctions – Société de gestion – Direction, organisation et moyens mis en place pour assurer ses missions

AMF, *Commission des sanctions*, décision du 7 sept. 2006, société Aureus Capital. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 299.

Une décision de la commission des sanctions de l'AMF rendue à l'encontre d'une société de gestion de petite taille qui n'avait pas satisfait aux obligations d'organisation et de mise en place de moyens et de contrôle satisfaisant permet à l'AMF de rappeler l'importance du principe de personnalisation des sanctions, qui prend notamment en considération l'absence de risque apparent encouru par les clients.

Cette décision de la Commission des sanctions est intéressante autant par son dispositif que par les termes du communiqué de l'AMF qui l'ont accompagnée. Aureus Capital est une société de gestion de petite taille agréée en tant que telle depuis 1990 et sans doute héritière d'une activité de gestion précédemment exercée directement par une personne physique. Comme cela est fréquemment constaté, ces petites sociétés de gestion, souvent gérées par une seule personne entretenant fréquemment des liens personnels avec ses clients, ont connu quelques difficultés pour s'adapter aux nouvelles exigences réglementaires.

C'est ainsi que la société Aureus Capital, déjà sanctionnée comme le rappelle la décision de la Commission des sanctions de l'AMF pour des faits analogues par le Conseil de discipline de la gestion financière en 2001, n'a pas satisfait à plusieurs règles déontologiques. Trois grandes infractions touchant à l'organisation de la société de gestion ont été relevées. Celle de la direction à quatre yeux qui impose l'exercice des fonctions de direction par deux dirigeants, celle de l'insuffisance du contrôle interne des opérations réalisées par la société et enfin le non-respect de la règle de l'indépendance des opérations de gestion pour compte des clients par rapport aux opérations pour compte propre réalisées pour la société. Enfin, l'AMF a constaté que la société de gestion ne l'informait pas en temps utile des modifications apportées au dossier initialement déposé auprès de ses services, ce qui ne lui permettait pas de suivre correctement les activités de la société.

Plus que l'examen des faits et des sanctions prononcées qui semblaient ne faire aucun doute, l'on s'intéressera à la motivation de la décision, relayée par le communiqué de l'AMF.

À partir du principe de la personnalisation des sanctions, l'AMF pour réduire la portée de la sanction prononcée, un blâme, prend en compte les mesures de régularisation entreprises par la société ce qui n'est pas nouveau. Elle prend également en considération "*la petite taille de la société et l'absence de risque apparent pour les investisseurs*". Ce point mérite toute notre attention car il est repris par le communiqué de presse qui précise que le principe de l'intérêt des clients avait été respecté en dépit d'une organisation non conforme à la réglementation. Cette approche est compréhensible pour les sociétés de gestion de petite taille qui doivent satisfaire à des contraintes réglementaires parfois hors de propos avec leur activité. Seule la délégation à des tiers en charge notamment du respect des règles de contrôle interne et des règles déontologiques pourrait constituer une réponse adaptée pour ces établissements, à défaut de pouvoir concevoir un corps de règles simplifiées adaptées à leur taille et à leurs activités. Il n'empêche que le pragmatisme de l'AMF en ce domaine doit être salué car en prenant en considération l'absence de risque apparent pour l'investisseur, l'AMF tend à instaurer, non pas un fait exonérateur de toute responsabilité mais un élément à l'origine d'une atténuation de la responsabilité encourue pour non-respect de la réglementation. Cette approche concrète semble directement inspirée des travaux menés par le régulateur qui entend apprécier les conséquences de son action au regard du couple coût-efficacité. Plus généralement, ce principe nous rappellera que si la réglementation favorise et accompagne le respect de la primauté des intérêts du client, il n'en demeure pas moins que le respect de ce principe essentiel ressort avant tout de l'action de chacun. Ainsi, ce principe doit être impérativement respecté même en l'absence de réglementation sur certains points et lorsque cette dernière existe et à défaut de la respecter intégralement, l'on peut cependant être en mesure de satisfaire à son objectif, la primauté des intérêts du client.

## AMF – Sanction – Information du marché

AMF, Commission des sanctions, décision du 27 avril 2006, Mines de la Lucette. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 1012 et s.

Il ne peut être reproché à un émetteur ni à son dirigeant de n'avoir pas fait état d'une perspective qui n'était, à la date du prospectus, qu'un projet hypothétique.

Le fait qu'un communiqué ait fait état de l'intention de deux actionnaires de céder au marché leurs bons de souscription et que ceux-ci aient par la suite changé d'avis n'en fait pas une information inexacte au moment où elle a été donnée. Ce changement d'intention aurait imposé une rectification, mais son défaut n'étant pas visé par la notification des griefs, ne peut être sanctionné.

Voici une décision de sanction de l'AMF d'une assez grande richesse juridique. Elle a déjà fait l'objet d'un commentaire très informé et très complet<sup>11</sup>. Elle concerne un émetteur qui a déjà donné l'occasion d'intervenir à la Commission des sanctions de l'AMF<sup>12</sup>, Les Mines de la Lucette. En l'espèce, les trois principaux actionnaires, qui détenaient ensemble plus de 95 %, avaient reçu gratuitement des bons de souscription d'actions (BSA) à l'occasion d'une augmentation de capital mais avaient fait savoir dans le prospectus qu'ils n'entendaient pas les exercer et qu'ils avaient l'intention de les céder sur le marché. Mais, peu de temps après, l'émetteur a fait savoir par un communiqué que les trois actionnaires avaient reçu des offres d'achat de leurs participations et qu'en conséquence l'actionnaire principal ne céderait plus qu'un peu moins de la moitié de ses BSA. Puis, à la veille de la clôture de la période d'exercice des bons, la société a publié un nouveau communiqué annonçant que le même actionnaire principal avait finalement décidé de céder la totalité de ses bons. Bien qu'ayant laissé annoncer dans le prospectus qu'ils avaient l'intention de céder la totalité de leurs bons, les deux autres actionnaires n'en ont cédé aucun, mais n'ont jamais fait état d'un revirement, ni la société dans ses communiqués ultérieurs. La raison de cette situation réside dans le fait qu'un investisseur avait entre-temps proposé le rachat de leurs titres aux trois actionnaires concernés et que, par conséquent, ceux-ci ont été enclins à ne plus céder leurs bons et à les exercer, mais également du fait qu'un accord sur le prix n'a été trouvé que postérieurement à la clôture de la période d'exercice des bons. L'AMF s'est émue de ce que le marché n'a pas eu connaissance de ces attermoissements et de leur raison et a ouvert une enquête sur l'évolution du cours et sur l'information financière délivrée. L'enquête sur le titre n'a pas révélé d'anomalie, mais les investigations ont montré qu'une certaine opacité avait présidé aux événements. La Commission des sanctions a été saisie, d'une part, pour information inexacte du marché par le prospectus diffusé au moment de l'émission des bons et de l'augmentation de

capital, d'autre part, pour inexactitude de l'information délivrée au marché dans les communiqués délivrés pendant la période d'exercice des bons. Dans les deux cas, les griefs sont rejetés, le premier parce que le prospectus ne pouvait pas faire état d'une perspective purement hypothétique au jour de sa publication, le second parce que les communiqués n'étaient pas inexacts en eux-mêmes mais auraient dû faire l'objet d'une rectification, ce dont ne pouvait être sanctionné l'émetteur faute pour la notification d'avoir visé ce grief particulier.

Le prospectus diffusé à l'occasion de l'émission des bons et de l'augmentation de capital était critiqué par l'AMF pour avoir annoncé que les principaux actionnaires n'avaient pas l'intention d'exercer leurs BSA et avaient décidé de les céder, alors que les choses ne s'étaient pas ainsi passées du fait de l'engagement du processus de cession de contrôle de la société. La Commission des sanctions écarte ce grief, d'une part, parce que cette information ne fait pas partie de celle exigée par la réglementation, d'autre part et surtout, parce qu'au moment du prospectus la perspective de la cession de contrôle de la société était purement hypothétique et que l'information due au marché n'a pas à faire état de ce qui n'est encore qu'une conjecture. Si, sur le deuxième point, il n'y a rien à dire, l'information du marché ne pouvant porter que sur ce qui existe ou a un début d'existence, il faut s'arrêter un peu sur le premier. En effet, la décision paraît suggérer, sans le dire expressément il est vrai, que l'éventualité d'un projet de cession de contrôle ne fait pas partie des informations réglementairement exigées de la note d'information<sup>13</sup>. Aussi, peut-on poser la question avec M. Dominique Bompoin<sup>14</sup> de savoir si l'inexactitude d'une information dont la présence dans le prospectus n'est pas imposée par les textes est répréhensible? Peut-être pas, semble-t-il, au regard de la réglementation du contenu du prospectus; c'est du moins ce que pourrait suggérer la lecture de la décision. Mais cela ne met pas l'émetteur à l'abri d'une sanction en raison de l'existence d'une "obligation balai", celle qui impose à tout émetteur de donner une information précise, exacte et sincère<sup>15</sup>. La Commission des sanctions a déjà eu l'occasion de le préciser dans une précédente décision relative au même émetteur: "*l'obligation de donner au public une information précise, exacte et sincère, vaut, quand bien même la communication de cette information ne présenterait aucun caractère obligatoire*"<sup>16</sup>. La grande imprécision de cette obligation permet d'en faire une exigence quasiment illimitée, un véritable filet attrape-tout, au point qu'on peut se demander, avec M. Dominique Bompoin, si la définition du manquement administratif répond au principe de légalité des délits et des peines qui, *mutatis mutandis*, doit s'appliquer aux sanctions administratives comme aux sanctions pénales<sup>17</sup>.

Malgré son caractère très compréhensif, le manquement à l'obligation d'informer le marché de manière exacte, précise et sincère était-il bien rempli en l'espèce? Ce n'est

11. AMF, décision de sanction du 27 avril 2006 : Bull. Joly Bourse juill.-août 2006, p. 456, note D. Bompoin.

12. AMF, décision de sanction du 29 septembre 2005 : Banque & Droit 105, janv.-févr. 2006, p. 36, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, qui a fait l'objet d'un recours en annulation rejetée par la Cour d'appel de Paris le 29 septembre 2005 (voir site AMF) ; AMF, décision de sanction du 13 décembre 2005.

13. Art. 4-1 du règlement COB n° 98-01 applicable à l'époque ; aujourd'hui, art. 211-3-1° du RG de l'AMF.

14. Note précitée.

15. Art. 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 applicable à l'époque ; aujourd'hui art. 222-2 et 632-1 du RG de l'AMF.

16. AMF, décision de sanction du 29 octobre 2005 : Banque & Droit n° 105, janv.-févr. 2006, p. 37.

17. M. Degoffe, *Droit de la sanction non-pénale*, Economica, 2000, n° 267 et s., p. 154 et s. *Droit pénal des affaires*, sous la direction de M. Delmas-Marty et G. Giudicelli-Delage, PUF, Thémis, 4<sup>e</sup> éd., 2000, p. 186.

pas ce qu'a retenu la Commission des sanctions, mais par un raisonnement qu'il convient de retracer. On rappelle que, après la diffusion du prospectus, deux communiqués avaient été publiés pendant la période d'exercice des bons, le premier pour indiquer que l'un des actionnaires n'avait plus l'intention de céder la totalité de ses bons mais seulement une partie de ceux-ci, en raison de la réception d'une offre d'achat des participations des trois actionnaires, le second pour indiquer que le même actionnaire avait finalement décidé de céder au marché la totalité de ses bons devant les lenteurs du processus de cession de ses actions, et qu'aucun des deux n'avait indiqué que les deux autres actionnaires avaient renoncé à céder leurs titres. La Commission des sanctions a d'abord admis que, s'agissant du principal actionnaire, l'information avait fidèlement reflété ses hésitations, mais qu'il n'en allait pas de même pour le changement d'intention des deux autres actionnaires. L'émetteur échappe cependant à toute sanction pour deux raisons. La première, parce que rien, dans l'enquête, n'est venu démontrer qu'il avait eu connaissance du revirement des deux autres actionnaires ; la seconde, parce que même s'il en avait eu connaissance, ce revirement n'aurait pas rendu inexacte la communication initialement faite au marché, mais imposé une rectification. Or, ce grief n'était pas visé par la saisine de la Commission des sanctions, ce qui interdisait de retenir ce manquement spécifique.

À cette occasion, la Commission des sanctions affirme que *"la caractérisation du manquement [n'était] pas subordonnée à la démonstration d'une communication intentionnellement inexacte"*, ce qui était effectivement conforme au texte de l'époque, qui visait le simple fait de communiquer des informations inexacts, imprécises ou trompeuses, sans exiger que la communication ait lieu *"sciemment"*. La démonstration d'une intention n'était exigée que pour la diffusion d'informations inexacts, ce qui ne s'appliquait qu'à l'information délivrée par une personne autre que l'émetteur, celui-ci ayant précisément l'obligation de communiquer des informations exactes, précises et sincères<sup>18</sup>. L'art. 632-1 du règlement général de l'AMF aujourd'hui applicable est ambigu car, s'il commence par distinguer les deux comme auparavant (*"Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations..."*) ajoute cependant in fine *"alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexacts ou trompeuses"*. Dès lors, il faut certainement en déduire, comme le fait l'auteur déjà cité, que le manquement de diffusion de fausses informations est devenu dans tous les cas un manquement intentionnel. Cependant, le fait qu'il suffit que la personne concernée *"aurait dû savoir"* en atténue largement la portée en pratique, même si le principe demeure.

Dernier point : les deux actionnaires qui avaient laissé annoncer leur intention de céder la totalité de leurs bons au marché et qui avaient changé de position auraient-ils pu être poursuivis ? La réponse est positive, l'obligation d'information exacte, précise et sincère visant *"toute personne"*, ce qui ne se limite pas à l'émetteur<sup>19</sup>. Encore aurait-il fallu démontrer qu'ils avaient, d'une manière ou d'une autre, donné leur consentement à l'information donnée dans le prospectus.

## AMF – Sanctions – Annulation et réformation de décisions de l'AMF pour erreur de droit et défaut d'impartialité

CE, 18 octobre 2006, Lanteri-Minet, et CE 27 octobre 2006, Parents et autres. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 113.

**S**ale temps pour l'AMF ! Coup sur coup, le Conseil d'État vient de réformer et d'annuler deux décisions de la Commission des sanctions de l'AMF. Dans le premier cas (CE 18 octobre 2006, Lanteri-Minet) la Haute juridiction administrative a considéré que doit être réformée pour erreur de droit la décision de sanction de l'AMF qui prend comme fondement pour déterminer le quantum de la sanction une disposition du code monétaire et financier une rédaction ancienne plus sévère que celle issue d'une réforme de cet article. Dans le second cas (CE 27 octobre 2006, Parent et autres), le Conseil d'État annule pour défaut d'impartialité la décision de sanction de l'AMF prise avec un membre de la Commission des sanctions qui entretenait des liens tels avec la personne poursuivie que ceux-ci faisaient obstacle à ce que cette personne participe à la délibération. Dans ce deuxième cas, il s'agit d'un motif d'annulation grave qui touche le cœur même de l'AMF dans la mesure où c'est le fonctionnement de la Commission des sanctions qui est visé. Après les annulations de sanctions prononcées en son temps par la Cour de cassation pour défaut de respect des droits de la défense, puis la découverte d'utilisation d'informations privilégiées au sein même du régulateur, voici maintenant arriver les critiques – justifiées – du Conseil d'État quant au manque d'indépendance de la Commission des sanctions.

Compte tenu de l'importance de ces deux décisions et du caractère tardif de leur publication par rapport à la rédaction de cette chronique, nous reviendrons lors du prochain numéro sur les conséquences de ces deux décisions.

## AMF – Sanctions – Principe du libre jeu des offres et des surenchères

AMF, Commission des sanctions, Partouche et Fortis Bank, 15 septembre 2006, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 781-1 et 799 et s.

Une application en Bourse au bénéfice de l'initiateur d'une offre publique n'est pas contraire au principe de libre jeu des offres et des surenchères.

**L**a question du libre jeu des offres et des surenchères est considérée comme l'un des piliers du droit des offres publiques. Rares sont les décisions de jurisprudence en la matière. Encore plus rares sont les décisions de sanctions relatives à cette notion. Compte tenu de cette rareté, il convient d'apporter toute l'attention nécessaire à la décision rendue par la Commission des sanctions de l'AMF le 15 septembre 2006 à l'égard des sociétés Partouche et Fortis Bank, ainsi que de deux personnes physiques.

En l'espèce, le 17 décembre 2001, Accor Casino lance une offre sur la Compagnie Européenne de Casinos

18. Règlement COB n° 98-07.

19. Art. 3 du règlement COB n° 98-07 applicable à l'époque ;

aujourd'hui art. 222-2 et 632-1 du RG de l'AMF.

au prix de 52 euros. Le 28 janvier 2002, la société Groupe Partouche dépose une offre concurrente à 59 euros. Le 6 février 2002, Accor Casino surenchérit à 65 euros. Le 26 février 2002, Groupe Partouche informe le CMF qu'il venait, ce jour là, par l'acquisition simultanée d'actions (via une application) et d'obligations convertibles, de porter sa participation dans le capital dilué de la Compagnie Européenne de Casinos à 54,3 %, ce qui a entraîné la mise en œuvre automatique d'une garantie de cours à 66,50 euros au terme de laquelle, Groupe Partouche a obtenu 99,51 % du capital de la Compagnie Européenne de Casinos.

Le 5 juillet 2005, la Commission spécialisée de l'AMF a décidé quatre notifications de griefs :

D'une part, pour avoir porté atteinte au libre jeu des offres et des surenchères, et ce à l'encontre de la société Groupe Partouche, et de M. André Der Krikorian, président du conseil d'administration de la Compagnie Européenne de Casinos. Et d'autre part, pour avoir manqué à leurs obligations professionnelles notamment aux règles d'appariement et l'exécution des ordres à l'encontre de la société Fortis Bank et de M. Arnaud Bricout en sa qualité de préposé de la société de Bourse Fortis Securities.

Seul le cas de la société Partouche nous intéresse ici en ce qu'il traite du principe de libre jeu des offres et des surenchères. La question était donc de déterminer dans quelle mesure une application en Bourse peut être considérée comme portant atteinte à ce principe. On se souvient que ce principe a été défini par la jurisprudence dans l'affaire OCP lorsque la Cour a estimé qu'il y avait atteinte à ce principe lorsque le dispositif mis en place confère à l'un des initiateurs "un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique [...] empêchant a priori toute possibilité d'égalité dans la compétition"<sup>20</sup>. C'est donc l'obstruction ex ante par l'initiateur qui conditionne l'atteinte à ce principe.

Selon la direction des enquêtes de l'AMF, l'usage de cette technique, qui laissait supposer l'existence d'un accord entre les parties non communiqué au marché en violation de la réglementation, aurait porté atteinte à ce principe en empêchant l'autre initiateur de l'offre de s'interposer sur le marché et d'acquérir les titres cédés, faisant ainsi perdre au marché la chance d'une nouvelle surenchère. La Commission des sanctions rejette cette analyse. En premier lieu, la Commission relève que Partouche n'a pu prendre le contrôle de la Compagnie européenne de Casinos que par des acquisitions réalisées auprès de divers vendeurs et non du seul fait d'un accord préalable avec certains d'entre eux. Mais, comme le souligne le communiqué de presse publié par l'AMF<sup>21</sup>, "c'est surtout par les principes dont elle fait application que cette décision mérite de retenir l'attention". La Commission des sanctions rappelle, en effet, "que le recours à une application en période d'offre n'était interdit par aucun texte, que l'opération avait été exécutée sur le marché". Dès lors qu'ainsi la réglementation n'avait pas été méconnue, la rapidité de l'opération ne constituait pas en soit – alors même qu'elle avait empêché toute surenchère

pertinente de la part d'Accor Casino – une atteinte au libre jeu des offres et des surenchères. Applicable au moment des faits, l'article 4 du règlement COB n° 89-03 précisait les conditions dans lesquelles les "accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue" doivent être notifiés. Or, les accords visés ici désignaient essentiellement les conventions conclues formellement, et en particulier les engagements de présentation ou à l'inverse les interdictions de présentation à une offre publique des titres à une offre. Il ne semble pas que cette disposition ait visé la décision de vente elle-même. Or, en l'espèce, l'"accord" passé entre Partouche et les cédants se confondait avec la cession mais ne préexistait pas à celle-ci. Il n'y avait donc pas un avantage déterminant par avance le succès de l'opération. Mieux, l'accord n'était pas préalable. Or, l'on sait que la jurisprudence estime que seul un accord préalable permettant l'octroi pour l'un des compétiteurs d'un avantage décisif et déterminant sur l'issue de l'offre porte atteinte au principe d'égalité entre les compétiteurs<sup>22</sup>. Sans même faire appel au principe de loyauté dans la compétition<sup>23</sup>, principe qui dérive du libre jeu des offres et des surenchères, il convient en la matière d'en rester à une lecture stricte, téléologique, des textes : L'application en Bourse n'est pas contraire au principe de libre jeu des offres et des surenchères. C'est en ce sens que la Commission des sanctions a motivé sa décision en considérant que "si la rapidité de réalisation de l'opération qui a mené à sa victoire a permis au groupe Partouche d'empêcher toute surenchère pertinente et a ainsi privé le marché de toute opportunité de vente à un prix supérieur à 66,50 euros, il reste que tous les détenteurs d'actions de la société visée ont pu vendre à ce prix, qui est supérieur de 2,30 % à celui qui leur était jusqu'à présent proposé par son concurrent, en application de la règle de la surenchère automatique".

### Infractions boursières – Préjudice subis par les actionnaires minoritaires – Admissibilité de l'action (oui)

TGI Paris, 12 septembre 2006, Sidel, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 1008-2.

Des actionnaires regroupés en partie civile peuvent demander réparation du préjudice subi par eux à la suite d'infractions commises par les dirigeants de la société.

À l'heure où le gouvernement vient de déposer un projet de loi comportant des dispositions introduisant en France les actions de groupe ouverte aux associations de consommateurs agréées au plan national et dont l'objet concerne la réparation des préjudices matériels des consommateurs – d'un montant inférieur à un seuil qui sera fixé par décret, dont le niveau pourrait être de 2 000 euros – nés d'un manquement d'un professionnel à ses obligations contractuelles, la décision du tribunal de grande instance de Paris dans l'affaire Sidel a déjà fait couler beaucoup d'encre. Le tribunal reconnaît en effet la recevabilité d'une

20. CA Paris, 27 avril 1993, Mutuelles du Mans c/ Société OCP, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 397, note P. Le Cannu.

21. La publication d'un communiqué souligne l'importance de la décision.

22. CA Paris, 27 octobre 1993 Balland c/ Comité d'entreprise de la Sucrerie Raffinerie de Châlons-sur-saône, Bull. Joly bourse 1993, p. 749.

23. Principe qui a été défini de façon apophatique par la jurisprudence : "la déloyauté s'entend comme une entrave au libre jeu des offres et des surenchères, par le recours à des manœuvres ou moyens détournés mis en œuvre dans des conditions illicites, occultes ou frauduleuses", CA Paris, 17 juin 1999, Paribas et Société Générale c/ BNP, RTD Com. 1999, p. 710 et Banque & Droit n° 68, nov.-déc. 1999, note Th. Bonneau.

action de masse dans le cadre de poursuites des chefs de présentation de comptes inexacts, de diffusion d'informations inexacts et mensongères et enfin, d'initié. En l'espèce, l'ADAM et l'APPAC ont organisé la défense des parties civiles en mentionnant pour chacune d'entre elles le nombre d'actions dont elles sont titulaires, les dates d'achat et de revente des titres et le montant du préjudice subi. La démarche était audacieuse dans la mesure où la Cour de cassation juge traditionnellement que *"la dépréciation des titres d'une société découlant des agissements délictueux de ses dirigeants constitue non pas un dommage propre à chaque associé mais un préjudice subi par la société elle-même"*<sup>24</sup>. La 11<sup>e</sup> chambre correctionnelle a donc choisi de rompre avec cette position de la Cour de cassation, laquelle résulte d'une lecture stricte des dispositions de l'article 2 du Code de procédure pénal. Cet obstacle contourné (!)<sup>25</sup>, il ne restait plus au TGI, au visa de l'article 1384 du Code civil qu'à indemniser les actionnaires du préjudice *"résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées"* au motif que *"leur liberté de choix a été faussée et qu'un préjudice direct leur a été causé"*. En conséquence de quoi, les actionnaires minoritaires parties civiles à l'instance se voient dédommages du préjudice subi. À cet égard, le tribunal relève que le seul fait d'avoir vendu des titres à un prix inférieur à leur prix d'achat n'établit pas en soi le préjudice, même en présence d'infractions, dans la mesure où *"les cours des actions cotées en Bourse présente, en soi, un caractère spéculatif. La notion de risque est une donnée devant être prise en compte par l'investisseur. Le tribunal doit apprécier le préjudice en fonction des troubles réellement subis et causés par les infractions relevées"*. De la même manière, s'agissant du préjudice causé par la commission des délits d'initiés, le TGI considère que le nombre d'actions en cause vendues par les dirigeants est insusceptible d'avoir eu la moindre incidence sur l'évolution des cours et que les demandes doivent être rejetées.

Au final que penser de cette discision totalement atypique ? Tout d'abord, l'on peut considérer que le TGI cherche à forcer la main à la Cour de cassation au moment où le contexte politique semble le plus favorable, le projet de loi sur les actions de groupe étant soutenus par presque toute la classe politique. Au fond, le jugement a le mérite de poser des questions très pertinentes au législateur. La première a trait au champ d'application de la future action de groupe de l'article L. 423-1 nouveau du Code de la consommation. Selon le projet de loi déposé, l'action devrait avoir pour *"origine commune l'inexécution ou la mauvaise exécution par un même professionnel des obligations contractuelles nées d'un même type de contrat afférent à une vente de produits ou à une prestation de services"*. Si

24. En matière d'abus de biens sociaux, cf. Cass. Crim. 13 décembre 2000, Bull. Joly 2001, p. 497, note J.-F. Barbieri ; cf. également Cass. Crim. 18 septembre 2002, Bull. Joly 2003, p. 63, note J.-F. Barbieri.

25. Le jugement prend le contre-pied de la jurisprudence de la cour de Cassation en énonçant que *"les actionnaires minoritaires détiennent un droit à agir prévu par les articles 2 et suivants du Code de procédure pénale qui leur permet de demander réparation du préjudice direct résultant de la commission d'infractions causées par les dirigeants de la société dont ils détenaient une part et qui ont intentionnellement abusé des prérogatives qu'ils détenaient alors que la société faisait appel public à l'épargne"*.

26. K. Bougartchev et D. Lutran, "La Lettre du contentieux pénal et commercial", Gide Loyrette Nouel, sept.- oct. 2006, n° 4.

cette rédaction ne semble pas viser les relations entre les actionnaires et la société comme au cas d'espèce, elle semble ne laisser aucun doute sur la vente de titres par un PSI. La seconde interrogation concerne l'évaluation du préjudice en matière boursière et le lien de causalité entre la faute et le dommage allégué. Plus fondamentalement, il a été souligné que si cette jurisprudence du TGI était reçue par la Cour de cassation en revirement de sa propre position, ceci conduirait à l'étendre à toute infraction, l'article 2 du Code de procédure pénale ne distinguant pas celles-ci, et notamment au cas d'abus de biens sociaux<sup>26</sup>.

## II. Actualités réglementaires

### Règlement général AMF – Offres publiques – Garantie de cours – Retrait obligatoire – Expertise indépendante – Franchissements de seuils – Investisseurs qualifiés – Opérations des dirigeants

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 736 et s.<sup>27</sup>

Le règlement général de l'AMF vient d'être modifié afin d'adapter le dispositif des offres publiques en suite de la loi du 31 mars 2006 dont l'objet premier était de transposer la directive OPA du 21 avril 2004 et d'introduire un dispositif d'information du public en cas de rumeur sur un projet éventuel d'OPA. Mais cette modification a aussi été l'occasion pour, d'une part, fusionner les procédures de recevabilité et de visa héritées respectivement du CMF et de la COB en une simple "déclaration de conformité" et, d'autre part, introduire le régime de l'expertise indépendante conformément aux préconisations du rapport Naulot. Enfin, des modifications concernant les franchissements de seuils et les opérations de dirigeants ont été apportées tandis qu'étaient posées les modalités d'inscription et de radiation du fichier des investisseurs qualifiés.

Le 28 septembre 2006 a été publiée au JO une importante modification des livres II et III du règlement général de l'AMF. Pour l'essentiel, cette modification fait suite à l'adoption de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 visant à transposer les dispositions de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition<sup>28</sup>, fruit d'un compromis politique que l'on sait avoir été difficile<sup>29</sup>. Dans le cadre de la présente chronique, s'il n'est pas envisageable de faire une présentation exhaustive et détaillée du nouveau dispositif, il semble en revanche utile d'en présenter les principaux points d'articulation.

27. Voir aussi les commentaires publiés dans la présente chronique sur la loi du 3 mars 2006 et les références citées à cette occasion, Banque & Droit n° 107, mai-juin 2006.

28. Sur les principales caractéristiques de la loi du 31 mars 2006, on se référera à l'étude de Jean Moulin "La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la directive OPA du 21 avril 2004", JCP E, n° 17, 27 avril 2006. Mais on lira aussi les rapports publiés au sein des deux assemblées à l'occasion de la discussion parlementaire du projet de loi : Rapport de M. Marini, Sénat, n° 20, 13 oct. 2005 et Rapport de M. Novelli, n° 2750, 13 déc. 2005.

29. Pas moins quinze ans ont été nécessaires à l'adoption d'un texte qui a laissé ouvertes aux Etats membres tant d'options que certains ont pu douter de la réalité de l'harmonisation opérée (cf. Rapport Marini *ibid.*, p. 9 et s.).

## 1. Généralités concernant les offres

Préparées au sein d'un groupe de travail réunissant divers professionnels, les propositions de modification des dispositions du règlement général relatives aux OPA ont fait l'objet d'une consultation publique entre le 25 avril et 16 juin 2006. La synthèse des réponses apportées à la consultation a été publiée le 21 juillet 2006 par l'AMF. Le texte a été adopté par le Collège de l'AMF à la fin du mois de juillet et homologué par arrêté du ministre de l'économie le 18 septembre. Les dispositions du règlement général sont complétées par une instruction d'application<sup>30</sup>. Globalement, la nouvelle architecture du règlement général reste très proche de celle existant antérieurement.

On évoquera d'abord, mais seulement pour mémoire, certains aspects du dispositif qui n'ont pas connu de modification d'une nature qui nécessite d'être retracée ici. Ainsi, en est-il du calendrier de l'offre<sup>31</sup> (RG AMF, art. 231-31 à 231-35), du contrôle des opérations d'offre publique (RG AMF, art. 231-38 à 231-41), des procédures de garantie de cours (RG AMF, art. 235-1 à 235-4), des offres de retrait (RG AMF, art. 236-1 à 236-7), des offres portant sur des titres de créance ne donnant pas accès au capital (RG AMF, art. 238-1 à 238-11).

En second lieu, l'attention sera attirée sur certaines modifications, à l'étendue certes limitée, mais qui caractérisent le nouveau dispositif. Cela concerne tout d'abord, les conditions dans lesquelles les sociétés cibles faisant l'objet d'une première admission simultanée sur plusieurs marchés ont la possibilité de choisir l'AMF comme autorité compétente pour le contrôle des offres d'achat ou d'échange : ce choix relève d'une déclaration<sup>32</sup> effectuée auprès de l'AMF, au plus tard le premier jour d'admission de leurs titres, et mise en ligne sur le site de l'Autorité (RG AMF, art. 217-1). Sera également signalée, dans un contexte où les conditions de mise en œuvre des procédures normale et simplifiée sont globalement inchangées (RG AMF, art. 232-1 à 233-6), l'automatisme de la réouverture de la procédure d'offre lorsque l'offre initiale connaît une suite positive (RG AMF, art. 232-4).

Sur un autre plan, si le dispositif des offres obligatoires est peu modifié, on relèvera toutefois les dispositions concernant la fixation du prix, d'ailleurs largement encadrée par la loi<sup>33</sup>. D'une part, l'AMF peut en effet demander ou autoriser une modification du prix en cas de changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres : événements influençant de manière significative la valeur des titres, situation de difficulté financière avérée, prix déterminé par rapport une transaction qui comporte d'autres éléments connexes. D'autre part, en cas d'absence de transaction pendant la période de douze mois servant de référence au calcul du prix, celui-ci est alors déterminé en fonction des "*critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres*" (RG AMF, art. 234-6).

En matière d'obligations pesant sur les acteurs de l'offre, on observera que les communications à caractère promotionnel, "*quels que soient leur forme et leur mode de diffusion*", doivent être communiquées à l'AMF préalablement à leur diffusion (RG AMF, art. 231-36). Les éléments que doivent comporter ces communications sont précisés : elles ne doivent notamment pas être "*susceptibles de jeter le discrédit sur l'initiateur de l'offre ou la société visée par l'offre*". Est par ailleurs supprimée, puisque désormais traitée au niveau de la loi (C. com., art. L. 233-32), l'obligation précédemment faite aux dirigeants d'aviser l'AMF lorsqu'ils décident d'accomplir des actes ne relevant pas de la gestion courante ou qui n'ont pas été expressément autorisés par l'assemblée générale réunie pendant l'offre.

Par ailleurs, en termes de suspension de droits lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre, on soulignera les seuils de capital ou de droits de vote de la société cible fixés par le règlement général. Il faut ainsi que l'initiateur en détienne plus des deux tiers pour que soit suspendue la limitation statutaire du nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées (RG AMF, art. 231-43). Ce niveau, mais sous réserve que les statuts l'aient prévue, est de plus de la moitié pour la suspension, tant des restrictions (conventionnelles ou statutaires) à l'exercice des droits de vote (RG AMF, art. 231-44), que des droits extraordinaires de nomination ou révocation des administrateurs et dirigeants à l'occasion de cette même assemblée (RG AMF, art. 231-45).

## 2. Information des actionnaires et du public

Le régime de l'information donnée aux actionnaires et au public sur l'offre est assez sensiblement modifié, en ligne avec la directive. Parmi les principales nouveautés qui méritent d'être signalées, on relèvera que le projet de note d'information doit désormais être rendu public dès le début de la période d'offre<sup>34</sup> (RG AMF, art. 231-16), c'est-à-dire dès que l'AMF publie les principales dispositions du projet d'offre (RG AMF, art. 231-14), et non plus après l'obtention du visa. Tout est fait pour que cette publication soit aussi large que possible<sup>35</sup>, y compris le recours à Internet. Dans ce cadre, le projet de note ainsi que le communiqué de l'initiateur, dont le principe a été maintenu bien que la directive ne l'ait pas prévu, doivent être assortis d'un avertissement précisant que l'offre et le projet de note restent soumis à l'examen de l'AMF (RG AMF, art. 231-16, IV).

En termes de contenu, le projet de note d'information ne comprend plus désormais les caractéristiques de l'initiateur, notamment comptables et financières, qui ne sont donc ainsi plus soumises au visa préalable de l'AMF (RG AMF, art. 231-18). Il ne comprend plus non plus d'attestation des contrôleurs légaux. La note d'information, soubassement de la procédure de reconnaissance mutuelle prévue par la directive, voit ainsi son contenu assez étroitement aligné sur celui déterminé par la directive (art. 6-3), même si quelques diffé-

30. Instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.

31. Hors situations toutefois où un expert indépendant doit être nommé.

32. Suivant le modèle précisé par instruction.

33. Au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert, sur une période de douze mois précédant le dépôt de l'offre.

34. Ce qui a notamment pour conséquence d'entraîner la suppression de l'obligation antérieure de communication du projet de note d'informa-

tion à la cible le jour du dépôt, comme d'ailleurs ultérieurement la communication de la note visée.

35. Consultation directe et envoi sur demande doivent être effectués par l'initiateur, les établissements présentateurs et, le cas échéant, la cible et les organismes assurant le service financier de ses titres ; communiqué par l'initiateur. Par ailleurs, tant le projet de note d'information que le projet de note en réponse doivent être adressés en version électronique à l'AMF aux fins de mise en ligne sur son site.

rences de rédaction subsistent. Cet alignement, qui n'est pas le gage d'une clarté absolue<sup>36</sup>, n'est toutefois pas parfait : l'AMF n'a ainsi pas jugé utile de reprendre la disposition de la directive concernant les conditions d'indemnisation des droits qui se trouveraient supprimés en application de la règle relative à la neutralisation des restrictions, au motif, semble-t-il, que cette disposition n'aurait pas à s'appliquer en droit français. Or, si la loi limite effectivement les possibilités de mise en place de telles restrictions, elle ne les supprime pas pour autant totalement. De ce fait, la question de l'indemnisation des détenteurs de droits qui peuvent être supprimés dans le cadre d'une offre, peut toujours être amenée à se poser. Quelles conséquences tirer alors de cette non reprise ? La réponse reste à ce stade ambiguë. Nul doute qu'une clarification devra avoir lieu notamment au regard de la situation des sociétés de droit étranger pour lesquelles l'AMF serait l'autorité compétente. Il sera par ailleurs noté que "l'avis motivé" des organes dirigeants de l'initiateur sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences qu'elle présente pour l'initiateur, ses actionnaires et ses salariés continue à figurer dans le projet de note d'information alors que la directive laissait la possibilité d'une publication distincte (RG AMF, art. 231-18, 7°). Par ailleurs, alors que la directive ne le prévoit pas, la note d'information doit comporter une attestation des établissements présentateurs sur "l'exactitude des informations relatives à la présentation de l'offre et aux éléments d'appréciation du prix ou de la parité proposés" (RG AMF, art. 231-19, 10°).

Le projet de note en réponse est également modifié dans des conditions similaires : ne sont notamment plus exigées la présentation de la société cible et l'attestation des commissaires aux comptes (RG AMF, art. 231-19). Dans les situations où il est requis, le rapport de l'expert indépendant doit bien sûr figurer dans la note. Cependant, mais à condition que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur, certaines des informations qu'il contient peuvent être omises si leur publication risque de porter atteinte aux "intérêts légitimes" de la société cible. Par ailleurs, conformément à la directive, le projet de note en réponse devra mentionner, si elles sont disponibles et divergentes de l'avis de l'organe dirigeant, les observations des représentants du personnel (RG AMF, art. 231-19, 5°).

Les allègements apportés à la note d'information et à la note en réponse par rapport à la situation antérieure doivent toutefois être relativisés dans la mesure où des "informations complémentaires", non prévues par la directive, doivent être fournies à l'AMF (RG AMF, art. 231-28). Ces informations, précisées par l'instruction et mises à la disposition du public au plus tard le jour de l'ouverture de l'offre dans les mêmes conditions que la note d'information et la note en réponse, concernent les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de l'initiateur et de la société cible. Doivent également être déposés auprès de l'AMF, les rapports des contrôleurs légaux des comptes de l'initiateur et de la société visée. Dans ce cadre des attestations similaires à celles prévues à l'ancien article 231-21 du règlement général sont exigées. Si l'AMF constate une

"omission ou une inexactitude significative" dans le contenu de ces informations<sup>37</sup>, elle en informe, selon le cas, l'initiateur ou la société visée qui doivent alors déposer auprès de l'AMF les rectifications apportées (RG AMF, art. 231-29). Ces rectifications sont mises à la disposition du public, dans les meilleurs délais, dans les mêmes conditions que la note d'information et la note en réponse. L'AMF a alors la possibilité de reporter la date de clôture de l'offre pour que les détenteurs de titres disposent au minimum de cinq jours de négociation pour se prononcer après la publication de l'information manquante (RG AMF, art. 231-30).

### 3. Examen du projet d'offre par l'AMF

Les procédures de recevabilité et de visa, héritées de la séparation des compétences entre le Conseil des marchés financiers et la Commission des opérations de Bourse, sont fusionnées au sein d'une procédure d'appréciation de "la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables" (RG AMF, art. 231-20, I), qui emporte visa de la note d'information<sup>38</sup>. Cette simplification est bienvenue : elle n'avait pas été possible dans le cadre de la mise en place du règlement général de l'AMF, issu de la fusion des textes COB et CMF.

L'appréciation est menée au regard de divers éléments précisés par le règlement général (RG AMF, art. 231-21). On observera que l'AMF ne se prononce plus la parité ou le prix d'échange en tant que tel, sauf dans les cas où la nomination d'un expert indépendant est requise. En ce cas, l'appréciation est réalisée au regard du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé de l'organe dirigeant de la société cible. Toutefois, dans la mesure où l'AMF doit apprécier l'information généralement donnée dans le projet de note d'information, il est probable qu'une attention particulière sera portée à celle qui concerne les conditions financières de l'offre. En tout état de cause, lorsque des dispositions spécifiques sont prévues s'agissant du prix ou de la parité (OPAS, retrait obligatoire, offre obligatoires, etc.) l'AMF en vérifie l'application (RG AMF, art. 231-22). Est également supprimée la possibilité pour l'AMF d'assortir son visa d'un avertissement et de prévoir que les publicités doivent, à la demande de l'AMF, comporter un avertissement. Il sera noté que, comme précédemment le refus de visa, la déclaration de conformité doit être motivée (RG AMF, art. 231-23).

Le projet de note en réponse doit être déposé au plus tard le cinquième jour de négociation suivant la publication de la déclaration de conformité. Toutefois lorsqu'un expert indépendant est requis, le projet de note en réponse devra être déposé au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre (RG AMF, art. 231-26).

Lorsqu'un document d'offre a été approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat européen, l'initiateur et la société cibles n'ont pas à établir une note d'information et une note en réponse (RG AMF, art. 231-25). Il est toutefois alors nécessaire que leur demande soit accompagnée d'une copie du document d'offre, traduit en français. Cette copie est publiée dans les mêmes conditions que les notes d'information et note en réponse.

36. La pratique aura ainsi sans doute à préciser la nature des "contrats conclus entre l'initiateur et les détenteurs de titres de la société visée à la suite de l'offre ainsi que les juridictions compétentes", pour lesquels le droit applicable doit être mentionné (RG AMF, art. 231-18, 5°).

37. C'est-à-dire "susceptible de fausser manifestement l'appréciation par

l'investisseur de l'opération envisagée".

38. Comme antérieurement, le délai d'examen dont dispose l'AMF est de 5 jours de négociation, sous réserve des informations complémentaires qu'elle peut demander et qui en suspendent le cours (RG AMF, art. 231-20, II et III).

#### 4. Contestation de l'équivalence des mesures défensives

Sont précisées les règles qui s'appliquent lorsque les pouvoirs des dirigeants ne sont pas neutralisés à raison de la constatation que l'initiateur<sup>39</sup> ou l'une des entités qui le contrôlent n'applique pas les mêmes dispositions ou des mesures équivalentes, l'AMF étant habilitée à se prononcer sur les contestations qui peuvent alors naître (C. com., art. L. 233-33). "Toute personne" a ainsi, aux termes du règlement général, la possibilité de contester cette équivalence (RG AMF, art. 231-42). Il lui appartient à cet effet de transmettre simultanément à l'AMF et à la société cible les moyens et documents sur lesquels elle fonde sa contestation. La société cible dispose alors d'un délai de dix jours de négociation pour faire part à l'AMF de ses observations. Cette dernière se prononce dans un délai de cinq jours de négociation à compter de la réponse de la société cible. L'AMF peut toujours demander des justifications et informations complémentaires, ce qui a pour effet de suspendre le délai. La décision de l'AMF est publique (RG AMF, art. 231-42).

#### 5. Retrait obligatoire

Conformément à la loi, le retrait obligatoire peut désormais être attaché à toute offre dès lors qu'à l'issue de celle-ci, les titres encore détenus par les minoritaires ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote (RG AMF, art. 237-14). Il appartient à l'initiateur, lors du dépôt du projet d'offre, d'indiquer à l'AMF s'il se réserve la faculté de demander la mise en œuvre du retrait obligatoire une fois l'offre terminée et en fonction de son résultat (RG AMF, art. 237-15).

L'examen de la conformité du projet de retrait obligatoire s'effectue dans les conditions générales, sauf dans deux cas et à condition que le retrait obligatoire comporte le règlement en numéraire proposé lors de la dernière offre (RG AMF, art. 237-16). D'une part, quand le retrait obligatoire fait suite à une offre publique entrant dans le cadre de la procédure normale. D'autre part, quand le retrait obligatoire fait suite à une offre publique pour laquelle l'AMF a disposé d'une évaluation "effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité" et du rapport d'un expert indépendant.

La mise en œuvre du retrait obligatoire donne lieu, par les personnes concernées, à l'établissement d'un projet de note d'information, qui ne comprend toutefois pas la description des intentions de l'initiateur pour les douze mois à venir. Des informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société cible, précisées par instruction, doivent également être fournies. Lorsque l'AMF n'a pas à se prononcer sur la conformité du retrait obligatoire, l'initiateur informe l'AMF de son intention de le mettre en œuvre. L'AMF en publie la date. L'initiateur doit par ailleurs publier un com-

munié. La déclaration de conformité ou, si elle n'est pas obligatoire, l'information concernant la mise en œuvre du retrait doit donner lieu à publication d'un avis informant le public dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la société (RG AMF, art. 237-17).

#### 6. Restrictions à l'exercice des droits de vote ou au transfert des titres

L'article L. 233-40 du Code de commerce renvoie au règlement général de l'AMF la détermination des conditions et modalités selon lesquelles les sociétés qui prévoient dans leur statut l'inopposabilité des restrictions statutaires et conventionnelles en période d'offre ou à l'issue d'une offre doivent en informer l'AMF. Cette information doit avoir lieu dès la modification des statuts par transmission desdites modifications aux fins de mise en ligne sur le site de l'AMF (RG AMF, art. 222-21).

Sont soumises à ces dispositions, les sociétés dont actions sont admises sur un marché réglementé lorsque leur siège est situé en France ou lorsque, leur siège étant dans un autre État membre, leurs titres sont cotés sur un marché réglementé français.

#### 7. Gestion des rumeurs

Le dispositif sur les déclarations d'intention est inséré, par ajout d'une nouvelle section, au sein du chapitre relatif à l'information permanente. Le fait générateur de l'obligation déclarative résulte d'une demande formée par l'AMF lorsqu'elle a des "motifs raisonnables"<sup>40</sup> de supposer que des personnes préparent une offre publique d'acquisition<sup>41</sup> (RG AMF, art. 222-22) Ces personnes sont alors tenues d'informer, dans un délai fixé par elle, le public de leurs intentions, par voie de communiqué "soumis préalablement à l'appréciation de l'AMF".

En cas de déclaration d'intention de déposer un projet d'offre, l'AMF fixe la date à laquelle les personnes concernées doivent publier un communiqué portant sur les caractéristiques du projet d'offre<sup>42</sup> ou, selon le cas, déposer un projet d'offre (RG AMF, art. 222-23). Dès publication de cette déclaration, les dispositions relatives aux interventions sur le marché des titres concernés par l'offre par l'initiateur, la société visée, les établissements conseils et présentateurs sont applicables (RG AMF, art. 222-24). Il en va de même des dispositions relatives aux obligations de vigilance dont doivent faire preuve les dirigeants.

Si aucune offre n'est déposée ou aucune information délivrée dans le délai fixé, les personnes concernées sont réputées ne pas avoir l'intention de déposer une offre: elles ont alors l'interdiction de déposer une offre pendant six mois, "sauf si elles justifient de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, y compris l'émetteur lui-même" (RG AMF, art. 222-25). Cela signifie notamment que ces personnes ne peuvent se placer dans une situation les obligeant à déposer un projet d'offre. Pour assurer le suivi de cette obligation, elles sont tenues de déclarer tout accroisse-

39. Ou l'un d'entre eux s'ils sont plusieurs.

40. En particulier "lorsque le marché des instruments financiers d'un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles".

41. Il en est ainsi, notamment, en cas de discussions entre les émetteurs concernés ou de désignation de conseils, en vue de la préparation d'une

offre publique

42. Notamment, conditions financières du projet d'offre, accords pouvant avoir une incidence sur sa réalisation, participation détenue dans l'émetteur concerné, éventuelles conditions préalables au dépôt du projet d'offre et calendrier envisagé

ment de leur participation, calculé en capital ou aux droits de vote, d'au moins 2 %, et d'indiquer les objectifs qu'elles ont l'intention de poursuivre jusqu'à l'échéance de ce délai.

## 8. Expertise indépendante

Les recommandations issues du rapport du groupe de travail sur l'expertise indépendante et l'évaluation financière, présidé par Jean-Michel Naulot, membre du Collège de l'AMF sont mises en œuvre. Un nouveau titre VI est ainsi inséré dans le livre II du règlement général de l'Autorité pour prévoir les cas dans lesquels un expert indépendant doit être désigné ainsi que les règles d'élaboration du rapport et de l'attestation d'équité qui doivent être délivrés au marché. Toutes les recommandations du rapport, et notamment celles relatives aux conditions d'exercice de la fonction d'expert indépendant, ne sont toutefois pas mises en œuvre : il a en effet été jugé utile de mener une réflexion complémentaire pour vérifier la possibilité de les introduire dans le règlement général sans base législative. Le dispositif est complété par une instruction<sup>43</sup> et diverses recommandations<sup>44</sup>.

La société cible doit désigner un expert indépendant dès lors que "l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts" au sein de ses organes dirigeants, "de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé" qu'ils doivent donner sur l'opération ou "de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs de ses titres" (RG AMF, art. 261-1). Un certain nombre de situations devant entraîner la nomination d'un expert indépendant sont énoncées<sup>45</sup>. Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut toujours désigner un expert indépendant qui applique alors les dispositions du règlement général (RG AMF, art. 261-3).

L'expert indépendant ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec les parties à l'offre (RG AMF, art. 261-4). L'instruction AMF précise de façon non exhaustive, les cas dans lesquels l'expert indépendant est considéré en situation de conflit d'intérêts, notamment il ne doit pas intervenir de manière répétée avec le ou les mêmes établissements présentateurs ou au sein du même groupe lorsque la fréquence de ces interventions est susceptible d'affecter son indépendance. L'expert doit fournir une attestation en ce sens<sup>46</sup>.

L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par l'instruction de l'AMF (RG AMF, art. 262-1). Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Il doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport : ce délai, qui est "fonction de la complexité de

*l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition*", ne peut être inférieur à quinze jours de négociation.

Des associations professionnelles d'experts indépendants peuvent être mises en place et reconnues, à leur demande, par l'AMF (RG AMF, art. 263-1). Le dispositif mis en place présente de nombreuses similitudes avec celui que l'on connaît déjà en ce qui concerne les conseillers en instruments financiers. Notamment, l'association professionnelle doit disposer d'un "code de déontologie qui définit les principes fondamentaux que doivent respecter ses membres"<sup>47</sup> (RG AMF, art. 263-2). Le règlement général fixe par ailleurs la procédure de reconnaissance applicable, les modalités de retrait de celle-ci, l'information qui doit être communiquée à l'AMF.

## 9. Franchissements de seuils

Le règlement général apporte des précisions utiles quant aux modalités de calcul des franchissements de seuils prévus par le code de commerce. Il est ainsi prévu que ne sont pas assimilées aux actions ou droits de vote possédés par la personne tenue à l'information les actions détenues dans un portefeuille géré par un PSI dans le cadre de son activité de gestion pour compte de tiers, à la condition que le prestataire ne puisse exercer les droits de vote que s'il a reçu des instructions de son mandant ou s'il garantit que l'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers exercée indépendamment de toute autre activité (RG AMF, art. 222-12-1).

De même, les obligations d'information prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce ne s'appliquent pas notamment aux actions acquises aux seules fins de la compensation, du règlement ou de la livraison d'instruments financiers, à celles détenues par un PSI dans son portefeuille de négociation (RG AMF, art. 222-12-2-1). De la même manière, ces obligations d'information ne s'appliquent pas aux teneurs de marché à condition qu'ils n'interviennent pas dans la gestion de l'émetteur et n'exercent aucune influence (RG AMF, art. 222-12-2-II).

## 10. Divers

Le règlement général fixe les conditions dans lesquelles l'AMF tient le fichier dans lequel les investisseurs qualifiés doivent être inscrits<sup>48</sup>. L'article 211-2-1 nouveau précise donc la procédure d'inscription et de radiation sur ce fichier qui ne sera pas consultable par les tiers. Ce dispositif est complété par une instruction<sup>49</sup>.

Par ailleurs, l'article 222-14 est modifié pour supprimer l'exigence de transmission à l'AMF de l'avis d'opéré afférent à l'opération déclarée par le dirigeant d'une société cotée<sup>50</sup>.

justifie dans sa déclaration.

47. En termes de principes d'indépendance des experts, de compétence et de moyens dont ils doivent disposer, de règles de confidentialité auxquelles ils sont soumis, de procédures d'acceptation et de réalisation d'une mission d'expertise, de contrôle qualité des travaux des experts membres de l'association, de "sanctions éventuelles" en cas de manquement.

48. En application du décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 concernant la liste des investisseurs qualifiés de droit et les critères permettant, sur option, d'accéder à ce statut.

49. Instruction AMF n° 2006-06 comprenant les formulaires types d'inscription et de radiation dans le fichier des investisseurs qualifiés.

50. L'instruction n° 2006-05 du 3 février 2005 et la position publiée par l'AMF le 22 mars 2006 sont modifiées en conséquence.

43. Instruction AMF n° 2006-08 qui précise les exigences d'indépendance de l'expert ainsi que le contenu de son rapport.

44. Recommandations relatives au rôle du conseil d'administration ou de surveillance dans la désignation et le suivi des travaux de l'expert et à la mise en œuvre d'une approche multicritères dans le cadre d'une expertise indépendante.

45. Mise en œuvre d'un retrait obligatoire (sauf cas où l'AMF n'a pas à se prononcer sur la conformité de l'opération), augmentations de capital réservées avec une décote supérieure à la décote maximale autorisée...

46. Absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les acteurs de l'offre, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement. Lorsqu'il existe une situation créant un risque de conflit d'intérêts mais dont l'expert estime qu'elle n'est pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement, il le mentionne et le

## Conseillers en investissements financiers – Doctrine AMF

L'AMF a publié le 22 septembre 2006 une série de questions-réponses qui apportent d'intéressantes précisions sur le régime des conseillers en investissements financiers "CIF".

Parmi les points évoqués, l'on notera plus spécialement celui relatif au conseil en épargne salariale. Le conseil, apporté aux entreprises souhaitant mettre en place un dispositif d'épargne salariale au profit de leurs salariés n'est pas assimilable à une activité de CIF alors même que dans le cadre de ce service, le conseil peut porter sur la sélection de la gamme d'OPCVM dans lesquels les salariés pourront placer leurs avoirs. En revanche, le conseil délivré aux salariés pour les aider à faire leur choix entre les différentes options de placement entre dans le champ de la réglementation des CIF, voire selon les cas du démarchage financier.

En ce qui concerne les filiales de groupes bancaires spécialisées en conseil en fusion acquisition, l'AMF précise que ces sociétés, dès lors qu'elles ne relèvent pas d'un autre statut réglementé (établissement de crédit ou entreprise d'investissement) et qu'elles ont pour activité le conseil en investissements financiers sont soumises au statut des CIF. Ce point est d'importance car il concerne un certain nombre de sociétés spécialisées qui gravitent dans l'orbite des groupes bancaires.

Enfin, l'AMF rappelle que l'activité de conseil en investissements financiers n'inclut pas celle de gestion de portefeuille d'instruments financiers pour le compte de particuliers qui nécessite, lorsqu'elle est réalisée, à titre de profession habituelle, l'obtention préalable d'un agrément en qualité de prestataire de services d'investissement. ■

**AVIS AUX LECTEURS** Les articles publiés par la revue Banque & Droit n'expriment que le point de vue de leurs auteurs respectifs. Le contenu de ces articles n'engage pas la revue Banque ou la FBF qui n'entendent pas prendre position à leur égard.

**COMITÉ DE RÉDACTION :** **Thierry Bonneau**, Université Panthéon Assas (Paris II) ; **Gérard Gardella**, Société Générale ; **Jean-Louis Guillot**, BNP Paribas ; **Nicolas Molfessis**, Université Panthéon Assas (Paris II) ; **Hubert de Vauplane**, BNP Paribas.

### **BANQUE & DROIT** *Une publication de la Revue Banque – 18 rue La Fayette, 75009 Paris.*

■ Fondateur : François de Juvigny. ■ Adresse Internet : [www.revue-banque.fr](http://www.revue-banque.fr) – Fax : 01 48 24 12 97.

■ **DIRECTEUR DE LA PUBLICATION** Valérie Ohannessian.

■ **RÉDACTION** Rédacteur en chef : Elisabeth Coulomb.

Secrétariat de rédaction : 1<sup>er</sup> secrétaire de rédaction : Charlotte Poupon (01 48 00 54 16) ; Christine Hauvette (01 48 00 54 10).

■ **MAQUETTE** 1<sup>er</sup> maquettiste : Emmanuel Gonzalez, Alexandra Démétriadis.

■ **COMITÉ DE LECTURE** MM. Thierry Bonneau, Alain Cerles, Gérard Gardella, Jean-Louis Guillot, Jean-Pierre Mattout, Michel Storck, Gérard Wissing.

■ **ABONNEMENTS** ABOCOM, 26 boulevard Paul Vaillant-Couturier 94851 Ivry-sur-Seine Cedex

Tél. : 01 49 60 06 61, Fax : 01 49 60 10 55, e-mail : [revuebanque@abocom.fr](mailto:revuebanque@abocom.fr)

■ **ASSISTANTE ADMINISTRATIVE ET COMMERCIALE** Virginie Baillard (01 48 00 54 54).

■ **PUBLICITÉ GÉNÉRALE** Isabelle Conroux (01 48 00 54 20)

CPPAP – N° 0609 T 84972, Imprimé à Pulnoy (54) par SPEI, Dépôt légal 4<sup>e</sup> trimestre 2006.

© BANQUE & DROIT 2006

La reproduction totale ou partielle des articles publiés dans Banque & Droit, sans accord écrit de la Société Revue Banque Sarl, est interdite conformément à la loi du 11 mars 1957 sur la propriété littéraire et artistique.