

# Chronique *financière* *et boursière*



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



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit, **Paris I**

## I. Actualité jurisprudentielle

### Ordres de Bourse “en rafale” entrés dans le carnet d’ordre central – Intention d’infléchir la décision de la contrepartie (non) – Manipulation de cours (non)

AMF, 26 janvier 2006, SPGP. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 1055 s.

En l’absence d’éléments suffisamment probants quant à l’intention du trader d’induire sa contrepartie en erreur, il ne peut être reproché à ce dernier une manipulation de cours lors de l’entrée dans le carnet d’ordre central d’une quantité importante d’ordres de Bourse en sens contraire de ceux de sa contrepartie.

Les interventions sur le carnet d’ordres pour influencer sur le cours de Bourse d’un titre peuvent constituer une manipulation de cours. Mais l’intention d’induire autrui en erreur était-elle nécessaire pour établir le manquement ? En l’espèce, à la suite du comportement d’un membre du marché dont les interventions ont eu pour conséquence de resserrer la fourchette du carnet d’ordres central dans les minutes qui précédaient la négociation d’un bloc de titres, les services de l’AMF ont considéré qu’un PSI et l’un de ses employés avaient effectué une manipulation de cours. Il était reproché à la société et à son vendeur d’avoir, au cours d’une négociation avec une contrepartie tendant à l’acquisition auprès d’elle d’un volume significatif d’actions Camaïeu et April Group, manipulé le cours de ces titres en faisant émettre sur le carnet d’ordres central des ordres de vente en rafale visant

à infléchir la décision de la contrepartie à la vente en l’encourageant à céder les actions à un prix plus bas. La technique est connue et ancienne. Il s’agit de créer un semblant de volume et d’activité sur le cours d’un titre afin de le faire évoluer dans le sens désiré. Selon la liquidité du titre, l’opération de manipulation est plus ou moins complexe et l’influence sur le cours plus ou moins longue. En l’espèce, seul était recherché un effet très momentané sur le cours, le temps de convaincre le vendeur du bloc de l’intérêt du prix d’achat proposé.

Après avoir rappelé sa jurisprudence aux termes de laquelle le nouveau texte de l’article 631-1 du règlement général AMF, tout en abrogeant le règlement COB précité, a eu pour effet de maintenir la matérialité du manquement objet des griefs dans la mesure où “il en reprend le contenu dans des dispositions qui, si elles sont différentes dans la forme, restent pour l’essentiel équivalente au fond”, la commission constate que l’incrimination prévue par l’article 631-1 § 1 a) du règlement général AMF<sup>1</sup> étant plus sévère que celle définie à l’article 3 du règlement COB n° 90-04<sup>2</sup> en vigueur au moment des faits reprochés aux personnes en cause, elle en déduit que c’est sur la base de ce dernier règlement que les faits devront être analysés. Cette précision est importante dans la mesure où elle écarte les prescriptions de la directive abus de marché et ses mesures de transposition en droit interne. Or, l’on sait que la directive de la Commission 2003/124/CE du 22 décembre 2003 prise en application de la directive 2003/6/CE relative aux abus de marché prévoit toute une série d’exemples susceptibles de constituer des manipulations de marché, sans qu’ils constituent en eux-mêmes un abus de marché. Il en est ainsi notamment de la situation “dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées sont concentrés sur un bref

1. L’art. 631-1 du RG AMF prohibe notamment : “le fait d’effectuer des opérations ou d’émettre des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l’offre, la demande ou le cours

de l’instrument financier”.

2. L’article 3 du règlement COB 90-04 interdisait “les ordres transmis sur le marché ayant pour objet [...] d’induire autrui en erreur”.

*laps de temps durant la séance de négociation et entraînent une variation de cours qui est ensuite inversée*<sup>3</sup>. Tel est manifestement le cas en l'espèce. Le règlement COB 90-04 exigeait pour sa part, pour que soit établi le manquement, que l'objet des ordres de Bourse soit d'induire autrui en erreur, alors que le texte communautaire tout comme le nouveau règlement général AMF sanctionne le seul fait d'effectuer des opérations manipulatrices. Tout est dans cette différence d'intention. En l'espèce, la Commission des sanctions précise que *"s'il importe peu, du point de vue de la caractérisation du manquement, que ces ordres aient porté sur des quantités non significatives, qu'ils aient entraîné une variation de cours relativement faible et un profit financier [peu significatif], qu'ils n'aient pas été retirés, même après la transaction sur le bloc [...] et qu'ils aient été exécutés de sorte qu'ils ne revêtaient un caractère fictif"*, la preuve n'est cependant pas rapportée *"que l'émission des ordres de ventes ait eu pour objet d'induire en erreur [...] la contrepartie qui avait entamé la négociation d'un bloc de ces actions"*. Pour appuyer ses dires, la Commission des sanctions relève que si l'émission des ordres de vente a eu pour effet de faire décaler à la baisse le haut de la fourchette, un tel décalage ayant constitué un inversement de la tendance dans l'évolution du cours du titre, et qu'il est *"troublant"* que ces ordres de vente aient été émis juste après la proposition d'un bloc, rien ne laisse cependant supposer, notamment dans les conversations téléphoniques entre les parties, que le vendeur du bloc ait été incité à croire que l'offre de titres inverserait durablement la tendance haussière du cours de la journée et qu'il ait en conséquence été conduit à vendre plus rapidement ses titres à un prix inférieur à ce qu'il pouvait en espérer. C'est donc au motif que *"l'influence de l'évolution de la fourchette sur la décision du vendeur n'est pas démontrée"* que le PSI et son préposé ne sont pas sanctionnés. Avec la nouvelle rédaction du règlement général AMF, c'est une double modification qui intervient en pareille espèce. Il n'est tout d'abord plus nécessaire d'établir un lien entre les faits et l'objet des ordres (*"induire en erreur"*), mais surtout, les exemples donnés dans la directive d'application de niveau 2, s'ils ne posent pas en droit une présomption de manipulation de marché à l'encontre des intermédiaires qui procéderaient à des tels agissements, conduisent en fait les intermédiaires à garder les éléments de preuve du caractère non manipulatif de leurs interventions s'ils sont amenés à devoir répondre de leurs agissements auprès de l'AMF.

### **Interdiction d'exercice à titre définitif prononcée à l'encontre des anciens dirigeants et de la société – Gravité des griefs (oui).**

CE, 28 décembre 2005, *Fournier*; CE, 28 décembre 2005, *Société Financière Rembrandt*; CE, 28 décembre 2005, *Vernes*. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., n° 1016 s.

Doit être confirmée l'interdiction d'exercice à titre définitif de l'activité de gestion pour compte de tiers à l'encontre de la société et de ses dirigeants qui ont gravement méconnu l'intérêt de leurs clients en procédant à des investissements massifs dans une société dans laquelle le président était aussi administrateur, situation caractérisant un conflit d'intérêts.

Très rares sont les décisions de sanction administrative d'interdiction d'exercice d'activité à titre définitif. Celles-ci constituent sans nul doute pour une personne physique sanctionnée un *"accident grave de la vie"* dans la mesure où elle aura généralement du mal à se reconvertir dans une nouvelle activité professionnelle et verra sa situation financière, sociale, et parfois même familiale bouleversée. Quant aux personnes morales frappées d'une telle sanction, il s'agit pour elles d'une *"mort économique"*. Il convient donc de porter toute l'attention nécessaire aux trois sanctions prononcées par l'AMF dans la même affaire Financière Rembrandt et examinées par le Conseil d'État.

Sur le fond, la COB reprochait à la société de gestion Financière Rembrandt, son président et son directeur général, à la suite d'investissements massifs pour le compte des clients dans une société en difficulté dont un administrateur était également le président de la société de gestion Financière Rembrandt, d'avoir manqué à leur obligation de gestion dans l'intérêt exclusif de leurs mandants et s'être trouvés en situation de conflits d'intérêts. Suite à son instruction, la COB avait prononcé le 12 février 2002 une interdiction définitive d'exercice d'activité de gestion pour compte de tiers, tant à l'encontre de la société Financière Rembrandt, que de son président et son directeur général. Le Conseil d'État confirme en tout point la décision de la Commission.

Ainsi, alors que les requérants estimaient ne pas être au courant des difficultés financières de la société dans laquelle les investissements avaient été effectués compte tenu des documents comptables dont ils disposaient qui, selon eux, ne faisaient pas état de difficultés financières graves, le juge administratif voit dans l'importance de ces investissements *"une gestion imprudente"*. Il est aussi reproché aux requérants d'avoir appliqué une politique de gestion conduisant à systématiquement dépasser les ratios réglementaires de division des risques, ratios justement destinés à protéger les investisseurs. Pire, les refus répétés du gérant de répondre à certains éclaircissements demandés par la COB sont justifiés par l'intéressé par un *"écart entre son appréciation personnelle sur la qualification de l'activité de la société financière et celle portée par la Commission"*! Et pour leur défense, les requérants font état de l'impossibilité à produire certains documents, ceux-ci ayant été détruits! Comme si tout ceci n'était pas suffisant, le conseil d'État relève que la société Financière Rembrandt a exercé des activités en libre prestation de services sans les déclarer à la Commission, en donc sans autorisation.

Face à un tel cumul d'infractions, la seule issue possible pour les requérants résidait dans des arguments de procédure, notamment quant au non-respect de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme (CEDH) et son article 6 § 1 qui crée un droit à un *"procès équitable"*, ce qui signifie que toute personne *"a droit à ce que sa cause soit entendue équitablement, publiquement et dans un délai raisonnable, par un tribunal indépendant et impartial, établi par la loi"*. L'argument du non-respect de la CEDH, utilisé presque systématiquement comme moyen de défense des personnes sanctionnées par une autorité administrative indépendante, semble toutefois de plus en plus usé, bien qu'il constitue parfois la

3. Art. 4 (e) de la directive 2003/124/CE.

seule planche de salut face à une situation difficilement défendable. Après avoir été utilisé – parfois avec succès – devant les juridictions judiciaires avant la réforme opérée par la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 qui a transféré au Conseil d'État une partie des attributions précédemment dévolues à la Cour de cassation en matière de contentieux des sanctions administratives, l'argument l'a été depuis lors devant le conseil d'État. Rappelons que dès avant cette loi ce dernier avait considéré que la CEDH s'appliquait bien au CMF<sup>4</sup> et au conseil de discipline de la gestion financière<sup>5</sup>. Il a transposé récemment sa jurisprudence au cas de l'AMF en considérant que quand la Commission des sanctions de l'AMF "est saisie d'agissements pouvant donner aux sanctions prévues à l'art. L. 621-15 du Code monétaire et financier, la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers doit être regardée comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale au sens de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales"<sup>6</sup>. Il ne lui restait plus qu'à se prononcer formellement sur l'application de la CEDH à la COB (la sanction prononcée l'ayant été au cas présent par la COB), ce qu'il fait en l'espèce. Cette soumission à la CEDH n'est toutefois pas totale. On sait en effet que la COB tout comme la commission des sanctions de l'AMF ne sont soumises qu'aux principes essentiels de la CEDH, en particulier à celui du tribunal impartial et à celui du caractère équitable de la procédure<sup>7</sup>. La Cour EDH et, après elle, les plus hautes juridictions françaises ont, en effet, admis qu'un organisme non juridictionnel qui prononce des sanctions administratives n'est pas pleinement soumis à tous les principes processuels européens pourvu que ses décisions soient susceptibles d'un recours devant une juridiction de plein exercice.

Cette question de principe rappelée, restait à examiner celle relative au caractère non public de la séance de prononcé de la sanction et savoir si cette procédure est constitutive d'une atteinte aux droits de la défense et caractériserait un non-respect des garanties prévues à l'article 6 § 1 de la CEDH. L'argument est écarté au motif que "l'existence d'un recours de plein contentieux devant le conseil d'État à l'encontre des décisions prises par la COB en matière disciplinaire qui assure le respect des garanties prévues à l'article 6 § 1 de [la CEDH]" suffit à écarter la critique. Dans une précédente décision relative celle-ci à l'AMF, le Conseil d'État avait déjà fait état d'un tel argument en estimant que "compte tenu du fait que sa décision peut faire l'objet d'un recours de pleine juridiction devant le Conseil d'État, la circonstance que la procédure suivie devant elle ne serait pas en tous points conforme aux prescriptions de l'art. 6, §1, de la Convention européenne n'est pas de nature à entraîner dans tous les cas une méconnaissance du droit à un procès équitable"<sup>8</sup>.

Un deuxième argument invoqué tient à la participation supposée du rapporteur au délibéré. On sait qu'il s'agit là d'un argument touchant au principe fondamental

d'impartialité, lequel doit être respecté par toute juridiction au sens fonctionnel donnée à cette expression par la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme, ce qu'a rappelé la Haute juridiction administrative dans une précédente affaire<sup>9</sup> où le président de la section de la Commission des sanctions qui avait pris la décision attaquée avait antérieurement, en tant que président du Conseil de discipline de la gestion financière, notifié aux intéressés les griefs retenus à leur encontre. Le Conseil d'État avait alors estimé que le principe d'impartialité était en cause mais que, pour autant, celui-ci n'avait pas été malmené. La Haute juridiction paraissait en déduire que n'ayant pas pris partie, ni directement ni indirectement, au stade du lancement des poursuites, le président de la Commission des sanctions avait conservé son libre arbitre lors du délibéré. C'est du moins ce que l'on a pu induire implicitement de la décision, sur ce point conforme à la jurisprudence<sup>10</sup>. Au cas présent, le conseil d'État estime que le moyen présenté par les requérants manque en fait, ce qui coupe court à toute discussion ! En définitive, l'ensemble des arguments de fond et de procédure est rejeté par le Conseil d'État dans une décision qui, si elle n'innove pas sur les aspects processuel, constitue une étape importante dans la sévérité des sanctions prononcées par le régulateur boursier.

### Sanction administrative – Sursis à exécution – Urgence (non)

CE, ord. référés 9 mars 2006, *Next up* et C. E, ord. référés 9 mars 2006, *Parent*. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., n° 1070, p. 955.

La seule circonstance qu'un commandement de payer ait été émis à l'encontre de la personne sanctionnée par l'AMF pour obtenir paiement de la sanction pécuniaire prononcée par l'AMF n'est pas de nature à créer une situation d'urgence permettant un sursis à exécution.

Saisi dans le cadre d'une même affaire, le Conseil d'État, agissant en sa qualité de juge des référés, est sollicité pour suspendre deux décisions prononcées par l'AMF, la première à l'encontre de la société Next up (anciennement Etna Finance), société en liquidation sanctionnée par l'AMF à un blâme assorti d'une sanction pécuniaire de 150 000 euros, et la seconde à l'encontre de M. Éric Parent, lui aussi condamné par l'AMF à un blâme ainsi que l'interdiction d'exercer le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers pour une durée de trois ans et une amende de 70 000 euros. Les motifs avancés dans les deux cas sont presque identiques : il y aurait urgence à prononcer une telle suspension dès lors qu'aucun intérêt ne s'attache à ce que la condamnation pécuniaire soit exécutée avant l'intervention du jugement au fond de cette affaire et que la situation financière des intéressés sanctionnés ne leur permettrait pas de s'acquitter des sommes mises à leur charge. De façon complémentaire, mais sans apporter le moindre élé-

4. CE, Ass., 3 décembre 1999, Didier, Lebon, p. 399

5. CE, 31 mars 2004, Etna Finance, à paraître au Lebon.

6. CE, 4 février 2005, n° 269001, Soc. GSD Gestions et Gautier : Banque & Droit, n° 101, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

7. CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> sous-sections réunies, 23 mars 2005, n° 267811, ADAM : Banque & Droit n° 102, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

8. CE, 4 février 2005, n° 269001, Soc. GSD Gestions et Gautier :

Banque & Droit, n° 101, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre

9. CE, 4 février 2005, n° 269001, Soc. GSD Gestions et Gautier : Banque & Droit, n° 101, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre

10. CE, 3 décembre 1999, aff. Didier : JCP éd. G, 2000, II, 10267, note F. Sudre ; Banque & droit, janvier-février 2000, p. 53, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

ment corroborant ces allégations, les demandeurs estiment que les décisions contestées seraient entachées de multiples vices de procédure et qu'elles seraient insuffisamment motivées tout comme elles méconnaîtraient le principe *non bis idem*. Ces arguments auraient pu prospérer. On sait que dans le passé récent le Conseil d'État a admis un tel suris en application du Code de justice administrative selon lequel quand une décision administrative, même de rejet, fait l'objet d'une requête en annulation, le juge des référés peut ordonner la suspension de l'exécution de cette décision lorsque l'urgence le justifie et qu'il est fait état d'un moyen propre à créer, en l'état de l'instruction, un doute sérieux quant à la légalité de la décision. Tel est le cas lorsque la sanction pécuniaire infligée au requérant ne résulte pas d'un texte légalement appliqué<sup>11</sup>; ou lorsque l'appréciation d'une pièce du dossier a procédé d'une dénaturation<sup>12</sup>; ou enfin lorsque l'un des griefs retenus par la décision n'avait pas été mentionné par la notification<sup>13</sup>. Une telle suspension, comme on le sait, n'est prononcée que si le moyen invoqué est manifestement fondé<sup>14</sup>. Cependant, tel n'était pas le cas dans les deux dossiers soumis au juge administratif des référés. Le conseil d'État constate d'abord que pour soutenir que la condition d'urgence exigée par l'article L. 521-1 du Code de justice administrative est remplie, le liquidateur de la société Next Up se borne à faire valoir que l'AMF aurait décidé de faire procéder à l'exécution de la sanction sans produire aucun commencement de preuve à l'appui de cette affirmation. Quant à la personne physique condamnée, le Conseil d'État rappelle que *"la seule circonstance qu'un commandement de payer, premier acte de la procédure de poursuite, ait été émis récemment à son encontre pour avoir paiement de la sanction pécuniaire prononcée par l'AMF [...] n'est pas de nature à créer une situation d'urgence au regard de cette dernière décision"*. En définitive, *"aucun de ces arguments avancés par le requérant ne permet de considérer que la condition d'urgence est satisfaite"*. Les deux décisions prononcées par le Conseil d'État doivent être approuvées en tout point.

### **Octroi d'un prêt par la société au dirigeant – Inexactitudes des caractéristiques du prêt dans les états financiers – Information fautive et trompeuse (oui) – Responsabilité de la société, du dirigeant et des commissaires aux comptes (oui)**

AMF, 10 novembre 2005, *Gemplus et autres*. Voir aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, 3<sup>e</sup> éd., n° 1050 s.

Est constitutif d'un manquement à l'information du marché le fait pour une société, son dirigeant et ses commissaires aux comptes de ne pas avoir correctement mentionné dans les états financiers les caractéristiques d'un prêt octroyé par une filiale de la société au dirigeant en indiquant, contrairement à la réalité, que ce prêt personnel servant à acquérir des actions de la société était grevé d'un nantissement sur lesdites actions.

11. CE, ord. réf, 11 février 2005, n° 276376, Barre : Banque & Droit n° 101, note H.de Vauplane et J.-J. Daigre

12. CE, ord. réf, 12 mai 2005, n° 279011, Zerbib : Banque & Droit n° 101, note H.de Vauplane et J.-J. Daigre

13. CE, ord. réf, 12 mai 2005, n° 279011, Zerbib : Banque & Droit n° 101, note H.de Vauplane et J.-J. Daigre

La société Gemplus est connue pour être (ou avoir été) le leader mondial des cartes à puces. Cette réussite technologique s'est accompagnée d'un désastre financier, social et humain. Minée par de nombreux conflits internes entre actionnaires (et en particulier le fond Texas Pacific Group) et le dirigeant d'origine (M. Lassus), la société n'a eu de cesse depuis son introduction en Bourse en décembre 2000 de connaître des problèmes. La sanction prononcée par l'AMF à son encontre, son ancien dirigeant et son commissaire aux comptes illustre cette situation. Ces conflits ont abouti à l'éviction du président en décembre 2001. En l'espace de moins de un an, la société a eu trois présidents du conseil d'administration et trois directeurs généraux. Devant l'évolution de ces résultats, en 2001, elle publia quatre avertissements sur résultats. C'est dans ce contexte que la COB a décidé d'ouvrir une enquête sur l'information financière délivrée par la société entre 2001 et 2002. Les résultats de cette enquête ont permis, notamment, de mettre en évidence un problème dans l'information et le traitement comptable de deux prêts accordés par une filiale de la société Gemplus à son président et son directeur général pour leur permettre de souscrire des actions représentant pour chacun 4 % du capital de la société. L'attention des enquêteurs a porté sur l'information délivrée sur le nantissement des titres acquis par le président, présenté au public comme servant à garantir le remboursement de ces prêts alors qu'un tel nantissement n'a jamais eu lieu. Outre l'ancien président et directeur général, plusieurs autres personnes faisaient l'objet d'une notification de griefs par l'AMF, notamment le nouveau directeur général, mis hors de cause par la commission des sanctions.

La présente affaire retient l'attention en ce qu'elle met sous les projecteurs les pratiques de rémunération des dirigeants d'entreprises innovantes (manquant souvent de compétence en matière de réglementation boursière) dont une partie importante de la rémunération tient dans la participation au capital. Sur le fond, on ne saurait reprocher à un dirigeant d'investir son épargne et sa fortune dans la société qu'il dirige. Ce sont là les fondements mêmes du capitalisme d'entreprise, au point d'en constituer des bons principes de gouvernance. Il n'est pas plus critiquable qu'un entrepreneur se fasse consentir un prêt lui permettant d'acquérir lesdites actions, prêt dont le montant des intérêts vient en déduction de sa rémunération. Il est peut-être plus choquant à première vue que ces prêts soient considérés "sans recours", c'est-à-dire sans prise de sûreté sur les actions comme sur tout autre actif de l'emprunteur, et même parfois (souvent) sans intérêt, ou plus exactement avec des intérêts minimes payables in fine. Mais il s'agit là d'une pratique de marché bien établie dans le monde du *private equity* et du capital investissement. Si l'on peut s'interroger sur le sens d'une telle pratique en se demandant s'il est normal de ne faire peser quasiment aucun risque financier sur le dirigeant et d'en reporter les conséquences sur le seul prêteur (dans la

14. Notons que dans une précédente affaire le conseil d'Etat, s'agissant du retrait d'agrément d'une société de gestion de portefeuille, avait rejeté la demande de suspension de la décision pour absence de moyen de nature à créer un doute sérieux quant à la légalité de la décision : CE, Ethys, 26 juin 2003, cité par Y. Aguila, conclusions du commissaire du gouvernement dans la décision du 17 novembre 2004 : Bull. Joly Bourse 2005, § 6, p. 57.

mesure où en cas valorisation positive de la société, seul le dirigeant participe à cette plus-value, alors que dans le cas contraire, c'est l'emprunteur qui supporte le risque de non-remboursement de l'emprunt), il s'agit là d'une question de moral des affaires et non de droit. Ce n'est donc pas sur ce terrain que l'AMF porte ses critiques mais sur celui de l'information financière. Il est reproché à l'ancien dirigeant, en sa qualité de président du conseil d'administration et signataire des documents financiers, à la société et son commissaire aux comptes d'avoir indiqué dans le prospectus d'introduction et le document de référence que les prêts litigieux étaient assortis de sûretés alors qu'à ce moment là il n'existait aucun nantissement sur les titres de M. Lassus. Compte tenu de l'importance des montants des prêts considérés, représentant 16 % des capitaux propres consolidés du groupe, cette inexactitude concernant l'existence d'une garantie constitue pour la Commission des sanctions une fausse information au marché. Le dirigeant est condamné à une lourde sanction pécuniaire (400 000 euros) au motif qu'en tant que signataire des documents d'information il avait sciemment délivré au marché une information d'importance toute particulière "qu'il savait gravement erronée". Cette attitude est d'autant plus critiquable que, comme le souligne l'AMF, "c'est à raison de cette absence de sûreté grevant des titres acquis à l'aide de ce prêt qu'il a pu en disposer librement par la suite sans qu'apparemment rien n'ait été encore à ce jour remboursé de ces sommes [...]". C'est en tenant compte de cet élément que l'AMF a infligé une "sanction proportionnée à la volonté de tromper délibérément le marché". Cette indication de proportionnalité vis-à-vis d'un dirigeant compte tenu de l'importance de la faute comme un facteur aggravant de la sanction est mentionnée pour la première fois à notre connaissance. La société est sanctionnée pour sa part de manière plus lourde encore (600 000 euros) mais avec les mêmes motifs que son ancien dirigeant, du fait que "le grief reproché à M. Lassus s'applique également à la société [Gemplus]". Notons toutefois que la Commission des sanctions écarte plusieurs griefs avancés lors de l'enquête à l'encontre de la société, notamment celui tenant au défaut de provisionnement du risque de non-remboursement du prêt consenti à M. Lassus. Il a été considéré que l'existence au moment de l'arrêté des comptes d'un accord passé entre le président et la société destiné à mettre fin aux difficultés justifiait l'absence de provision dans la mesure où "aucun élément nouveau permettant de considérer que [cet] accord ne serait pas exécuté".

Si elle retient la responsabilité de l'ancien dirigeant et de la société, l'AMF n'en reste pas là et prononce une sanction à l'encontre tant de la société de commissaire aux comptes que de la personne physique associée de ce cabinet. À cet égard, après avoir rappelé sa jurisprudence relative aux commissaires aux comptes<sup>15</sup> aux termes de laquelle l'article L. 625-15-II du Code monétaire et financier vise bien "toute personne" comme auteur de pratiques sanction-

nées à l'article L. 621-14 du même Code, l'AMF estime que tant la personne morale que la personne physique à titre personnel en tant qu'associé au sein du cabinet PWC France ont engagé leur responsabilité comme signataires de l'attestation des auditeurs indépendants dans le prospectus d'introduction de Gemplus ainsi que des rapports d'audit intégrés dans le document de référence. En certifiant des comptes inexacts, les commissaires aux comptes d'une société cotés portent atteinte à la confiance du marché et conséquemment préjudice aux actionnaires, justifiant le prononcé d'une sanction pécuniaire à leur encontre par l'AMF. Tel n'aurait pas été le cas si la convention n'avait pas été portée à la connaissance des commissaires aux comptes<sup>16</sup>. Mais l'argument du strict respect des règles et normes comptables professionnelles n'est pas suffisant en matière boursière pour obtenir, contrairement en matière civile et ce même en présence d'erreurs d'appréciation avérées, une exonération de responsabilité. En l'espèce, il ne peut être soutenu que la certification des auditeurs indépendants porte uniquement sur les comptes à l'exclusion de tous autres éléments du document de référence ou du prospectus. En effet, les auditeurs auraient dû étudier les autres informations afin de détecter les incohérences y figurant afin de demander à la société de corriger les informations erronées ou, à défaut d'acceptation de celle-ci, de faire figurer dans le rapport un paragraphe d'observation décrivant l'incohérence. En laissant rédiger un document de référence de façon ambigu sur l'existence d'une sûreté au profit de la société en garantie de prêt accordé, les commissaires aux comptes ont participé à la communication au marché d'informations inexacts ou trompeuses justifiant le prononcé d'une amende administrative (100 000 euros pour la société PWC et 50 000 euros pour l'associé du cabinet de commissariat aux comptes). Voilà une nouvelle décision qui en pratique aggrave les conditions de responsabilités des commissaires aux comptes.

### **Prestataire de services d'investissement – Insuffisance du contrôle interne et manque d'indépendance du RCSI.**

AMF, 5 janvier 2006, Banque Populaire Provençale et Corse. Voir aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 299.

L'insuffisance d'autonomie, d'indépendance et de moyens mis à disposition du responsable du contrôle des services d'investissement caractérise le manquement aux règles de contrôle interne.

Les sanctions disciplinaires prononcées par l'AMF pour manquements aux règles de contrôle interne se suivent et se ressemblent. En l'espèce, un établissement financier voit prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 100 000 euros pour divers manquements en matière de contrôle interne. Il était ainsi reproché à la

15. Cf. Point, Donval, Emonard, décision AMF du 18 novembre 2004 : Banque & Droit n° 99, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre. Dans cette affaire, après avoir constaté que "la certification sans réserve engage la responsabilité de leurs auteurs", l'AMF a considéré que caractérise "une violation particulièrement grave du règlement 98-07 le fait, pour les commissaires aux comptes, d'avoir trahi la confiance du marché en donnant pour réguliers, sincères et fidèles des éléments comptables dont ils auraient su

qu'ils ne l'étaient pas ; que la certification, faite en toute connaissance de cause, des comptes inexacts procède en effet d'une tromperie, qui est tout à fait distincte d'une simple faute professionnelle et met en cause la responsabilité personnelle de ses auteurs".

16. AMF, décision du 6 janvier 2005, Becquart et Generix, cf. Banque & Droit n° 100, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

banque des manquements à la réglementation relative aux opérations effectuées pour compte propre des collaborateurs exerçant des fonctions sensibles, à l'entrée en relation avec les clients (carences dans la vérification de l'identité et le domicile des clients, dans l'établissement d'une convention de services et d'ouverture de compte, dans le dispositif de lutte contre le blanchiment), aux règles relatives à la couverture des ordres SRD et enfin une insuffisance d'autonomie, d'indépendance et de moyens humains et techniques pour le responsable de contrôle des services d'investissement. Dans cette litane somme toute classique de manquements, retenons en deux. Le premier tient au grief de non-respect de l'indépendance des activités de négociation pour compte propre et de gestion pour compte de tiers. Il était reproché à la banque d'avoir mis en place une organisation qui conduisait les collaborateurs du service de la gestion de portefeuille sous mandat à négocier également des ordres sur le marché pour le compte propre de la banque. Mais la Commission des sanctions ne retient pas ce grief au cas d'espèce. Pour justifier son analyse, la commission des sanctions retient "qu'il n'est pas établi que l'organisation du service de gestion de portefeuille sous mandat ait créé un risque de conflits d'intérêts dès lors que ce service ne décide ni n'exécute aucune opération sur titres pour comptes propres". En l'espèce, les ordres pour compte propre portaient exclusivement sur des opérations de trésorerie (prêts et emprunts de titres) alors que les ordres initiés dans le cadre de la gestion sous mandat portaient essentiellement sur des titres ou très accessoirement sur des opérations sur instruments financiers à terme. Dès lors, et compte tenu de la nature distincte de ces opérations, les deux activités "ne pouvaient permettre une interposition, préjudiciable aux mandants, d'un compte propre qui n'était pas destiné à des telles opérations; qu'à défaut d'être clairement démontré", le grief est abandonné. Dans la mesure où la mise en œuvre de la directive MIF prévoit des règles d'identification et de gestion des conflits d'intérêts très strictes conduisant vraisemblablement le nombre de sanctions disciplinaires liées à ces derniers à fortement progresser, il est intéressant de noter que l'AMF n'adopte pas une approche trop rigide en la matière mais tient compte des circonstances des espèces. Ce n'est donc pas tant le cumul des fonctions de négociation pour compte propre et pour compte de tiers au sein d'une même équipe de négociation qui pose problème, mais les circonstances dans lesquelles les collaborateurs, qui seraient amenés à effectuer ces deux types d'opérations, se trouvent effectivement en situation de conflits d'intérêts. Dès lors qu'en pratique l'intérêt des clients ne peut être atteint, le conflit d'intérêt n'existe pas.

Le second point à mentionner touche au grief tenant à l'insuffisance d'autonomie, d'indépendance et de moyens mis à disposition du responsable du contrôle des services d'investissement. L'on sait que c'est là un point qui touche le cœur des contrôles de l'AMF (et de la Commission bancaire pour ce qui touche à ses compétences). Il est d'abord reproché une insuffisance des contrôles, "que ce soit dans leur effectivité ou dans leur efficacité en terme de d'amélior-

ration du respect de la réglementation". C'est là un point important. Les missions du RCSI ne se limitent pas à effectuer au cas par cas des contrôles, mais aussi de prévoir des plans contrôles à l'avance afin de mesurer l'effectivité du processus de contrôle mis en place. Il s'agit de procéder à un "réexamen régulier des systèmes de mesure des risques et de détermination des limites, y compris pour les risques de non-conformité, afin d'en vérifier la pertinence au regard de l'évolution de l'activité, de l'environnement des marchés ou des techniques d'analyse"<sup>17</sup>. Plus précisément, le règlement CRBF n° 97-02 prévoit l'obligation pour les établissements de se doter d'un dispositif de contrôle interne, dont ils doivent s'assurer du caractère adapté à leur activité, leurs risques, leur taille. Conformément aux articles 7 à 11 du règlement précité, les unités en charge du contrôle interne doivent être indépendantes, disposer de moyens adaptés leur permettant d'assurer un contrôle exhaustif des risques et d'examiner périodiquement les systèmes de contrôle mis en place. De par la définition même de leur fonction, elles doivent participer à la maîtrise de tous les risques encourus par l'établissement, y compris ceux de non-conformité. En l'espèce, l'insuffisance des contrôles a été confirmée par les organes d'inspection de l'établissement lui-même. De même, la banque ne contestait pas le défaut de formalisation de ces contrôles, même si elle considérait que ceux-ci étaient effectués mais qu'elle ne pouvait en rapporter la preuve. Il s'agit là d'un élément important. L'ère nouvelle dans laquelle le monde bancaire est entré à la suite des scandales du début des années 2000 est celle du contrôle, et donc de la preuve de ceux-ci : la forme devient aussi importante que la substance. L'heure est à la "procéduralisation", pas pour le plaisir d'écrire des procédures qui personne ne lira et ne respectera, mais afin de prouver l'effectivité de celles-ci ! Pour la Commission des sanctions de l'AMF, l'ensemble des manquements identifiés révèle "un manque de moyen et de procédures adaptés à l'exercice des services d'investissement". Pire, cette faiblesse des moyens se combine avec l'insuffisance d'autonomie et d'indépendance du RCSI dans la mesure où ce dernier cumulait cette fonction avec celle de "secrétaire général" dont le rôle ne permet à la fonction de RCSI un positionnement indépendant et une autonomie des décisions. Une nouvelle fois, il s'agit d'une observation importante dans la mesure où encore trop d'établissements confient la fonction de RCSI à une personne remplissant des missions opérationnelles. Enfin, facteur aggravant, la fonction de RCSI ne disposait pas des moyens humains suffisants compte tenu des activités de l'établissement. Bref, "un tel cumul de fonctions, ainsi que la présence, au moment du contrôle, d'une seule personne au titre de l'effectif dédié au RCSI montrent que n'avaient pas été dégagés les moyens nécessaires à la mise en place des contrôles à mener". L'on rappellera à cet égard que le Conseil d'État a considéré qu'une trop faible autonomie du responsable du contrôle interne suffit à caractériser l'insuffisance du contrôle interne<sup>18</sup>. Il est vraisemblable que l'AM, tout comme la Commission bancaire, soit amenée à préciser encore ce qu'elle entend par autonomie et indépendance.

17. "La fonction de conformité au sein des établissements de crédit et des entreprises d'investissement", Études Commission bancaire 2004, p. 179.

18. Cf. CE, 2 novembre 2005, Banque Privée Fideurman Wargny, Banque & Droit n° 104, nov.- décembre 2005, p. 58, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

## Opération de change à terme – Condition d'exécution – Faculté de rétractation (non).

Cass. Com., 28 mars 2006, n° 415. Voir aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 636 et 702.

Rares sont les décisions relatives à la qualification juridique des opérations de change. Si la jurisprudence s'est essayée à qualifier les opérations de swap de change<sup>19</sup>, elle n'avait pas jusqu'alors tenté une qualification des opérations de change à terme. Traditionnellement la doctrine distingue entre le change au comptant (celui généralement utilisé par les touristes) et le change scriptural (celui généralement utilisée par les entreprises). Ce dernier peut faire l'objet d'opération au comptant ou à terme. Il s'agit, pour une partie, de prendre livraison d'une quantité d'une devise contre paiement à une autre partie dans une autre devise dans un lieu déterminé entre elles. Plus précisément, l'opération de change correspond à l'engagement du vendeur de mettre à disposition de l'acheteur un certain avoir en compte en monnaie étrangère, et corrélativement un engagement de l'acheteur de régler dans le même délai, soit en monnaie nationale soit en une autre monnaie. Une opération de change porte toujours sur un couple de devises, le sens de l'opération s'appliquant à la devise principale c'est-à-dire la première devise du couple. La première devise du couple est appelée devise de base tandis que la deuxième se nomme devise de contre-valeur. L'opération porte généralement sur un certain montant de la devise principale, la contre-valeur de la devise secondaire étant déterminée par le cours de l'opération<sup>20</sup>. Une convention permet de s'assurer de ce qu'un cours exprime. Elle consiste à présenter les devises de l'opération sous forme de fraction où le dénominateur représente la contre-valeur d'une unité de la devise présente au numérateur. Le cours d'un couple de devises représente donc toujours la contre-valeur en devise secondaire d'une unité de la devise principale. Le change au comptant se distingue du change à terme ("forward") par le délai qui sépare la conclusion de l'opération de la date de livraison, délai supérieur à deux jours ouvrés<sup>21</sup>. Le change à terme est une opération destinée à réduire le risque de change en fixant dès sa conclusion le cours qui sera appliqué à l'échéance<sup>22</sup>. On sait que ce décalage dans le temps va générer ce que l'on nomme des points de swap ou report / déport qui serviront à calculer le prix à terme. Pour les praticiens, une opération de change à terme combine une opération de change au comptant et une double opération de trésorerie dont les prix sont connus dès le départ. Quant à la doctrine comme la jurisprudence, elles restaient muettes jusqu'à présent sur la qualification juridique de ces opérations.

Dans l'espèce commentée, la question ne portait pas tant sur la question de savoir si les opérations de change sont des contrats de vente, des contrats d'échange ou des contrats sui generis (même si la Cour de cassation répond implicitement à cette question) mais s'ils sont des contrats pouvant faire ou non l'objet d'une faculté de rétractation

19. Cf. Trib. Com. Paris, 28 octobre 1992, Bull. Joly Bourse 1993, p. 51, note Th. Bonneau; Paris, 19 mars 2002, *Crédit Lyonnais c/ BCEN Eurobank, Banque & droit* n° 84, juill.-août 2002, p. 24, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre; Metz, 29 juillet 2003, *Lorca c/ Sogenal, Banque & Droit*, n° 92, nov.-décembre 2003, p. 30.

20. Il est bien sûr possible aussi de réaliser l'opération sur un montant exprimé en devise secondaire.

21. Certaines devises peuvent également se traiter à J + 1 comme le

au profit du cocontractant. Pourtant, une fois répondu sans difficulté à cette question, le débat concerne bien la question de la qualification de ces opérations.

En l'espèce, le client d'une Caisse de crédit mutuel avait projeté de céder des actions lui appartenant à un acquéreur qui se proposait de lui en régler le prix en dollars. Il avait obtenu de sa banque la conversion de la somme en cause en francs pour un cours donné et irrévocable. Il avait ainsi donné son accord "pour une vente à terme de 2 155 000 dollars américains au cours de 5,6119 francs", l'opération de cession des actions devant intervenir un mois plus tard. La cession des actions n'ayant finalement pas été conclue, la Caisse de crédit mutuel réclamait à son client le différentiel de change entre ce qu'elle avait dû payer pour acquérir les devises et la contre-valeur qu'elle avait garantie à l'intéressé pour l'opération en cause. Le client considérait que dans la mesure où la vente des actions n'était pas réalisée, le contrat de vente de devise devait être annulé puisque celui-ci était lié à la cession des actions. Il n'est par sûr à cet égard que l'on puisse considérer que la banque n'ait pas eu à assumer le risque de change pour lequel elle s'était engagée<sup>23</sup>. En effet, que l'opération de change soit effectuée sous forme de livraison physique de devises ou sous forme de virement de compte, dans tous les cas la banque qui traite une opération de change (ou de taux) avec un client procède dans le même temps à la couverture de son propre risque en réalisant une opération de sens inverse sur le marché. Le métier du banquier n'est pas de supporter le risque de change (ou de taux) de son client, mais d'effectuer une opération d'intermédiation entre le marché et sa clientèle, sa rémunération étant alors fonction non pas de l'évolution des cours ou des prix du bien objet de l'opération, mais d'une commission et/ou d'un différentiel entre le prix ou le cours acheté ou vendu sur le marché et celui vendu ou acheté auprès de son client.

L'arrêt de la Cour de cassation rappelle une évidence en matière contractuelle : un contrat est réputé conclu ferme, sans condition ni faculté de rétractation au profit du cocontractant. À cet égard, une opération de vente de devises ne déroge pas au droit commun des contrats : "alors [...] qu'un contrat ferme de vente à terme de devises, dont il n'était ni soutenu ni démontré qu'il aurait comporté une faculté de rétractation ou été assorti d'une condition, avait été souscrit par les parties [...], puis constaté que [le client] n'avait pas, ainsi qu'il s'y était définitivement engagé, livré à la date d'échéance contractuelle les devises promises, la cour d'appel, qui n'a pas tiré les conséquences légales de ses constatations, a violé les textes susvisés [1134, 1147 et 1184]". C'est parce que le défaut de livraison des devises constitue un défaut d'exécution par le cocontractant de ses obligations contractuelles qu'il est source de responsabilité contractuelle (d'où le visa de l'article 1147 du Code civil) et autorise une résolution du contrat (article 1184).

USD / CAD et parfois le GBP / USD.

22. Le change à terme est utilisé par les banques pour couvrir les intérêts lors de la mise en place de swap de devises. Pour distinguer le change à terme "simple" du change à terme associé à un change comptant lors de la mise en place d'un swap de devises, on parle de terme sec (en anglais, "outright")

23. Cf. en ce sens, X. Delpech, note du 7 avril 2006 parue au *Dalloz* en ligne.

Outre la question de faculté de rétractation, cet arrêt retient l'intérêt en ce qu'il semble faire sienne l'analyse de la Cour d'appel de Poitiers qui qualifie le contrat de change de contrat de vente ("*qu'un contrat ferme de vente à terme de devises*"). En effet, même si l'arrêt est cassé, la cassation ne porte pas tant sur la qualification du contrat elle-même mais sur le fait de ne pas avoir tiré les conséquences légales des constatations effectuées par les juges du fond. Cette qualification semble une première en jurisprudence. La doctrine pour sa part est peu disserte sur cette question. Certains ont proposé la qualification d'échange, d'une devise contre une autre, car dans l'opération d'échange, la monnaie serait avant tout considérée comme un bien<sup>24</sup>. D'autres considèrent, en revanche, que le fait que les devises aient un cours qui ressemble à un prix pousse à l'assimilation du contrat de change au contrat de vente<sup>25</sup>. Si la cour semble pencher pour le contrat de vente, la question reste ouverte en doctrine.

### Responsabilité civile du PSI – Pot pourri

Paris, 17 février 2006, *Loison c/Banque Privée Européenne*, *Jurisdata* n° 298471 ; Paris, 23 février 2006, *Barthes c/La Poste*, *Jurisdata* n° 298474 ; Paris, 3 mars 2006, *Fenies c/HSBC France*, *Jurisdata* n° 298467 ; Paris, 19 janvier 2006, *Leuillier c/BNP Paribas Securities Services*, *Jurisdate* n° 294036 ; Paris, 26 janvier 2006, *Vidalies c/Banque Privée Saint Dominique*, *Jurisdata* n° 294021 ; Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 906 s.

**1<sup>re</sup> espèce.** Les activités de gestion de portefeuille se complexifient au point de voir se développer des formules de gestion de plus en plus "profilées" selon le type de risque que le mandant accepte de prendre. Mais quelque soit le type de mandat, le professionnel de la gestion a l'obligation d'effectuer cette gestion en bon père de famille. Tel est l'enseignement de l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 17 février 2006. En effet, selon la cour, malgré les aléas des marchés financiers, le mandataire n'est pas dispensé de mettre en œuvre tous les moyens pour assurer une gestion efficace des fonds qui lui sont remis. Pour le reste, la solution retenue par les magistrats parisiens est des plus classiques : une gestion anormalement risquée doit être sanctionnée par l'allocation de dommages-intérêts, sans que l'établissement financier puisse opposer au client son manque de vigilance sur les opérations effectuées dès lors que l'existence d'un mandat dispense précisément le client de ce contrôle, ni puis opposer une absence de protestation à réception des relevés, cette absence de réaction ne pouvant valoir renonciation à toute contestation des inscriptions en compte. La cour rappelle qu'en un tel cas le préjudice du client ne peut s'analyser qu'en une perte de chance d'avoir vu son portefeuille géré de manière équilibrée.

**2<sup>e</sup> espèce.** Les réseaux bancaires ont développé depuis quelques années des placements monétaires aux conditions attrayantes. Il s'agit de combiner les avantages du dépôt à vue avec ceux du placement boursier "sans risque". Certes, il ne s'agit pas d'une nouvelle martingale dont les banquiers feraient profiter leurs clients, mais tout simplement de l'irruption dans le monde des comptes de

dépôts des placements garantis déjà présents sous forme d'OPCVM. L'idée est simple : il s'agit de produits financiers présentés sous forme d'OPCVM couplant une composante taux et une composante actions assimilable à la vente d'une option de vente d'un indice exerçable à une certaine échéance dont le prix d'exercice est le niveau initial de l'indice de référence. Les réseaux bancaires se sont engouffrés dans la commercialisation de tels produits "à capital garanti". Le problème est qu'il existe deux catégories de placements "garantis". Les plus vendus sont ceux qui proposent une garantie sur la valeur liquidative initiale majorée ou non d'un taux de rémunération minimum ou d'un pourcentage d'un indice boursier. Ici la garantie est dite totale. À côté de cette famille, l'autre catégorie de fonds garantis ne garantit qu'une partie de la valeur liquidative initiale. C'est à cette dernière famille – connue alors sous l'expression de "fonds à promesse" et aujourd'hui sous celle de "fonds à formule" – qu'appartenaient les fonds communs commercialisés par La Poste sous le nom de *Benefic*. Ce produit proposait un rendement fixe de 23 % à l'échéance mais ce taux pouvait être minoré de la performance de l'indice si celle-ci était négative. Trois cas de figure étaient possibles : si l'indice de référence réalise une performance supérieure à 0 %, le gain est fixé à 23 % ; si l'indice de référence réalise une performance négative comprise entre 0 % et - 23 %, le gain est de 23 % minoré de la baisse de l'indice ; enfin, si l'indice de référence réalise une baisse supérieure à 23 %, le capital du souscripteur est entamé. Cette gamme de produits a été déclinée en cinq générations d'une durée de trois ans chacune, vendus soit sur des comptes titres ou des PEA, soit sous forme d'unités de comptes supports à des contrats d'assurance-vie. Sur la période commercialisée, plus de 300 000 personnes ont souscrit à ces produits pour un montant de 1,5 milliard d'euros. À l'échéance, du fait des évolutions très négatives des indices de références, les cinq générations de *Benefic* ont réalisé des performances allant de -12 % à -35,8 % ! Face à une telle déconvenue, les épargnants ont déposé 93 assignations au civil, une enquête a été ouverte par l'AMF et une plainte pénale a été déposée pour publicité mensongère ! Or, dans toutes ces instances civiles, La Poste n'a pas été reconnue responsable de façon définitive, même si en première instance elle fut souvent condamnée pour manquement à son devoir de conseil (plus de 45 fois dont la dernière fois le 10 février 2006 à Paris). Sur la procédure pénale, le tribunal correctionnel a considéré le 15 mars 2006 que les faits reprochés à La Poste étaient prescrits. Quant à la procédure devant l'AMF, si seules les deux dernières générations de fonds ont été prises en compte dans la mesure où les trois autres étaient couverts par la prescription de trois ans, la responsabilité disciplinaire de l'établissement financier n'a pas été retenue dans la mesure où les procédures internes de commercialisation de La Poste respectaient bien la réglementation en vigueur notamment en remettant la notice d'information aux souscripteurs, que les clients souscripteurs étaient des investisseurs informés des risques des marchés actions et que les préposés ne bénéficiaient d'aucun surcommissionnement pour vendre ces produits<sup>26</sup>.

24. J.-P. Mattout, *Droit bancaire international*, 1996, n° 433, Banque éditeur ; B. Sousi-Roubi, "Le contrat d'échange", *RTD civ.* 1978, p. 257, spéc. n° 23.

25. G. Légier, *Rep. civ. Dalloz*, v° "Echange", oct. 1997, n° 50

26. AMF, décision de sanction du 15 décembre 2005, La Poste.

S'agissant maintenant de la procédure civile, seule une décision d'appel nous est connue, celle qui est brièvement commentée. Il s'agit d'une décision de la Cour d'appel de Paris du 23 février 2006, en appel du TGI Paris du 9 décembre 2004. Selon la cour de Paris, La Poste ne saurait être condamnée à réparer la perte en capital subie par son client pour ne pas l'avoir informé du risque potentiel de perte alors qu'il résulte tant des documents publicitaires diffusés que de la notice d'information délivrée par la COB que, si le capital était protégé jusqu'à un certain seuil, la possibilité d'une perte en capital était explicitement envisagé au cas de baisse de la valeur de référence au-delà de 23 %. Ainsi, bien que les documents publicitaires mettaient davantage l'accent sur le gain et la protection du capital jusqu'à une baisse de 23 % de l'indice de référence, ces documents mentionnaient clairement la nature boursière du placement, ce dont le client a reconnu avoir pris connaissance dès lors qu'il a apposé sa signature sous la mention dédiée à cet effet et qu'il n'établit pas qu'il n'a pas reçu cette notice. En outre, le client a reçu ultérieurement une lettre de La Poste mentionnant explicitement que le capital n'était protégé que jusqu'à une baisse de 23 %, ce dont il résulte qu'au delà, il y avait perte en capital. Enfin, bien que le client verse aux débats des coupures de presse faisant état des déconvenues des souscripteurs, il reste que les revues d'association de consommateurs ont accueilli favorablement ce nouveau placement financier, notamment la garantie offerte en cas de baisse des cours et l'atténuation des risques avec ce produit, étant observé que la chute de la Bourse, à compter de l'an 2000, a été d'une durée et d'une ampleur aussi inégalée qu'imprévisible. En conséquence, les magistrats parisiens estiment qu'il n'est pas rapporté la preuve d'aucun manquement de La Poste à ses obligations professionnelles ou de manœuvres dolosives. Voilà une décision qui, si elle est parfaitement bien motivée et s'inscrit dans la jurisprudence de la Cour de cassation, ne va pas calmer les épargnants dans leurs relations avec La Poste. Cette affaire *Benefic* est à rapprocher des litiges qui opposaient des assureurs à leurs clients lors de la commercialisation de contrats d'assurance-vie en unités de compte. Deux arrêts de la Cour de cassation ont confirmé les condamnations de Axa et La Mondiale le 7 mars 2006 pour manquement à l'information fournies aux assurées<sup>27</sup>. Aux termes de ces arrêts, le défaut de remise de ces documents et informations est sanctionné par la prorogation du délai de renonciation et par la restitution au cas de renonciation, de l'intégralité des sommes versées par le souscripteur. À cet égard, l'on sait que la loi DDADC de décembre 2005 a modifié les règles prévalant en matière d'information des assurés pour tous les contrats d'assurance-vie souscrits depuis le 1<sup>er</sup> mars 2006 en précisant les obligations de l'assureur en ce qui concerne le délai de renonciation, la note d'information et l'identification des bénéficiaires des contrats non réclamés.

**3<sup>e</sup> espèce.** Dans la troisième espèce, l'intermédiaire financier est condamné pour avoir manqué à son obligation d'information du fait de n'avoir remis qu'une notice interne à son client, document qui assurait uniquement la promotion du fonds commun de placement dont le client proje-

taut d'acheter des parts, et non la notice de la COB, laquelle donne des informations plus précises et met ouvertement en garde l'opérateur contre les risques que comporte ce type d'investissement. Il en résulte que l'information donnée par la banque au client, opérateur profane, était insuffisante au regard des risques que comporte le produit financier en cause. Le préjudice est constitué par la perte de chance de ne pas avoir acquis les parts de ce fonds de placement.

**4<sup>e</sup> espèce.** La quatrième espèce a trait à la portée des avis d'opérée et l'absence de contestation par le client. Sur le fond, la présente décision n'apporte aucun élément nouveau au débat et rappelle que si le client tarde à contester une opération, la réception sans protestation ni réserve de relevés d'opérations ne constitue qu'une présomption de leur régularité et n'empêche pas le client, pendant le délai convenu ou à défaut pendant le délai de prescription, de contester ces opérations. La particularité de la situation tient ici au fait que l'ordre de Bourse avait été passé téléphoniquement à la demande de l'émetteur. Il s'agissait de la privatisation de France Telecom et pour assurer le succès de cette opération, la société avait demandé aux intermédiaires financiers d'offrir des conditions particulières aux actionnaires pour la transmission de leurs ordres de Bourse, celle-ci pouvant s'effectuer par téléphone ou fax. Il s'agissait donc d'établir la preuve d'un ordre de Bourse par téléphone, le mode de passage de l'instruction ayant été le fait de l'émetteur et non du dépositaire. Il est donc insuffisant pour le banquier pour établir la preuve de l'ordre de Bourse d'affirmer l'avoir reçu par téléphone. Il lui faut apporter d'autres éléments. Tout ceci semble plein de bon sens et l'on ne saurait qu'inciter le banquier à se préserver les moyens de preuve les plus divers.

**5<sup>e</sup> espèce.** Comment établir la responsabilité éventuelle d'une banque titulaire d'un mandat de gestion de portefeuille en l'absence d'écrit établissant le mandat ? Tout d'abord, la cour rappelle que, en matière de responsabilité, l'exigence d'un écrit n'est pas une condition de validité du contrat mais une simple règle de preuve. On sait par contre que l'écrit est une exigence du règlement général AMF dont la violation constitue un manquement disciplinaire pour le PSI. Ce principe rappelé, restait à établir l'intention des parties quant à l'objectif du mandat : selon la cour, il résulte de l'absence de protestation du client à réception des relevés de portefeuille où figuraient les opérations litigieuses que le client avait autorisé la société à réaliser des opérations spéculatives sur ses actifs. Mais une telle autorisation ne dédouane pas le PSI de son obligation d'information. La cour rappelle à cet égard que l'intensité de cette obligation dépend "à la fois de la connaissance que le client a des risques encourus et du caractère spéculatif des opérations entreprises". En l'espèce, aucun élément ne permet d'établir le caractère averti du client. Les juges retiennent la responsabilité du PSI pour avoir investi une proportion significative des actifs du client dans les valeurs technologiques sans avoir respecté "son obligation d'information et de conseil". En procédant de la sorte, le PSI "a fait perdre à [son client] une chance de choisir une gestion

27. Cour de cassation, 2<sup>e</sup> civ., 7 mars 2006, *La Mondiale partenaire c/Ph. Senacq* (1<sup>er</sup> arrêt) ; *AXA Courtagé c/F. Varagne* (2<sup>e</sup> arrêt)

28. V. Dalloz 2006, AJ, p. 1457, note A. Lienhard.

29. CA Paris, 1<sup>er</sup> A, 18 novembre 2003 : *Rev.soc.* 2004, p. 120, note

*plus prudente qui aurait limité les conséquences des variations de la Bourse sur [le] patrimoine*". C'est donc l'importance relative de l'investissement dans des opérations à risque qui est reproché, moins que l'investissement lui-même. Le préjudice ne peut être qu'une perte de chance, "la banque n'étant pas tenue des aléas des marchés financiers". Pour apprécier le préjudice, les magistrats parisiens tiennent compte de la forte attraction exercée sur les investisseurs par les plus-values réalisées sur les valeurs technologiques qui a conduit nombre d'entre eux à choisir ces supports malgré les risques qu'ils connaissaient. Cette pratique, comme le souligne la Cour, était suivie par la plupart des gestionnaires et avait pour objet de faire profiter leurs clients "de plus-values spectaculaires dont peu auraient accepté par prudence d'être privés". Le monde de la gestion d'actifs se caractérisant par le principe de l'homme rationnel, la meilleure façon de ne pas se tromper est de copier ce que font les autres et suivre le mouvement général; dès lors, il ne peut être totalement reproché au PSI d'avoir investi les actifs du client dans ce secteur d'activité dans la mesure où ce type d'investissement était celui préconisé par tous les professionnels de la finance et celui qu'attendaient les clients eux-mêmes. En conséquence, et même si l'évolution ultérieure des marchés a souligné la fragilité d'une telle stratégie, "elle ne permet pas de retenir une faute en intégrant rétrospectivement des éléments d'information que les prestataires de services d'investissement n'avaient pas à leur disposition lorsqu'ils ont pris les décisions concernées. Enfin, la chute des marchés est totalement indépendante du comportement de la banque", vérité primaire mais qu'il est bon de rappeler, surtout lorsqu'en provenance de la cour de Paris! En définitive, la banque est reconnue responsable mais cette responsabilité est partagée avec le client.

### **Franchissement de seuil – Déclaration des actions et des droits de vote – Déclaration en nombre et en pourcentage – Seuil au jour du franchissement et non au jour de la déclaration – Régularisation expresse et non implicite**

Com., 10 mai 2006, IDI et autres c/ CNIM. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 766 s.

- Le nombre d'actions et de droits de vote dont la loi impose la déclaration est celui qui est détenu au jour du franchissement de seuil et non au jour de la déclaration.
- La déclaration d'un franchissement de seuil supérieur ne peut valoir régularisation du défaut de déclaration du franchissement des seuils inférieurs.

Le régime du franchissement de seuil dans les sociétés cotées devient de plus en plus complexe, de sorte que les erreurs et oublis risquent de se multiplier, ce qui exacerbe la portée des imprécisions légales et suscite beaucoup d'incrédulité chez les investisseurs, même les plus chevronnés. La sanction est en effet redoutable – privation du droit de vote pour une durée indéterminée – ce qui la rend difficilement supportable lorsque la défaillance est involontaire et sans véritable préjudice pour le marché. La

Cour de cassation vient néanmoins de confirmer pour la première fois la nécessité du respect scrupuleux des règles de franchissement de seuil<sup>28</sup>. Des sociétés agissant de concert avaient dépassé à titre individuel le seuil de 5 % chacune et ensemble celui de 10 %, mais ne les avaient pas déclarés. En revanche, elles avaient ultérieurement informé la société et le CMF du franchissement de concert du seuil de 20 %. Malgré cela, la société dans laquelle elles détenaient des participations a limité leurs droits de vote à 10 % lors d'une assemblée générale, ce qu'elles ont contesté. La cour d'appel de Paris les a déboutées<sup>29</sup> et le pourvoi est rejeté par un important arrêt de la chambre commerciale, du 10 mai 2006. Reprenons les différentes questions qui se posaient.

1 – *Faut-il déclarer le nombre d'actions et le nombre de droits de vote détenus lors du franchissement du seuil?* Les demanderessees au pourvoi reprochaient à la cour d'appel d'avoir considéré que la déclaration n'était réalisée que si elle portait, non seulement sur le nombre total d'actions possédées par l'actionnaire ayant franchi le seuil, mais également sur celui de ses droits de vote. Elles invoquaient le texte de l'art. L. 233-7, alinéa 1, C. com., qui semble ne viser que la personne "qui vient à posséder un nombre d'actions représentant...". Mais la Cour de cassation, après la cour d'appel de Paris, ne s'arrête pas à cet argument et affirme que la déclaration doit porter tant sur le nombre d'actions que sur le nombre de droits de vote. En effet, le texte prévoit que les seuils à déclarer sont une fraction "du capital ou des droits de vote" et, ainsi que l'avait noté la cour d'appel, la directive du 28 mai 2001 exige expressément la déclaration "du pourcentage des droits de vote [que l'actionnaire] détient après cette acquisition ou cession" et ajoute que les États membres peuvent prévoir que l'information "doit avoir lieu également par rapport au pourcentage du capital détenu" (art. 89.1). Sont donc à déclarer, non seulement les actions détenues, mais également les droits de vote et, à vrai dire, prioritairement, car là est l'essentiel pour le marché. C'est ce que confirme la Cour de cassation.

2 – *La déclaration doit-elle porter sur les actions et droits de vote détenus au jour du franchissement du seuil ou au jour de la déclaration elle-même?* Les demanderessees au pourvoi estimaient que le texte obligeait à se placer au jour de la déclaration, mais la Cour de cassation répond que c'est au jour du franchissement de seuil qu'il faut se situer. La lecture du texte et la logique de la déclaration ne laissent, là également, aucun doute. Si un terme est prévu pour l'effectuer, ce n'est pas pour reporter d'autant le calcul des titres et des droits de vote détenus, mais uniquement pour donner un délai – très court – de formalisation de la déclaration, à titre de simple facilité pratique. Au surplus, imposer qu'elle porte sur les titres et les droits de vote détenus au jour même de celle-ci serait une exigence impossible à respecter en pratique. Sont donc nécessairement exclus les actions et les droits de vote obtenus entre la date du franchissement du seuil et celle de la transmission de la déclaration, ce surcroît n'étant à déclarer qu'au titre du franchissement du seuil suivant.

P. Le Cannu ; Bull. Joly 2004, p. 231, note H. Le Nabasque ; Bull. Joly Bourse 2004, p.56, note F. Bucher ; Droit des sociétés 2004, n° 30, obs. Th. Bonneau ; Banque & Droit, janvier-février 2004, p. 38, obs. H. de

Vauplane et J.-J. Daigre ; JCP E 2004, 1019, n° 6, obs. A. Deprez-Graff. Voir A. Couret, "La méconnaissance des obligations de déclaration de franchissement de seuil", RJDA 3/2004, p. 227.

3 – La déclaration doit-elle porter tant sur le nombre d'actions et de droits de vote que sur le seuil franchi en pourcentage? – La question peut paraître curieuse, mais se comprend si on l'insère dans son contexte, celui de la régularisation. L'art. L. 233-14 C. com. dispose que l'omission de déclarer un seuil peut être régularisée, la confirmation ne prenant effet qu'à l'issue d'un délai de deux ans à compter de sa notification. Dans l'espèce, les actionnaires prétendaient avoir régularisé le franchissement des seuils omis dans la mesure où ils avaient précisé l'état exact de leur participation à l'occasion du franchissement du seuil supérieur. Mais la Cour de cassation relève que les déclarations, "*qui avaient pour unique objet le franchissement de seuils de 20 % en capital puis en droits de vote, ne font aucunement mention du franchissement antérieur du seuil de 10 %, que ce soit en capital ou en droits de vote, et n'indiquent pas davantage le nombre des actions détenues par les concertistes lors du passage de ce seuil*", et ne s'en contente pas. Il en résulte que la régularisation doit être expresse et, par conséquent, indiquer le seuil en pourcentage dont la déclaration a été omise, la date du franchissement et le nombre d'actions et de droits de vote détenus à ce moment-là. C'est, en effet, ce qu'exige la directive (art. 89.1) et c'est ce qu'impose la logique de l'obligation de déclaration de franchissement de certains seuils, informer précisément les actionnaires de la date du franchissement et du pourcentage franchi, de même que du nombre d'actions et de droits de vote détenus à cette époque-là. Permettre une régularisation implicite serait édulcorer l'information imposée au profit du marché<sup>30</sup>.

La décision soulève cependant une incertitude. En effet, le deuxième moyen du pourvoi reprochait à l'arrêt d'appel d'avoir subordonné la régularisation au dépôt d'une déclaration mentionnant "*non seulement le nombre total d'actions et de droits de vote possédés par l'actionnaire au jour du franchissement de seuil, mais encore le seuil franchi et la date de ce franchissement*" et la cour régularisatrice répond que "*si la cour d'appel a relevé que la déclaration du 13 décembre 2002 mentionnait notamment le seuil franchi, la date du franchissement et le nombre total d'actions et de droits détenus, il ne résulte pas de cette constatation qu'elle ait entendu ériger ces mentions en condition de la régularisation*". Cette remarque fait naître la perplexité: en décidant auparavant que la déclaration d'un seuil supérieur ne pouvait valoir régularisation faute de mention du franchissement du seuil antérieur "*que ce soit en capital ou en droits de vote*" et en ajoutant "*pas davantage le nombre des actions détenues par les concertistes lors du passage de ce seuil*" et que la déclaration du seuil supérieur ne peut valoir régularisation du défaut de déclaration du seuil inférieur, la Cour de cassation exige nécessairement que la régularisation précise la date du franchissement et le nombre total d'actions et de droits de vote détenus à ce moment-là; comment alors interpréter l'apparente contradiction qui résulte de son autre attendu?

30. R. Kaddouch, "La déclaration de franchissement de seuil : un exemple de transparence en matière boursière", RDBF 2005, p. 55.

31. CA Versailles, 9 avril 1992 : Bull. Joly Société 1992, p. 631, note P. Le Cannu ; Droit des sociétés, août-septembre 1992, n° 187, p. 11, note H. Le Nabasque ; Banque & Droit n° 26, novembre-décembre 1992, p. 207, obs. F. Peltier.

32. TGI Strasbourg, 29 mai 1997 : Bull. Joly Sociétés, août-septembre 1997, p. 771, note N. Rontchevsky.

33. CA Paris, 18 novembre 2003 : Bull. Joly Bourse, 2004, p. 56, note F. Bucher ; Bull. Joly Sociétés, 2004, p. 231, note H. Le Nabasque ; Droit

4 – Le défaut de déclaration emporte-t-il suspension de tous les droits de vote détenus au-delà du seuil qui n'a pas été déclaré? – Cette question n'était pas posée à la Cour de cassation, qui n'a donc pas eu à la trancher. Elle est néanmoins particulièrement importante. Le problème est en effet de savoir si la suspension des droits de vote s'étend au-delà des actions détenues au moment du franchissement non déclaré, c'est-à-dire à toutes celles obtenues ou acquises postérieurement, ou ne s'applique qu'à la fraction inférieure du seuil suivant, du moins s'il a fait l'objet d'une déclaration régulière. La question n'a pas été clairement tranchée jusqu'à maintenant. La cour d'appel de Versailles a décidé, en 1992, que la privation du droit de vote ne pouvait s'étendre aux actions nouvellement acquises et déclarées, mais la portée de la décision est incertaine dans la mesure où, dans l'espèce, l'intéressé avait ensuite ramené sa participation en deçà du seuil qui n'avait pas été déclaré, puis procédé à de nouvelles acquisitions, qui l'avaient conduit à déclarer le franchissement du seuil précédemment omis<sup>31</sup>. Le tribunal de grande instance de Strasbourg a jugé, en 1997<sup>32</sup>, que les actionnaires devaient être privés de leurs droits de vote au-delà du seuil non déclaré; pour autant, on ne peut tirer d'enseignement de ce jugement quant à l'étendue de la privation du droit de vote, car les parties ne s'opposaient pas sur cette question, mais uniquement sur le point de savoir si la privation était automatique, ce que le tribunal a décidé. Il existe également un arrêt de la cour d'appel de Paris de 2003<sup>33</sup>, mais il n'est pas plus significatif dans la mesure où la question de l'étendue de la privation du droit de vote ne lui avait pas non plus été posée, la seule difficulté soulevée étant relative au point de savoir si la déclaration d'un seuil supérieur valait régularisation implicite, ce que la cour a refusé d'admettre, comme le tribunal de Strasbourg.

Que faut-il en penser? La sanction de la privation du droit de vote de plein droit est suffisamment sévère pour ne pas aller au-delà du nécessaire. L'art. L.233-14 C. Com l'applique aux "*actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée*", ce qui suppose que l'on se place au jour où la déclaration aurait dû être faite. Ce sont donc ces actions, celles qui auraient dû être déclarées, qui sont privées du droit de vote, non celles acquises ou obtenues postérieurement. Si le franchissement d'un seuil supérieur est régulièrement déclaré, il n'est pas possible d'étendre la privation du droit de vote résultant du défaut de déclaration du seuil précédent aux actions détenues et acquises au-delà du nouveau seuil révélé, car l'intéressé serait sanctionné alors qu'il aurait respecté la loi. Si cette analyse est la bonne, il faut même sans doute en conclure que les actions privées du droit de vote sont celles détenues au jour du franchissement de seuil non déclaré, diminuées de celles détenues au jour du seuil précédemment déclaré. Prenons un exemple: si le seuil de 5 % a été déclaré, si

des sociétés, février 2004, n° 30, p. 31, note Th. Bonneau. RDBF, janvier-février 2004, n° 43, p. 37, obs. H. Le Nabasque ; Rev. Soc. 2004, p. 120, obs. P. Le Cannu. Voir A. Couret, "La méconnaissance des obligations de déclaration de franchissement de seuil", RJDA 3/04, p. 227 ; A. Maréchal, "La portée de la sanction de suspension des droits de vote en cas d'absence de déclaration régulière des franchissements de seuil", Bull. Joly Bourse 2004, p. 323. Cet arrêt réforme un jugement du tribunal de commerce de Paris du 10 juin 2003 : JCP E n° 47, 20 novembre 2003, n° 1629, p. 1872, note Th. Bonneau.

celui de 10 % ne l'a pas été et si celui de 15 % l'est, il nous semble que la privation du droit de vote ne devrait porter que sur la fraction allant de 5 à 10 %, ce qui limiterait la privation du droit de vote à 5 % sur les 15 % détenus au total. On peut contester cette analyse et préférer étendre la privation du droit de vote aux actions détenues jusqu'au seuil déclaré, ce qui reviendrait, dans l'exemple, à priver du droit de vote 10 % des actions sur les 15 % détenus, mais cette dernière solution est difficile à admettre dans ses conséquences car elle prive du droit de vote des titres qui n'avaient pas à être déclarés au moment de leur acquisition. En effet, l'obligation de déclaration ne porte que sur des franchissements de seuil, non sur les actions obtenues entre ces seuils ; s'il faut déclarer le franchissement du seuil de 5 % et celui du seuil de 10 %, il n'y a pas à déclarer les titres acquis entre les deux. Il nous semble qu'il faut d'autant plus être strict dans l'appréciation du domaine de l'obligation que la sanction est particulièrement sévère, car la suspension des droits de vote se poursuit indéfiniment tant que le défaut de déclaration n'a pas été effectivement régularisé.

### Société cotée – Publication des comptes au Balo – Second marché – Marché réglementé – Publication obligatoire

Com. 28 mars 2006, CIBOX INTERACTIVE. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 380 s.

Le Second et le Premier marché sont des marchés réglementés ; dès lors, les dispositions de l'art. 297-1 du décret du 23 mars 1967, bien que visant la Cote officielle, s'imposent à une société cotée au Second marché.

La Cote officielle a disparu en 1996 lors de l'introduction en France de la directive du 10 mai 1993<sup>34</sup> et à la notion continentale de Bourse s'est substituée celle de marché réglementé. Mais, de nombreux textes antérieurs n'ont pas été réécrits et ont continué de viser la Cote officielle, particulièrement les art. 294 et s. du décret du 23 mars 1967 relatifs à la publication au Balo des comptes des sociétés cotées. Aussi, lorsque la COB a enjoint à la société CIBOX INTERACTIVE de respecter cette obligation, celle-ci s'y est-elle opposée au motif que n'étant pas cotée au Premier marché, successeur de la Cote officielle, mais au Second marché, elle n'était pas soumise aux obligations de publication des art. 294 et s. du décret de 1967. Après la cour d'appel de Paris<sup>35</sup>, la Cour de cassation<sup>36</sup> répond que "le Second marché, comme le Premier

marché, sont des marchés réglementés" et que "dès lors, les dispositions de l'art. 297-1 du décret du 23 mars 1967 s'imposent à la SA CIBOX INTERACTIVE, même si elle est cotée au Second marché" (la question de la publication au Balo des comptes d'une société cotée au Second marché a de nouveau été soumise aux juges du fond dans le courant de l'année dernière, mais son champ d'application n'a pas donné lieu à discussion car cour d'appel de Paris n'a été saisie que de la question de la sanction<sup>37</sup>).

La décision était attendue et doit être approuvée, pour deux raisons. En premier, ainsi que le rappelle la cour régulatrice, l'art. 96-III de la loi de modernisation financière du 2 juillet 1996 a pris soin de décider que "dans les textes législatifs en vigueur non visés ci-dessus et les textes réglementaires, les dispositions applicables de manière identiques à la Cote officielle et au Second marché d'une Bourse de valeurs s'appliquent aux marchés réglementés régis par la présente loi" ; aussi en déduit-elle logiquement que la loi, à la suite de la directive, a substitué la notion de "marché réglementé" à celle de "Cote officielle", notion qui est plus large et englobe tous les marchés qui ont reçu ce label, qu'il s'agisse d'un Premier marché, d'un Second marché ou d'un Nouveau marché ; telle avait été la position de la COB dès 1999<sup>38</sup>. La seconde raison, qui n'a pas été évoquée par la Cour, tient à ce que, en réalité, Premier marché et Second marché ne formaient que les deux compartiments d'un seul marché, ce qui a permis de les fondre en une seule liste, l'Eurolist, sans nouvel agrément<sup>39</sup> ; or, une loi du 14 février 1996 avait décidé que "les Bourses de valeurs en fonctionnement régulier placées sous le contrôle du Conseil des Bourses de valeurs [...] sont reconnues en qualité de marchés réglementés au sens de la directive 93-22-CEE du Conseil, du 10 mai 1993", ce qui s'était appliqué à la Bourse de Paris (et au Nouveau marché). Aussi, l'expression "Cote officielle" du décret de 1967 est-elle obsolète depuis 1996 et faut-il lui substituer intellectuellement celle de marché réglementé ; le projet de révision du décret de 1967 en tient compte<sup>40</sup>.

## II. Actualités réglementaires

### OPA – Loi du 31 mars 2006

Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 736 s.<sup>41</sup>

34. Directive 92/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières ; loi du 10 mai 1993.

35. CA Paris, 14<sup>e</sup> B, 3 octobre 2003 : Droit des sociétés, décembre 2003, n° 217, p. 33, note Th. Bonneau ; D. 2003, AJ, p. 2640 ; Banque & Droit, janvier-février 2004, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; RDBF, janvier-février 2004, n° 47, p. 43, obs. Ph. Portier. Voir l'ordonnance confirmée : TGI Paris, 23 mai 2003 : Droit des sociétés, août-septembre 2003, n° 152, p. 33, note Th. Bonneau.

36. Com., 28 mars 2006 : D. 2006, AJ, p. 984, note A. Lienhard.

37. CA Paris, 14<sup>e</sup> B, 13 mai 2005 : Banque & Droit n° 105, janvier-février 2006, p. 38, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

38. Bulletin COB n° 339, octobre 1999, p. 1.

39. J.-J. Daigre, "Restructuration des marchés financiers français", Bull. Joly Bourse, janvier-février 2005, p. 83 ; Th. Bonneau, chronique, Droit des sociétés, mai 2005, n° 97, p. 27 ; D. Ohl, *Droit des sociétés cotées*, 2<sup>e</sup> éd., Litec, n° 18, p. 16.

40. Voir A. Lienhard, note sous Com., 28 mars 2006 : D. 2006, AJ, p. 984.

41. Voir H. de Vauplane, "Transposition de la directive OPA : bouleverse-

ment ou continuité ?" : Revue Banque n° 674, novembre 2005, p. 92 ; J.M. Moulin, "La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la directive OPA du 21 avril 2004", JCP E du 27 avril 2006, n° 1651, p. 757 ; A. Vian-dier, "Défenses en cours d'offre : les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006", RJDA 5/06, p. 435 ; H. Le Nabasque, Propos introductifs, in "Dossier Réforme des OPA", Journal des Sociétés n° 32, mai 2006, p. 25 ; Y. Paclot, Le champ de compétence de l'Autorité des marchés financiers, in "Dossier Réforme des OPA", Journal des sociétés, n° 32, mai 2006, p. 28 ; Ph. Portier et N. Partouche, Les mesures de défense en matière d'offre publique, in "Dossier Réformes des OPA", Journal des Sociétés n° 32, mai 2006, p. 32 ; Y. Dreano et Ch. Perchet, Les mesures de défense préventives, in "Dossier Réformes des OPA", Journal des Sociétés n° 32, mai 2006, p. 38 ; Th. Brun et R. Kaddouch, L'exception de réciprocité, in "Dossiers Réformes des OPA", Journal des Sociétés n° 32, mai 2006, p. 46 ; A. Couret, "Les bons d'offre", D.2006, chron., p. 1372.

La loi du 31 mars 2006 qui introduit en droit français la directive du 21 avril 2004, se contente de la transposer sur de nombreux points, mais sur d'autres, use des options que celle-ci lui ouvre et renforce finalement la possibilité des émetteurs français de se défendre en les autorisant à émettre des bons d'offres.

À la suite d'une très longue préparation et plusieurs avatars, la Commission européenne a réussi à faire adopter une directive, du 21 avril 2004, concernant les offres publiques d'acquisition. Après une première mouture d'esprit plutôt réglementaire et une deuxième de facture très libérale, pour s'en tenir à ces principales métamorphoses, le texte final tente de concilier des positions contradictoires sur la question essentielle, celle des mesures de défense contre les offres publiques. Par un jeu d'options ouvertes aux États membres, elle réussit à imposer la volonté libérale déterminée de la Commission, mais à permettre aux systèmes nationaux de demeurer plus réservés. Utilisant l'une des options mais pas l'autre, la loi française veut être neutre à l'égard des offres publiques tout en préservant la liberté contractuelle, mais réussit surtout à conserver une certaine protection aux entreprises françaises, en donnant le sentiment de neutraliser les "défenses réactives"<sup>42</sup> et en offrant aux actionnaires la possibilité d'émettre des bons d'offres. Cependant, ni la directive ni la loi ne se limitent à ces aspects, fort importants il est vrai, et s'intéressent également à d'autres, à commencer par le champ d'application du régime légal des offres publiques.

*1 – Champ territorial d'application de la réglementation française des offres publiques d'acquisition* – Jusqu'alors, la réglementation française des offres publiques n'était réputée s'appliquer qu'aux sociétés de droit français cotées sur un marché réglementé français. La compétence législative française ne pouvait résulter que de l'application cumulative du critère de la nationalité de la société et du critère du marché de cotation<sup>43</sup>. Même si la loi n'apportait aucune précision sur ce point, le règlement général de l'AMF confirmait cette solution à contrario en permettant à l'autorité de régulation d'appliquer ses règles aux offres publiques visant les instruments financiers de sociétés de droit étranger négociés sur un marché réglementé français<sup>44</sup>. Désormais, la loi française relative aux offres publiques peut s'appliquer de manière extra-territoriale. En effet, elle s'étend également à toutes les sociétés dont le siège, sans être en France, est situé sur le territoire d'un État membre ou d'un État relevant de l'EEE, pourvu qu'elle soit cotée sur un marché réglementé français; en ce cas, la loi française s'applique lorsque les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé de l'État du siège ou lorsque, admis sur plusieurs marchés réglementés, ils l'ont été pour la première fois en France, ou, si la multicotation a été concomitante, dès lors que l'AMF a été déclarée compétente. Elle s'étend encore aux

sociétés dont le siège est extérieur à l'Union européenne et à l'EEE dont les titres sont admis sur un marché réglementé français; cependant, en ce cas, il reviendra à l'AMF d'en préciser les conditions, ce qui la conduira peut-être à écarter les offres obligatoires (au sens large), comme actuellement<sup>45</sup>.

A cela s'ajoute que la réglementation des offres publiques est étendue aux marchés organisés non réglementés. Cependant, pour ce faire, l'AMF devra en prévoir les conditions et la réglementation des offres ne s'imposera que si leurs gestionnaires le demandent expressément. Ce qui vaut pour les offres publiques vaut déjà pour la procédure de garantie de cours<sup>46</sup> (qui est au surplus obligatoire de plein droit pour des systèmes multilatéraux de négociations organisés<sup>47</sup>, ce qu'est Alternext).

*2 – Action de concert* – La loi crée une seconde notion d'action de concert, spécifique aux offres publiques. Là où l'art. L.233-10 C. com la centre sur l'objet et l'objectif du concert – "*accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société*" –, le nouvel article L. 233-10-1 C. com dispose que "*En cas d'offre publique d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre*". Quelles différences en résultent? La première est relative au champ d'application: le nouvel art. L. 233-10-1 C.com édicte une notion d'action de concert spécifique aux offres publiques, celle de l'art. L. 233-10 étant ainsi restreinte aux autres hypothèses. La seconde est relative à sa définition: l'art. L. 233-10-1 retient deux cas qui semblent distincts de ceux applicables en période normale. Le premier s'applique à tout "*accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre*", ce qui n'est pas fondamentalement différent de la définition générale (accord "*en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société*"). Le second est en revanche nouveau: en premier, parce qu'il s'agit d'un accord conclu avec la société cible, en second parce qu'il s'agit d'un accord destiné à faire échouer l'offre. Fallait-il créer une action de concert spécifique aux offres publiques? Ce n'était pas nécessaire pour le premier cas, qui recoupe en gros la définition de l'art. L. 233-10. Des difficultés d'interprétation pourront en résulter, tenant en particulier au fait que le second cas suppose un accord avec la cible, ce qui laisse en dehors de son champ les accords entre les actionnaires de la cible, de même que ceux entre les actionnaires de l'auteur de l'offre<sup>48</sup>. À cela s'ajoute la question de la sanction: les concertistes auront-ils l'obligation solidaire de lancer une

42. Selon l'expression d'Alain Pietrancosta et Anne Maréchal: "Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la clause de réciprocité", Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2005, p. 797.

43. A.Tenenbaum, "L'application internationale du droit boursier", thèse Paris-I Panthéon-Sorbonne soutenue le 7 décembre 2000, sous la direction du professeur Pierre Mayer.

44. Hormis celles régissant la garantie de cours, l'offre publique obligatoire et le retrait obligatoire: art. 231-1 du RG de l'AMF.

45. Art. 231-1 du RG de l'AMF.

46. Art. L.433-3-III C.mon.fi. dans sa rédaction de la loi du 26 juillet 2005.

47. Art. 525-1 du RG de l'AMF.

48. Voir H. Le Nabasque, Chronique titres et marchés, RDBF, janvier-février 2006, p. 42.

offre publique? Difficile de l'admettre, dans la mesure où ils n'ont pas nécessairement l'intention d'exercer le contrôle de la société; surtout, on voit mal la cible tenue de lancer une offre sur elle-même.

3 – *Déclaration d'intention (amendement Danone)* – Désormais "Toute personne, dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique, peut être tenue de déclarer ses intentions à l'Autorité des marchés financiers". Cette obligation nouvelle, qui vient s'ajouter aux déclarations d'intention imposées aux personnes qui franchissent les seuils de 10 et 20 %, a été semble-t-il votée en considération des rumeurs d'offre publique sur Danone qui avaient circulé avant l'été 2005, rumeurs ni confirmées ni infirmées par l'attaquant potentiel. Il revient à l'AMF d'en fixer les conditions et les conséquences. Si ces dernières ne seront pas difficiles à préciser (le règlement général pourra notamment prévoir que l'AMF pourra refuser pendant un certain délai le droit de déposer une offre à une personne qui aura démenti avoir eu l'intention d'en déposer une), il n'en va pas de même pour les conditions: quels pourront être les "motifs raisonnables" de penser qu'une personne prépare une offre publique?; quel sera le critère d'un "mouvement significatif" des titres sur le marché? Enfin quelle conséquence attacher à une déclaration positive non suivie d'effet? L'AMF pourra-t-elle enjoindre à l'intéressé de lancer une offre publique? La sanction serait disproportionnée et inappropriée par rapport au manquement, car il ne s'agira pas d'une violation de l'obligation de lancer une offre publique, ne s'agissant pas d'une offre publique obligatoire, mais simplement de la violation d'une obligation d'information. Seule une sanction administrative est raisonnablement envisageable. Les actionnaires de la cible pourront-ils au surplus s'en plaindre devant les tribunaux? Sans doute l'offrant qui déclarera son intention de lancer une offre et n'y procédera pas commettra-t-il une faute. Mais quels seront la nature et le montant du préjudice? Ce dernier sera de l'ordre de la perte d'une chance de pouvoir apporter les titres à l'offre, mais son quantum demeurera difficile à évaluer: quel aurait été le prix de l'offre par rapport au cours?

4 – *Les offres obligatoires* – C'est la partie la moins nouvelle pour le droit français, qui connaissait depuis longtemps les offres obligatoires.

La loi précise leur champ d'application. Il s'agit d'abord des offres liées au franchissement d'un seuil ou à l'acquisition d'une part essentielle des actifs d'une société, de la garantie de cours, des offres de retrait et du retrait obligatoire; il s'agit ensuite, et c'est là que la loi offre quelque nouveauté, des offres relatives aux sociétés dont le siège est en France et dont les titres sont cotés sur un marché réglementé d'un État membre (ou d'un État relevant de l'EEE), ce qui étend le régime des offres publiques obligatoires aux sociétés françaises cotées à l'étranger, pourvu que ce soit au sein de l'EEE. Faut-il aller plus loin et appliquer l'extension générale du champ des offres publiques exposée ci-dessus (1) en particulier aux sociétés dont le siège est établi hors de France sur le territoire d'un État relevant de l'EEE si ses titres sont admis sur un marché

réglementé français? La combinaison des textes est incertaine, celui spécifique aux offres publiques obligatoires pouvant être appréhendé comme dérogoire; néanmoins, la protection des actionnaires minoritaires français, l'objectif d'intégration de la directive et la désignation de l'autorité de régulation de l'État sur le marché duquel les titres sont admis à la négociation comme autorité de contrôle par la directive, conduisent à plutôt pencher en faveur d'une réponse positive<sup>49</sup>.

Pour les offres obligatoires liées au franchissement du seuil du tiers, la loi précise que "le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé par l'auteur de l'offre [...] sur une période de 12 mois précédant le dépôt de l'offre", mais ajoute que "l'Autorité des marchés financiers peut demander à autoriser la modification du prix proposé dans les circonstances et selon les critères fixés dans son règlement général". Est ainsi abandonnée la méthode multicritères, typique du droit français, au profit de la méthode du précédent, en vigueur en Angleterre semble-t-il. Ce critère se recommande par sa simplicité et son apparente pertinence, les minoritaires bénéficiant du dernier prix convenu librement. Il peut néanmoins être arbitraire, aussi l'AMF prévoira-t-elle certainement les circonstances dans lesquelles elle pourra imposer le retour à la méthode multicritères. L'AMF pourra-t-elle aller jusqu'à se réserver la possibilité d'imposer la méthode multicritères, par exemple lorsque le dernier prix payé sera trop différent? Ce serait sans doute trop directement heurter la règle nouvelle. En revanche, la méthode multicritères continuera de s'appliquer aux offres publiques volontaires, sauf à l'AMF à généraliser la méthode du dernier prix payé.

La loi étend le domaine du retrait obligatoire. Jusqu'à maintenant, suite exclusive d'une offre publique de retrait, il pourra être attaché à toute offre dès lors qu'à l'issue de celle-ci les titres encore détenus par les minoritaires ne représenteront pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote. La simplification est bienvenue, qui évitera le passage par une OPR. Elle présentera un intérêt en cas d'OPR<sup>50</sup>. Autre extension, qui ne sera pas dénuée d'intérêt: le retrait obligatoire pourra s'étendre aux titres pouvant donner accès au capital, dès lors que, additionnés aux titres existants, l'ensemble ne représente pas plus de 5 %.

5 – *Les défenses anti-OPA* – Là est le cœur de la réforme, la partie la plus discutée tant à l'échelon européen qu'au Parlement français, celle qui exprime les choix balancés et peut-être contradictoires des pouvoirs publics. Quelles lignes de force en ressortent? D'abord, le souci de faciliter les offres publiques en écartant un certain nombre de mesures anti-OPA, d'où la neutralisation de certaines restrictions statutaires; ensuite, la préoccupation de ne pas livrer les entreprises françaises pieds et poings liés à des prédateurs étrangers qui ne seraient pas soumis aux mêmes règles de neutralité, d'où l'exception de réciprocité; enfin, la faveur aux actionnaires et l'apparente défiance envers les dirigeants, d'où le retour systématique devant l'assemblée pour toute décision qui, en cours d'offre, pourrait en empêcher la réussite.

49. Pour une réponse positive, voir Th. Bonneau, "La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition", *Droit des sociétés*, mai 2006, p. 6, n° 15.

50. Voir Th. Bonneau, chronique précitée, n° 20, p. 7.

5.1 – *Neutralisation des défenses préventives* – Transposant une partie de l’art. 11 de la directive, la loi française décide que “Sauf lorsqu’elles résultent d’une obligation législative, les clauses des statuts d’une société [...] prévoyant des restrictions statutaires au transfert d’actions de la société sont inopposables à l’auteur d’une offre publique pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre”. Le règlement général de l’AMF suspendait déjà l’effet des clauses statutaires d’agrément, sauf lorsqu’elles résultaient d’une obligation législative<sup>51</sup>; la loi donne une assise législative à cette règle et l’étend à toutes les clauses prévoyant des restrictions statutaires au transfert d’actions, ce qui englobe également les clauses de préemption. La loi ajoute que les statuts peuvent prévoir que les effets de toute clause de cette nature sont inopposables à l’auteur de l’offre, pourvu qu’elle ait été conclue postérieurement, non pas à l’entrée en vigueur de la loi française, mais à la date de promulgation de la directive, le 21 avril 2004. La loi permet aux statuts d’aller plus loin et de prévoir également que les clauses conventionnelles prévoyant “des restrictions à l’exercice des droits de vote attachés à des actions de la société sont suspendues en période d’offre publique visant la société lors des assemblées réunies aux fins d’adopter ou d’autoriser toute mesure susceptible de faire échouer l’offre”, pourvu qu’elles aient été conclues postérieurement au 21 avril 2004. Mais la neutralisation de ces clauses conventionnelles ne s’applique qu’à l’occasion de l’assemblée réunie par les dirigeants de la cible “aux fins d’adopter ou d’autoriser toute mesure susceptible de faire échouer l’offre”. En ce cas, les actionnaires signataires d’un pacte retrouvent leur liberté. Il s’agit de l’équivalent d’une condition *rebus sic stantibus*, ce qui se comprend s’agissant, d’une part, de faciliter les offres publiques, d’autre part, de rendre aux actionnaires la liberté de prendre une décision en toute connaissance de cause. La loi permet également que les statuts prévoient que “les effets des restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote attachés à des actions de la société sont suspendus en période d’offre publique” à l’occasion des assemblées réunies “aux fins d’adopter ou d’autoriser toute mesure susceptible de faire échouer l’offre”. De la sorte, peuvent être atteintes les mesures de plafonnement des droits de vote, par exemple. Cette possible neutralisation statutaire peut-elle s’étendre aux actions de préférence sans droit de vote? Il ne s’agit pas, à proprement parler, d’une restriction statutaire, mais d’une privation du droit de vote intrinsèque à une catégorie spécifique d’actions, de sorte que l’on peut penser que non.

Enfin, allant au bout de sa logique, la loi dispose que les plafonnements statutaires de droits de vote sont suspendus lors de la première assemblée qui suit la clôture de l’offre, lorsque son auteur a pu obtenir une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à une quantité qui sera fixée par l’AMF et qui ne pourra être inférieure “à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois-quarts”. L’objectif est de permettre à l’offrant de bénéficier du succès de son offre et de changer les dirigeants aussitôt après, voire de modifier les statuts. Est ainsi confirmée la doctrine de l’AMF, qui ne reposait sur aucun socle légal. Il reviendra au règlement général de fixer la fraction du capital ou des droits de vote à partir de laquelle la neutralisation

s’appliquera, voire de modifier les statuts; il semble que l’AMF envisage de retenir le seuil des deux tiers. Allant au-delà, la loi permet à la société de prévoir dans ses statuts que les effets des restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote ainsi que les effets de toute clause prévoyant de telles restrictions – pourvu que la convention ait été conclue après le 21 avril 2004 – sont suspendus lors de la première assemblée qui suit la clôture de l’offre lorsque son auteur vient à détenir une certaine fraction du capital ou de droits de vote qui sera fixée par le règlement de l’AMF; en ce cas, la quotité à fixer devra être inférieure à la précédente. De même, la loi permet que les statuts suspendent lors de la première assemblée qui suit la clôture de l’offre, les droits extraordinaires de nomination ou de révocation des administrateurs, membres du conseil de surveillance, membres du directoire, directeurs généraux et directeurs généraux délégués, détenus par certains actionnaires, ce qui s’entend tant d’éventuelles clauses statutaires que d’éventuelles clauses conventionnelles; la condition est que l’offrant atteigne une certaine fraction du capital ou des droits de vote, qui sera, là encore, fixée par le règlement de l’AMF, étant entendu qu’en cette hypothèse le règlement est libre de choisir la quotité qui lui conviendra.

5.2 – *Aménagement des “défenses réactives”* – En ce qui concerne les “défenses réactives”, la loi neutralise le pouvoir des dirigeants et le rend aux actionnaires. Elle dispose que pendant la période d’offre publique, les dirigeants ne peuvent prendre de mesure dont la mise en œuvre serait susceptible de faire échouer l’offre. La loi française avait déjà privé les délégations de toute efficacité en période d’offre publique, sauf si elles s’inscrivaient dans le cours normal de l’activité de la société et si leur mise en œuvre n’était pas susceptible de faire échouer l’offre (art. L. 225-129-3 C. com); la loi nouvelle les prive désormais de tout effet, sans restriction. Il en va de même de toute délégation accordée par une assemblée antérieure dont la mise en œuvre serait susceptible de faire échouer l’offre. Il en va également de toute décision des dirigeants qui, bien que prise avant la période d’offre, n’a pas été totalement ou partiellement mise en œuvre et qui serait susceptible de faire échouer l’offre. Elle suppose une approbation ou une confirmation en assemblée générale, sauf si, par exception, il s’agit d’une décision qui s’inscrit dans le cours normal des activités de la société (mais que faut-il entendre par là)? À cela, deux exceptions: les organes collégiaux (conseil d’administration et conseil de surveillance) conservent leur pouvoir de nomination des membres de la direction générale; surtout, les dirigeants conservent le pouvoir de rechercher d’autres offres, c’est-à-dire un “chevalier blanc”, exception conforme à la logique des offres publiques qui suppose de permettre le libre jeu des offres et des surenchères. Mais, dans le principe, toute mesure susceptible de faire échouer l’offre oblige le dirigeant à solliciter l’approbation préalable de l’assemblée générale. Là est le nœud de la réforme. Dès lors, toute décision susceptible de faire échouer l’offre, ce qui est très large, doit être soumise à une assemblée générale (à chaud). Il en va particulièrement ainsi s’agissant d’une éventuelle augmentation de capital destinée à rendre la cible trop lourde à avaler pour l’attaquant.

51. Art. 231-6 du RG de l’AMF.

5.3 – *Exception de réciprocité* – La loi dispose que la neutralisation du pouvoir des dirigeants n'intervient pas, par exception, lorsque l'attaquant ou l'un des attaquants, s'ils sont plusieurs, n'appliquent pas les mêmes dispositions ou des mesures équivalentes. Elle étend cette exception aux offrants qui sont contrôlés par une ou plusieurs entités dont l'une au moins n'applique pas ces dispositions ou des mesures équivalentes. Exception à l'exception, la réserve de réciprocité ne peut être invoquée si le ou les attaquants agissent de concert avec la cible. La difficulté de cette règle portera principalement sur la notion de "mesures équivalentes", dont la loi prévoit que toute contestation fera l'objet d'une décision de l'AMF. La question qui se pose est de savoir si la compétence de l'AMF est exclusive de tout recours juridictionnel. La loi ne le prévoyant pas expressément, il paraît impossible de l'écarter. Il reste à prévoir un raccourcissement des délais de convocation de l'assemblée pour permettre sa tenue en cours d'offre publique, ce que devrait faire un décret.

Dans l'hypothèse où l'exception de réciprocité peut s'appliquer, les décisions des dirigeants qui seraient susceptibles de faire échouer l'offre ne peuvent néanmoins s'appliquer de plein droit. Elles doivent avoir été expressément autorisées pour l'hypothèse d'une offre publique par une assemblée générale préalable tenue dans les 18 mois précédant le jour de dépôt de l'offre. En ce cas, les dirigeants pourront en particulier avoir reçu autorisation d'émettre des bons d'offre. L'assemblée générale extraordinaire destinée à permettre l'émission de bons d'offres peut se tenir préalablement à toute offre publique ou en cours d'offre. Elle ne sera efficace que si la cible peut se prévaloir de l'exception de réciprocité et permettra alors aux dirigeants d'utiliser la délégation sans nouvelle assemblée. Si la société fait l'objet d'une offre, la délégation cesse en principe d'être efficace, sauf exception de réciprocité. Peut-on en ce cas mettre en œuvre une sub-délégation? La question est discutée<sup>52</sup> s'agissant de savoir si, à défaut de précision expresse dans la loi, on doit admettre que la sub-délégation est implicite ou au contraire écartée a contrario. Il semble que la première interprétation soit la plus communément admise. Il en résulte une réelle complexité des conditions de décision d'émission de bons d'offre, en raison des différentes hypothèses envisageables et des règles générales relatives à la délégation<sup>53</sup>.

Deux auteurs ont soulevé la question de la conformité de la loi française à la directive s'agissant du domaine d'application de l'exception de réciprocité. En effet, Mme Maréchal et M. Pietrancosta<sup>54</sup> ont, après une lecture attentive de la directive, de ses considérants et de ses travaux préparatoires, tenté de montrer, avec une certaine force de conviction, que l'exception de réciprocité avait peut-être

été réservée par la directive aux sociétés qui, bien que leur législation nationale n'ait pas neutralisé le pouvoir des dirigeants de prendre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre, se l'imposeraient à elles-mêmes par voie statutaire, ce qui reviendrait à la refuser à celles que la loi priverait du pouvoir de prendre de telles mesures. De prime abord, cette interprétation paraît peu conforme à la raison d'être de l'exception de réciprocité, tant celle-ci semble devoir être générale par sa logique même. Mais les auteurs démontrent qu'en réalité l'exception de réciprocité n'a été conçue que pour inciter les sociétés qui n'y sont pas obligées à neutraliser le pouvoir de leurs dirigeants par une clause statutaire expresse.

5.4 – *Emission de bons de souscription d'actions utilisables en cours d'offre publique* – Le projet d'offre de Mittal sur Arcelor a, en cours de débats, conduit le législateur à permettre l'émission de bons de souscription d'actions destinés à faire échouer l'offre. En effet, le nouvel art. L. 233-32-II C. com. dispose désormais que les actionnaires peuvent décider l'émission de bons permettant de souscrire à des actions de la cible, dont l'effet potentiel sera d'augmenter d'autant le capital et de renchérir le coût final de l'offre. Il permet même à l'assemblée des actionnaires de déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire. La décision doit être prise par l'assemblée générale extraordinaire, mais aux conditions de quorum et de majorité des assemblées ordinaires. Il y a là un habillage artificiel, qui a uniquement eu pour objet de permettre une transaction entre ceux qui voulaient faciliter l'émission de bons d'offre et ceux qui voulaient la réserver à une décision extraordinaire des actionnaires, mais personne ne s'y trompera, car la réalité est que la décision pourra être prise aux conditions des assemblées ordinaires. En cas de délégation, la décision de l'assemblée doit fixer le montant maximum de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice des bons, ainsi que le nombre maximum de bons pouvant être émis. Elle peut également prévoir les conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction pour le conseil ou le directoire de procéder à l'émission de ces bons, d'y surseoir ou d'y renoncer.

L'attribution des bons doit être gratuite et profiter à tous les actionnaires. Les bons peuvent permettre de souscrire aux actions à des conditions préférentielles, qui peuvent donc aller jusqu'à retenir la valeur nominale comme prix de souscription, ce qui offre un avantage exceptionnel aux actionnaires en place et peut les inciter fortement à souscrire et à renchérir d'autant l'offre de l'attaquant. L'exercice des bons doit être conditionné aux termes de l'offre ou de toute offre concurrente éventuelle. Les bons sont caducs dès que la procédure d'offre publique échoue ou cesse. L'intérêt de ces bons sera probablement d'ordre dissuasif, ce qui est l'essentiel. ■

52. Voir A. Couret, "Les bons d'offre", D. 2006, chron., p. 1372, spéc. n° 30, p. 1377.

53. Voir A. Couret, art. précité. Voir également A. Viandier, "Défenses en cours d'offre : les règles de compétences des organes sociaux après la

loi du 31 mars 2006", RJDA /06, p. 435.

54. A. Pietrancosta et A. Maréchal, "Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la clause de réciprocité", Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2005, p. 797.