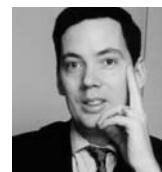


# Chronique *financière* *et boursière*



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



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

## Rachat d'actions - Informations privilégiées et manipulation de cours - Présomption de légitimité (non).

AMF, décision de sanction, Exane, Eurazeo, 16 septembre 2005,  
H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2004,  
n° 898-1.

Constitue une manipulation de cours le fait pour une société de faire "monter" artificiellement son titre par l'intermédiaire de prestataires de marché, et ce afin de pouvoir racheter un bloc de titres à l'un de ses actionnaires important dans le cadre de son programme de rachat.

Le rachat par une société de ses propres titres peut être l'occasion pour l'émetteur à des manipulations de cours. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle cette pratique est strictement encadrée, après avoir longtemps été interdite. Cet encadrement est effectué en Europe par la directive Abus de marché n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et son règlement n° 2273/2003/CE de la Commission du 22 décembre 2003. L'on sait que la directive ne s'applique pas aux opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat, sous réserve des mesures d'exécution prises par le règlement (art. 8 de la directive 2003/6/CE). Afin de bénéficier de cette dérogation, un programme de rachat doit satisfaire aux conditions du règlement précité, notamment quant aux objectifs poursuivis par l'émetteur. Dès lors qu'un programme répond à ces exigences, le règlement pose une "présomption irréfragable" de légitimité. On sait que si le droit communautaire n'a prévu que deux objectifs de rachat, le droit français a permis d'en rajouter un troisième au titre de la pratique de marché reconnue. Mais là n'est pas le débat qui retient l'attention au titre de la présente décision de sanction de l'AMF. La Commission disciplinaire du régulateur boursier était appelée à se prononcer sur des pratiques considérées comme manipulatives lors d'un programme de rachat d'actions. Parmi les nombreuses questions évoquées devant l'AMF se posait celle de la portée de la présomption de légitimité prévue par le droit français alors applicable au moment des faits, c'est-à-dire avant la directive Abus de marché et son règlement relatif au rachat d'actions par un émetteur de ses propres titres.

Reprenons les faits tels que mentionnés par l'AMF. À la suite de la fusion de la société Eurafiance et Azeo succédant à une offre publique amicale de la première sur la seconde, le capital du nouvel ensemble était notamment détenu par la société UBS Warburg à hauteur de 11,6 %. Eurafiance, souhaitant procéder à la recomposition de son capital, a cherché à sortir, avec son accord, UBS Warburg en lui rachetant son bloc de titres. Pour ce faire, Eurafiance a sollicité l'accord de la COB (on se demande d'ailleurs bien sur quel fondement la COB aurait pu lui répondre. L'affaire Vivendi a à cet égard montré les limites des "accords" de la COB) pour l'autoriser à racheter un bloc de ses propres titres à un prix supérieur au cours de Bourse, accord qui lui fut refusé. Malgré cette opposition, le jour même où était exprimé le refus de la COB à Eurafiance, l'on constata que le cours de Bourse de celle-ci fit l'objet de fortes pressions à la hausse lors des dernières minutes de cotation, et notamment sur le cours de clôture, pour terminer avec une hausse de près de 6 %. Le lendemain, une transaction hors séance fut déclarée au marché pour un bloc de titres correspondant à 6,3 % du capital, dont 5,4 % entre UBS Warburg et Eurafiance. Suite à une enquête diligentée par la Commission, des griefs furent notifiés à Eurafiance et à son secrétaire général aux motifs d'une part, d'avoir communiqué des informations privilégiées à la société de Bourse Exane sur le prix qu'accepterait de payer Eurafiance pour le rachat de ses actions en Bourse, et d'autre part d'avoir à plusieurs reprises donné leur accord aux interventions sur le marché par la société de Bourse Exane afin de faire monter artificiellement le cours de l'action. La commission des sanctions de l'AMF a alors décidé de prononcer des sanctions à l'encontre de la société Eurazeo (nouvelle dénomination de la société Eurafiance à la suite de sa fusion avec Azeo) sous forme d'une sanction pécuniaire de 500 000 euros compte tenu du fait que les manquements commis "sont particulièrement graves, tant par leur répétition et leur ampleur que par leurs conséquences", à la société de Bourse Exane au titre de son défaut de contrôle et d'organisation sous forme d'un avertissement et d'une sanction pécuniaire de 300 000 euros, mais aussi à l'encontre du secrétaire général d'Eurafiance pour 50 000 euros du fait de sa "grande autonomie" dans

l'exécution du programme de rachat et ce sur le fondement des anciens articles 2 et 3 du règlement COB n° 90-04 applicables "à toute personne" alors que l'article 7 du même texte (relatifs aux conditions de rachat par un émetteur de ses propres titres) ne vise que le seul émetteur, et des deux vendeurs de chez Exane pour s'être affranchis "des règles les plus élémentaires pour opérer leurs intervention" pour 50 000 euros pour l'un et sous forme d'un avertissement pour le second. C'est la présente décision, d'une grande richesse, qui fait l'objet du commentaire, celui-ci ne s'attardant que sur certains des aspects de la décision.

**1. Le premier intérêt de la décision porte sur l'application de la loi dans le temps.** En effet, dès lors que les faits en cause remontent antérieurement à la réforme opérée (suite à la mise en œuvre des dispositions communautaires) des conditions dans lesquelles les sociétés peuvent racheter leurs propres titres, il convenait de s'interroger sur les dispositions législatives et réglementaires applicables. On sait que l'article 47 de la Loi sécurité financière a prévu que les règlements de la COB demeuraient en vigueur jusqu'à leur abrogation.

S'agissant des conditions d'application en matière d'information privilégiée avant l'entrée en vigueur du nouveau RG AMF, c'était le règlement COB n° 90-08 qui était applicable aux faits et situations qu'il visait. Depuis le 25 novembre 2004, c'est par application du règlement précité, repris par les articles 611-1, 621-1 et 622-2 du RG AMF, que les faits sont définis et susceptibles d'être sanctionnés. En conséquence, dans la mesure où le nouveau texte a eu pour effet de maintenir les manquements objets des griefs tout en abrogeant les règlements COB dont il reprend le contenu, les dispositions du RG AMF restent, selon l'AMF, "pour l'essentiel équivalentes au fond [...] même si elles sont différentes dans la forme". L'AMF se livre alors à une analyse exégétique des textes, relevant ainsi qu'est désormais interdite non seulement l'exploitation d'une information, mais la simple "utilisation", ou le fait que l'influence sur le cours de Bourse de l'information doit être "sensible" alors que les textes antérieurs ne prévoient pas de conditions. Considérant, tout comme en matière pénale, que "l'extension de la définition du comportement [...] n'est [...] pas applicable aux manquements antérieurs à l'entrée en vigueur" du RG AMF reprochés aux intéressés, l'AMF applique la nouvelle qualification de l'information "sensible" donnée à l'influence sur les cours dans la mesure où cette qualification est constitutive d'une loi plus douce.

Quant aux règles relatives à l'établissement des cours, l'AMF constate que les "dispositions anciennes, qui étaient rédigées de manière concise, ont été précisées et illustrées dans le règlement général de l'AMF". Dès lors, loin d'en modifier le contenu, "les nouvelles règles indiquent de manière plus précise les éléments caractérisant le manquement, ces précisions ne modif[ia]nt pas, pour l'essentiel, les principes figurant dans le règlement COB n° 90-04". Mais là encore, et tout comme les textes applicables en matière d'initié, l'AMF constate que le contenu des textes anciens et nouveaux présentant des différences, il convient de prendre celles-ci en compte.

C'est ainsi que l'AMF est amenée à se pencher sur la question de la présomption de légitimité et sa qualification. L'on sait que la doctrine débat de la pertinence de considérer si les textes nouveaux instaurent une présomption irré-

fragable, là où le droit communautaire évoque un *safe harbor*. La Commission des sanctions de l'AMF estime pour sa part que si l'ancien règlement COB n° 90-04 prévoyait une présomption simple de légitimité des interventions d'un émetteur sur ces propres titres dès lors que les conditions prévues par ledit règlement étaient bien remplies, le règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 met en place une présomption irréfragable de légitimité. Mais l'intérêt de la décision est moins sur cet apport qualificatif que sur les conséquences qu'il convient de tirer de l'absence de légitimité. Et de rappeler, avec pertinence et raison, tant il est parfois difficile de se faire entendre en pratique par les intéressés, qu'en l'absence d'une telle légitimité, "le manquement de manipulation de cours ne serait pas pour autant établi ; que pour caractériser un tel manquement, il resterait à s'assurer de l'éventuelle incapacité de l'émetteur à rapporter la preuve de sa bonne foi en démontrant que les modalités des opérations de rachat n'ont pas entravé le fonctionnement régulier du marché ou n'ont pas revêtu un caractère trompeur". Il convient d'approuver sans réserve une telle précision qui vient remettre les pendules à l'heure. Trop de personnes ont considéré qu'en dehors de la légitimité, point de salut, alors qu'il ne s'agit que d'une règle de preuve. Rendons grâce à l'AMF d'avoir ainsi apporté les réponses les plus claires sur cette question. En l'espèce, l'AMF écarte l'alinéa 1<sup>er</sup> de l'article 4 du règlement 90-04 qui n'a pas été repris dans le RG AMF, alinéa qui disposait que les ordres devaient correspondre aux objectifs visés par la personne qui en prend l'initiative.

Dernier élément relatif à l'application de la loi dans le temps, le champ de compétence de l'AMF en matière de pouvoir de sanction. Là encore, la Commission des sanctions observe que la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, transposant la directive Abus de marché en droit interne, est plus sévère que la loi ancienne issue de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 puisqu'elle ne subordonne plus la constitution du manquement aux conditions anciennes.

**2. En ce qui concerne l'appréciation du caractère manipulatif des faits observés,** la Commission des sanctions observe que les interventions d'EuraFrance dans le cadre du programme de rachat ont été effectuées pour la plupart dans la dernière demi-heure de cotation et au plus haut de la fourchette, sans respecter la limite de 25 % du volume des transactions. À cet égard, la Commission indique que "la clôture et la reprise des cotations sont considérées comme des périodes sensibles" et que dès lors l'intervention répétée par un émetteur à ces périodes apparaît critiquable, ce que l'on comprendra aisément dans la mesure où ce sont des moments où sont déterminées les tendances des premières cotations pour le cours d'ouverture, et en ce qui concerne le cours de clôture, il constitue le cours de référence des transactions hors marché mais surtout le cours de calcul des valeurs liquidatives des OPCVM et le cours de valorisation de certains actifs réglementés (comme chez les compagnies et sociétés d'assurance). Fort de ce principe, la Commission estime que "les interventions [de la société de Bourse] lors de la dernière demi-heure ont significativement influencé les dernières cotations, alors qu'elles n'auraient pas dû concourir à leur formation en fin de séance". L'inobservation de l'une des conditions prévues pour bénéficier de la légitimité des interventions est un élément purement fac-

tuel, peu important l'intention de l'auteur. Ainsi, "il importe peu que ces dépassements [de la limite de 25 %] aient été ou non délibérés, dès lors qu'il appartenait à Eurafrance de veiller au respect du plafond, ce qu'elle n'a pas fait". Autrement dit, peu importe que les dépassements soient le fait de l'intermédiaire de marché qui "n'a pas fait attention", il suffit qu'il y ait dépassement pour ne pas bénéficier de la légitimité.

Les développements les plus complexes de la décision, car les plus factuels, sont relatifs à l'évolution du cours du titre et les perspectives de rachat de la participation de l'actionnaire UBS Warburg. En l'espèce, durant la phase de rachat, le cours de Bourse a connu une tendance haussière forte et continue au point, dit l'AMF, "d'en être suspecte" ! La question se pose alors de savoir si cette évolution tout à fait anormale est "seulement une coïncidence heureuse par rapport aux objectifs officiels du programme [...] ou a été le résultat d'opérations illicites destinées à faire monter le cours artificiellement afin, notamment, de favoriser le rachat massif par Eurafrance des titres de son actionnaire UBS Warburg". Après une longue analyse des écoutes téléphoniques entre, d'une part, le secrétaire général d'Eurafrance et d'autre part les deux opérateurs d'Exane (écoutes dont le contenu laisse parfois l'observateur pantois, tant la naïveté des protagonistes apparaît criante, alors même que ceux-ci se savent enregistrés !), celles-ci laissent présumer à une "orchestration des opérations par le représentant d'Eurafrance". Précisons qu'Eurafrance transmettait ses ordres auprès de deux intermédiaires financiers, ce qui, note l'AMF, est un motif de plus pour ne pas bénéficier du principe de légitimité, le premier intermédiaire (CAIC) intervenant au titre de son programme de rachat, alors que le second type d'intervention (avec Exane) "dont le caractère irrégulier était connu des interlocuteurs, a été mis au point, tendant à faciliter un rachat massif à UBS Warburg, avec «l'idée» de faire monter le cours, pour satisfaire à l'exigence de ces derniers". Cette hypothèse, qualifiée plus loin de "stratagème", est pleinement confirmée selon l'AMF par l'examen des opérations qui ont conduit aux transactions de bloc.

Au total, c'est une décision d'une grande richesse qu'il convient d'approuver. Elle ne peut qu'inciter les émetteurs à la plus grande attention dans laquelle ils mettent en œuvre et conduisent leurs opérations de rachat sur leurs propres titres, sans toutefois tomber dans un blocage complet de leurs opérations au motif des grands dangers que représenteraient ces opérations et des nombreuses conditions posées pour respecter la réglementation. Souvenons-nous que l'intérêt principal de cette décision consiste justement à rappeler qu'il est toujours possible à un émetteur ne bénéficiant pas de la présomption de légitimité d'apporter la preuve de la légitimité de ses interventions et de sa bonne foi, ce qui ne fut pas le cas dans l'espèce commentée, la société s'étant même gardée de désavouer les interventions ou les intervenants.

### Information du marché - Information trompeuse ayant conduit un actionnaire à acquérir des titres - Responsabilité de la société (Oui).

Cass. com. 22 novembre 2005, Eurodirect Marketing c/M. X..., Légifrance. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 1050.

En retenant que la société a sciemment publié des perspectives de résultats dont elle savait qu'elles n'avaient aucune chance de se réaliser, la cour d'appel a caractérisé un manquement à l'obligation de donner au public une information exacte, précise et sincère.

L'obligation de publier un rapport, dans les quatre mois de la clôture du premier semestre de l'exercice, ne dispense pas la société de l'obligation de porter au plus tôt à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence sur le cours des titres émis par elle.

En constatant qu'un actionnaire a, dans les mois qui ont suivi le communiqué critiqué, procédé à des achats d'actions réguliers très largement supérieurs aux opérations antérieurement réalisées, la cour d'appel a pu décider qu'il existait un lien de causalité entre le manquement à l'information et le préjudice subi par l'actionnaire.

Cet arrêt, bien que n'étant pas destiné à être publié au Bulletin, est intéressant à plus d'un titre, mais principalement parce qu'il reçoit l'action en responsabilité d'un investisseur contre un émetteur pour mauvaise information du marché. En l'espèce, un particulier, qui avait déjà plusieurs fois acquis des actions de l'émetteur, a augmenté ses achats dans les semaines qui ont suivi la publication, au mois d'avril, d'un communiqué optimiste mais erroné sur les perspectives de résultats pour l'exercice en cours, information démentie par un communiqué du mois d'octobre au lendemain duquel l'intéressé a revendu une grande partie de ses titres, à perte évidemment. La société a été condamnée par la cour d'appel de Colmar à l'indemniser. L'émetteur a déposé un pourvoi, portant à la fois sur la faute et sur le lien de causalité, que rejette la Cour de cassation.

1. Sur la faute, l'émetteur reprochait à la cour d'appel, d'une part, de n'avoir pas suffisamment caractérisé l'intention de tromper le marché, d'autre part, de n'avoir pas tenu compte du fait qu'il avait régulièrement publié les informations exigées par le Code de commerce.

Sur le premier point, l'émetteur se retranche derrière les éléments constitutifs à l'infraction de diffusion d'information fausse ou trompeuse (art. 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 à l'époque, art. L.465-2 C.mon.fi. aujourd'hui) pour estimer que la faute de l'art. 1382 c.civ. n'est pas caractérisée. Il y a là une identification qui n'est pas recevable. S'il est vrai qu'une faute pénale est (presque) toujours caractéristique d'une faute civile, l'inverse ne l'est pas, la notion de faute civile étant plus large que celle de faute pénale. En l'espèce, la Cour de cassation rappelle que, selon la cour d'appel, la société avait "sciemment publié des perspectives de résultats dont elle savait qu'elles n'avaient raisonnablement pas de chance de se réaliser" et que cela suffisait à caractériser la faute volontaire de l'art. 1382 c.civ. Elle précise qu'il est dès lors inutile, contrairement à ce que prétendait le moyen du pourvoi, de vérifier si les pertes au moment du communiqué "étaient déjà telles que les résultats envisagés pour 1998 ne seraient pas atteints". Elle juge également qu'il n'est pas nécessaire de rechercher si l'émetteur "avait annoncé ses perspectives de résultats avec l'intention d'agir sur les cours de ses actions". La Cour de cassation rappelle également que la même prévision exagérément et volontairement optimiste avait été réitérée dans le document de référence publié un mois plus tard et que l'émetteur avait tardé à publier un communiqué rectificatif. Pour

la cour régulatrice, la faute civile est démontrée par le simple fait que l'émetteur avait publié des perspectives qu'il savait n'avoir raisonnablement aucune chance de réaliser, ce qui suffit à engager sa responsabilité vis-à-vis des investisseurs. Au regard des faits tels qu'ils sont rapportés, l'analyse de la Cour de cassation paraît peu contestable. Publier une information prévisionnelle que l'on sait exagérément optimiste est en effet une faute. Elle l'est plus encore au regard du minimum de bonne foi et de loyauté que chacun est en droit d'attendre d'un émetteur ; elle l'est de manière spéciale, au regard de l'obligation particulière imposée aux émetteurs par la réglementation boursière de délivrer au marché une information exacte, précise et sincère (art. 222-2 du règlement général de l'AMF). Certes, la violation d'une obligation administrative, comme la violation d'une obligation déontologique, n'est pas nécessairement caractéristique d'une faute civile, mais en l'occurrence on peut aisément considérer que les deux se rejoignent compte tenu de l'importance déterminante de l'information des investisseurs sur les marchés réglementés.

Sur le second point, la Cour de cassation a beau jeu de rappeler que les obligations d'information du droit des sociétés ne dispensent pas la société de respecter celles du droit boursier. En l'espèce, l'émetteur prétendait être exonéré de toute faute pour avoir publié, dans les quatre mois de la clôture du premier semestre, des données chiffrées exactes relatives aux résultats de la société au cours du semestre écoulé et qu'il ne pouvait donc être condamné pour information tardive du marché, ayant ainsi appliqué les prescriptions du code de commerce (art. L.232-7). Mais le respect scrupuleux de cette obligation ne l'exonérait pas d'une autre, plus exigeante, prévue par le règlement général de l'AMF, qui précise que "l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère" (art. 222-2), ce qui suppose une publication immédiate de toute information susceptible d'avoir une incidence sur le cours (art. 222-3). C'est ce que rappelle la Cour de cassation : le respect des obligations d'information comptable et financière du Code de commerce "ne saurait dispenser ces sociétés de l'obligation de porter au plus tôt à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence sur les cours des titres émis par elle". Or, en l'espèce, elle relève, à la suite de la cour d'appel, que l'émetteur avait tardé à informer le public des résultats négatifs du premier semestre, ce qui suffisait à caractériser le manquement à l'obligation d'information et, par voie de conséquence, la faute civile permettant à l'investisseur victime d'engager la responsabilité de l'émetteur. La cour d'appel de Paris a déjà eu l'occasion de condamner un émetteur, dans des circonstances exactement inverses : des actionnaires avaient cédé leurs titres au lendemain d'un communiqué exagérément pessimiste alors que ceux-ci avaient fait l'objet quelques jours plus tard d'une garantie de maintien de cours à un prix substantiellement supérieur<sup>1</sup>.

2. Restait cependant à déterminer l'existence d'une causalité entre la faute et le préjudice de l'actionnaire. En l'espèce, le pourvoi reprochait à la cour d'appel de n'avoir pas suffisamment caractérisé le lien entre l'information défailante du mois d'avril et les achats postérieurs de titres. Il invoquait en particulier le fait que l'investisseur avait commencé à acheter des actions avant la publication du commu-

niqué litigieux et en avait conservé après la publication d'informations précises en septembre et octobre, ce qui aurait démontré que les achats intervenus entre ces deux dates n'auraient pas été liés à l'information litigieuse. Il invoquait également le fait que le cours des actions avait commencé de diminuer dès avant le communiqué du mois d'avril, baisse qui s'était poursuivie ensuite, ce qui aurait démontré que l'intéressé avait pris ses décisions d'investissement en connaissance de cause. Mais la Cour de cassation se contente, comme la cour d'appel, de constater que les achats d'actions postérieurs au communiqué litigieux avaient été très largement supérieurs aux opérations antérieurement réalisées et s'appuie également sur le fait que l'intéressé avait réclamé la communication du document de référence de l'exercice précédent "afin de vérifier, au lendemain de l'assemblée générale des actionnaires, les informations publiées en avril 1998, ce qui atteste de l'intérêt que celles-ci présentaient pour lui". Aussi estime-t-elle que "la cour d'appel a pu décider qu'il existait un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. X. en revendant à perte les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses". De cela, on peut retirer deux enseignements : d'une part, la causalité est entendue assez largement et n'a pas besoin d'être directe, ni même exclusive ; d'autre part, le préjudice à indemniser est celui qui résulte de la perte subie sur les actions achetées postérieurement à la publication du communiqué litigieux et revendues au lendemain du communiqué rectificatif.

### **Information du marché - Indication d'un propriétaire apparent des titres qui n'est pas le propriétaire réel - Information permanente et information due à l'occasion d'une opération d'appel public à l'épargne - Manquement.**

AMF, décision de la Commission des sanctions du 29 septembre 2005, Mines de la Lucette. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 1050.

L'image trompeuse de la composition du capital d'un émetteur est de nature à modifier l'appréciation portée par le marché sur la structure comme sur la qualité de celui-ci. La réglementation de l'époque ne prévoyait pas que le prospectus doit comporter des précisions sur l'actionnariat réel de l'émetteur.

La décision de sanction du 29 septembre 2005 de l'AMF soulève une question inédite, relative au point de savoir si la composition réelle de l'actionnariat d'un émetteur est une donnée qui doit être livrée au marché. La question se pose de manière différente suivant qu'il s'agit de l'information permanente ou de l'information ponctuelle liée à une opération nécessitant l'émission d'un prospectus. Dans l'espèce, le PDG et les administrateurs avaient eu recours à une cascade de sociétés offshore pour la détention d'une partie de leurs actions et avaient laissé croire, à cette occasion, qu'un nouvel investisseur était entré dans la société. Le résultat fut que, à la suite de la diffusion de cette information, une très forte valorisation du cours a été observée pendant plusieurs mois. L'ex-COB s'en est émue, a ouvert une enquête et notifié deux séries de griefs à la société, à

1. Paris, 26 septembre 2003, Banque & Droit n° 93, janvier-février

2004, p. 33, chron. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

son président et à ses administrateurs, l'un sur le fondement du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, l'autre sur le fondement du règlement COB n° 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'émission sur un marché réglementé d'instruments financiers. Le fait précisément reproché à la société et à ses dirigeants était d'avoir à deux reprises émis un prospectus, lors d'une garantie de cours et lors d'une augmentation de capital, dans lequel ils prétendaient chaque fois que l'actionnaire de contrôle était "la structure d'investissement en Europe d'une famille d'industriels privés nord-américains, la famille Mc Kenzie", alors qu'en réalité ils en étaient les bénéficiaires économiques via un trust dont seul le détenteur juridique était une gestionnaire dénommée Mme Mc Kenzie. La Commission des sanctions de l'AMF a suivi le collège sur le manquement à l'obligation d'information du public, mais s'est refusée à sanctionner les intéressés au titre d'un manquement à l'information à diffuser lors d'une opération d'appel public à l'épargne.

1. Comme la critique faite aux intéressés reposait sur la diffusion de deux prospectus, commençons par le second reproche. Le premier prospectus avait été diffusé à l'occasion d'une opération d'une garantie de cours, le second à l'occasion d'une augmentation de capital, et aucun d'eux ne précisait quels étaient les bénéficiaires économiques réels de la structure d'investissement ayant pris le contrôle de la société. La question se posait de savoir si l'indication d'un faux actionnaire et l'absence de précision quant à l'actionnaire réel emportaient manquement aux obligations du règlement COB n° 98-01 applicable à l'époque. Le texte en cause, l'art. 4.1, prévoyait que "le prospectus comprend toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux instruments financiers offerts". La Commission des sanctions en fait une interprétation stricte et, s'en tenant à la lettre du texte, en déduit que "la réglementation applicable aux sociétés cotées ne prévoyait pas à l'époque des faits de communication sur l'actionnariat ultime de la société". Au regard de l'énumération du texte ("...sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux instruments financiers offerts"), l'affirmation est justifiée. Mais ne pourrait-on considérer que cette énumération, même si elle n'est pas précédée de l'adverse notamment, est indicative et que l'important est l'exigence générale que pose la première phrase de l'art. 4.1 du règlement n° 98-01, que le prospectus comprenne "toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement" ? Mais les informations dues sont celles nécessaires au jugement des investisseurs sur le patrimoine, l'activité, etc., de l'émetteur, ce qui n'inclut pas son actionnariat. Pour autant, ne pourrait-on pas prétendre que l'appréciation de l'activité et des perspectives de l'émetteur suppose de connaître son véritable actionnaire de contrôle ? La Commission des sanctions ne l'a pas pensé. Il faut saluer son souci de s'en tenir au texte édicté par l'autorité de régulation elle-même.

Il reste que la décision semble considérer que la situation serait désormais différente ("... la réglementation applicable aux sociétés cotées ne prévoyait pas à l'époque..."), ce qui

n'est peut-être qu'une manière de s'exprimer, car le texte correspondant du nouveau règlement général de l'AMF, l'art. 212-7, reprend à peu près dans les mêmes termes l'art. 4.1 de l'ancien règlement de la COB n° 98-01. Il n'est certes pas identique ("*Le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des instruments financiers qui font l'objet de l'opération, sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des carences éventuelles des instruments financiers qui font l'objet de l'opération, ainsi que les droits attachés à ces instruments financiers des conditions d'émission de ces derniers*"), mais il n'est pas différent sur le point en cause. Cependant, les annexes au règlement CE n° 809/2004 du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil relatif au prospectus précisent que, parmi les informations à donner, doivent figurer celles relatives aux principaux actionnaires et, en particulier, si l'émetteur "est détenu ou contrôlé, directement ou indirectement, et par qui" et de "décrire la nature de ce contrôle et les mesures prises en vue d'assurer qu'il ne soit pas exercé de manière abusive"<sup>2</sup>.

2. En revanche, la Commission des sanctions estime qu'en n'indiquant pas les bénéficiaires réels des titres détenus par la structure d'investissement, la société et ses dirigeants ont manqué à leur obligation d'information permanente du public, donc à l'époque aux articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 (ces textes ont été repris en des termes équivalents à l'art. 222-2 et 632-1 du règlement général de l'AMF). La Commission considère que l'indication donnée dans les deux prospectus "était fallacieuse, puisque les investissements provenaient des mis en cause, qui n'apparaissaient pas du fait de l'interposition d'une personne, et non d'une famille, située aux Bahamas et spécialisée, non pas dans l'investissement industriel, mais dans la représentation de sociétés". Elle en déduit que "cette image trompeuse de la société... était de nature à modifier l'appréciation portée par le marché et, dès lors, par l'investisseur, sur la structure comme sur la qualité de l'émetteur", appréciation que l'on peut partager.

Les intéressés avaient cependant soutenu qu'ils n'auraient pas communiqué une information imprécise, inexacte ou trompeuse dès lors que "la détention juridique des titres des trois sociétés...revenait bien à Mme Mc Kenzie, membre d'une famille d'industriels privés nord-américains, et qu'en tout état de cause, cette information, qui ne portait pas sur des questions comptables ou financières et étaient données librement par la société sans qu'elle y soit tenue, n'aurait pu avoir d'incidence sur le choix des investisseurs". La Commission des sanctions répond de manière ferme et cursive que "l'obligation de donner au public une information précise, exacte et sincère vaut, quand bien même la communication de cette information ne présenterait aucun caractère obligatoire", ce qui va effectivement de soi, et qu'une image trompeuse de l'actionnariat a été donnée.

Restait alors à déterminer les personnes qui devaient être sanctionnées. La Commission s'applique d'abord à justifier la condamnation du président-directeur général. Elle la justifie par le fait que celui-ci avait signé les attestations

2. Voir en particulier le point 18 de l'annexe I du règlement CE n° 809/2004 du 29 avril 2004.

de sincérité (exigées à l'époque par l'art. 3 du règlement COB n° 98-07, aujourd'hui par l'art. 212-14 du règlement général de l'AMF) et que c'est lui qui avait la responsabilité de la communication financière. Elle en déduit qu'il a également engagé la responsabilité de la société, au nom de laquelle il agissait. En revanche, elle écarte les autres administrateurs, pourtant également bénéficiaires économiques des actions, en raison du fait qu'ils n'avaient pas eu le moindre rôle dans la communication financière incriminée et que celle-ci n'avait pas été préalablement approuvée en conseil. La Commission des sanctions fait montre, là encore, d'un souci digne d'être noté de ne condamner que les auteurs véritables des manquements commis.

### Publication des comptes annuels au Balo - Défaut - AMF - Demande d'injonction judiciaire sous astreinte - Condamnation *in solidum* de la société et du dirigeant.

Paris, 14<sup>e</sup> B, 13 mai 2005, Bougeard c/Président de l'AMF, *Juris-Data* n° 276233. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd. 2001, n° 156 199-5.

Le président de l'AMF est fondé à solliciter la condamnation *in solidum* de la société et de son principal dirigeant pour défaut de publication au BALO des comptes annuels, la faute de non-publication de la société et la faute de gestion du dirigeant ayant concouru de façon indissociable à un manquement résultant d'une obligation législative. En raison de la condamnation *in solidum*, l'AMF est fondée à ne poursuivre que le dirigeant en paiement d'une indemnité de procédure et des dépens.

La décision de la cour d'appel de Paris du 13 mai 2005 est, semble-t-il, demeurée inédite, ce qui est regrettable car elle donne un exemple, qui n'est pas fréquent (cf. aussi § 61, Paris 19 octobre 2005, Chamla c./AMF) de l'utilisation par l'AMF de son pouvoir de demander des injonctions judiciaires sous astreinte au président du tribunal de grande instance de Paris (art. L.621-14 II C.mon.fi.). Elle est d'autant plus intéressante qu'elle statue moins sur les conditions de la mise en œuvre de ce pouvoir, qui ne faisait pas difficulté, que sur ses conséquences. En l'espèce, une société cotée à l'ancien Second Marché n'avait pas publié ses comptes au Balo, ce qu'exige pourtant l'art. 295 du décret du 23 mars 1967. Aussi, le président de l'AMF avait-il demandé au président du tribunal de grande instance de Paris la condamnation de la société et de son dirigeant principal (le président du directoire), selon ce que permet l'art. L.621-14.II C.mon.fi. C'est ce qu'avait admis la juridiction judiciaire. Mais, la société ayant été entre-temps soumise à une procédure collective, le président de l'AMF s'est contenté, en appel, de demander la condamnation du dirigeant. Le contentieux s'est alors noué sur la question suivante : le dirigeant avait-il pu être condamné aux côtés de la société et pouvait-il être le seul poursuivi en cause d'appel ? La cour de Paris répond positivement dans les deux cas, au bénéfice de deux précisions.

En premier, elle estime que, en ne publiant pas ses comptes au Balo comme l'impose le décret de 1967, la

société a commis un manquement à ses obligations réglementaires, ce qui ne fait pas de doute, mais que le président du directoire a lui-même commis une faute de gestion dont il doit répondre, ce qui n'est pas contestable non plus, de sorte que l'un et l'autre pouvaient être condamnés *in solidum* ; au passage, la cour précise que la condamnation peut être *in solidum* mais non solidaire, ce qui semble indiquer que l'AMF avait, par erreur, invoqué la solidarité, qui ne trouve pas à s'appliquer, mais la condamnation *in solidum* y supplée largement, même si les conséquences secondaires n'en sont pas aussi complètes<sup>3</sup>. En second, en application de l'obligation *in solidum*, la cour admet que l'AMF puisse se contenter, en appel, de demander la condamnation du dirigeant et non plus celle de la société.

### OPRO - Indemnité juste et équitable - Méthode d'évaluation du prix - Choix des critères.

Cass. Com. 22 novembre 2005, ADAM - Ass. défense des actionnaires minoritaires c/France Telecom. Cf. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2004, n° 817.

Pour déterminer la pertinence du prix dans une offre de retrait, il suffit à la cour d'appel de vérifier que les critères retenus pour l'évaluation des titres objets de l'offre étaient conformes aux prévisions des textes et constater que leur mise en œuvre conduisait à une indemnisation juste et équitable des actionnaires minoritaires.

Dès lors que le régulateur en charge de déclarer l'offre de retrait recevable n'est pas lié par les seuls critères retenus par les évaluateurs, il peut considérer comme référence objective et pertinente tout autre critère.

On se souvient des critiques soulevées par la solution apportée par la cour d'appel dans l'offre de retrait de France Telecom sur les actions Orange<sup>4</sup> du fait du montant de l'indemnité retenue pour les actionnaires minoritaires et du choix des critères retenus par le régulateur boursier pour apprécier la pertinence du prix. Rappelons que la critique des actionnaires objets de l'offre de retrait portait sur la conformité de l'indemnité qui leur était proposée avec les principes de transparence et d'égalité de traitement et notamment l'application de la méthode multicritères. En effet, le prix de retrait obligatoire était inférieur au prix de l'action résultant de la parité d'échange de l'OPE simplifiée appliquée au dernier cours coté de l'action de l'initiatrice avant l'annonce de cette offre. Pourtant, il a été jugé que si la référence à un prix implicite de l'OPE simplifiée est pertinente dans l'appréciation de l'OPRO, "il ne résulte d'aucune disposition légale ou réglementaire que cette référence doit être prise sur la base du dernier cours de Bourse de l'initiateur qui a précédé le dépôt de l'OPE et qu'au surplus les contre-valeurs ressortant de l'OPE sont compatibles et en ligne avec le prix proposé". Il en est résulté un goût amer du fait que l'arrêt permettait de considérer comme tout aussi "juste" deux évaluations, l'une tenant compte des avantages économiques futurs (celle prônée par les actionnaires minoritaires), mais non retenue par l'actionnaire majoritaire, et l'autre basée sur la valeur vénale actuelle des actions Orange (celle avancée par l'actionnaire majori-

3. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *Les obligations*, Précis Dalloz, n° 849 et 1164.

4. Paris, 6 avril 2004, Bull. Joly Bourse 2005, § 41, p. 180, note D. Schmidt, Banque & Droit mai-juin 2004, p. 31, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, Bull. Joly 2004, § 257, p. 1262, note J.-M. Moulin.

taire). Entre ces deux valorisations, il n'y avait rien de moins que 11 milliards d'euros !

Sur le plan du droit, les moyens soulevés par les actionnaires minoritaires ont trait à l'application de la méthode multicritères par l'actionnaire majoritaire et son contrôle par le régulateur. La Cour de cassation écarte le grief de principe d'application incorrecte de la méthode multicritères au motif que la cour d'appel a *"vérifié que les critères retenus pour l'évaluation des titres étaient conformes aux prévisions des textes et constaté que leur mise en œuvre conduisait à une indemnisation juste et équitable des actionnaires minoritaires"*. Mais les actionnaires minoritaires contestaient le fait que les évaluateurs avaient écarté le critère de la valeur comptable alors que le CMF l'avait considéré comme pertinent. Ce n'est donc pas ici la question de savoir s'il existe une liste limitative de critères en dehors desquels il n'est pas possible de s'écarter, question à laquelle il a déjà été répondu positivement, mais si les critères retenus par les évaluateurs pour valoriser la société doivent être conformes à ceux retenus par le CMF. Autrement dit, dans la mesure où le CMF dispose bien d'un pouvoir d'appréciation souverain dans la détermination du prix, peut-il écarté un critère, qu'il a pourtant considéré comme pertinent, lors de l'exercice de son pouvoir de contrôle du prix ? Ne doit-il pas, dans un tel cas et comme l'y invite l'article 5-7-1 ancien du RG CMF, corriger lui-même l'analyse multicritères des évaluateurs ? En l'espèce, le reproche était fondé sur une certaine contradiction du CMF qui, bien qu'ayant fait référence à la valeur comptable pourtant écartée par le rapport d'évaluation, et considéré ce critère comme une référence *"objective et pertinente"*, a néanmoins estimé que la prise en considération de la valeur comptable ne remettait pas en cause le prix de retrait proposé par l'initiateur et validé par les experts. Après avoir rappelé que le régulateur n'est pas lié, dans l'exercice de son pouvoir d'appréciation, par les seuls critères retenus par les évaluateurs, la Haute Cour écarte le grief le motif que le CMF n'a *"pas méconnu sa compétence en estimant que, néanmoins, la prise en considération de cette valeur ne remettait pas en cause le prix proposé"*. Autrement dit, dans la mesure où la prise en compte de valeur comptable dans l'appréciation du prix ne modifie pas de façon substantielle le prix proposé, il est possible d'écarter ce critère. Tout dépend ce que l'on entend par *"remettre en cause"* : en l'espèce, le prix proposé était de 9,50 euros par action lorsque l'intégration de la valeur comptable parmi les autres critères faisait ressortir un prix de 11,80 euros par action. Certains estimeront que la différence est substantielle. D'autres, comme la cour d'appel, n'y verront rien à redire. Quant à la Cour de cassation, elle approuve la cour d'appel en considérant que *"c'est par une appréciation souveraine de la cohérence et de la pertinence des différentes méthodes d'évaluation mise en œuvre et des critères utilisés qu'elle a contrôlés, que la cour d'appel a décidé, sans dénaturer le rapport d'évaluation ni méconnaître les termes du litige, que les critiques visant à contester le bien-fondé de la décision du CMF n'étaient pas fondées"*. Vérité pour les uns, erreur pour les autres. C'est d'ailleurs là où la décision, critiquable d'un point de vue de l'équité, ouvre la voie à la réflexion sur ce que doit être l'indemnité d'éviction. En effet, dans la mesure où, comme en l'espèce, selon les critères retenus et compte tenu du pouvoir d'appréciation du régulateur, il est possible d'écarter les valorisations les plus favorables aux minoritaires, ne

convient-il pas de s'interroger sur la pertinence de la règle de droit ? Celle-ci n'a-t-elle pas vocation d'abord à protéger l'actionnaire objet du retrait obligatoire ? Autrement, l'application actuelle de la méthode multicritères est-elle *"juste et équitable"* pour l'actionnaire dépossédé ?

Cette affaire souligne une nouvelle fois les limites de l'approche multicritères retenue par le droit français, et dont l'application conduit à une appréciation subjective du prix. L'on ne peut que souhaiter un changement des règles d'évaluation de l'indemnité en cas d'OPRO, ce que peuvent laisser entrevoir les travaux de transposition de la directive OPA. En premier lieu, rappelons que lors des travaux préparatoires à la directive, le groupe d'expert en droit des sociétés réuni à la demande de la commission avait estimé qu'*"en ce qui concerne la contrepartie à offrir en cas de retrait obligatoire, (...) le prix proposé au moment de l'offre publique devrait être réputé équitable dès lors que cette offre a été acceptée par des actionnaires détenant 90 % ou plus du capital social sur lequel elle portait. En cas d'offre obligatoire, toutefois, le prix proposé à cette occasion devrait être réputé équitable même si la condition précédente n'est pas remplie. En toute autre situation, il conviendrait que la contrepartie à offrir soit déterminée par un ou des experts"*. Autrement dit, il revient au marché de considérer ce qui est équitable ou non, et le recours à un tiers expert n'étant prévu qu'à titre subsidiaire et non principal, comme c'est le cas en France. Si les articles 15 et 16 de la directive du 21 avril 2004 consacrent au niveau européen les notions de retrait obligatoire et d'achat obligatoire dans le cadre des offres publiques d'acquisition, les conditions dans lesquelles le prix de retrait obligatoire est fixé diverge un peu par rapport à ce que préconisait le groupe d'experts de la Commission. La directive fixe deux présomptions de prix juste : d'une part, le prix imposé par l'actionnaire majoritaire dans le cadre d'un retrait obligatoire suivant une offre volontaire serait présumé *"juste"* si l'offrant a acquis, par acceptation de ladite offre, *"des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre"*. Il s'agit de l'hypothèse étudiée par le groupe d'experts en droit des sociétés. Comme le souligne le rapporteur de la Commission des finances du Sénat lors de l'examen en première lecture du projet de loi de transposition de la directive OPA, *"le caractère juste du prix serait ainsi validé par le marché, qui a estimé l'offre volontaire précédant le retrait obligatoire suffisamment satisfaisante pour permettre à l'offrant d'acquiescer 90 % des droits de vote restant"*<sup>5</sup> ; d'autre part, le prix imposé par l'actionnaire majoritaire dans le cadre d'un retrait obligatoire suivant une offre obligatoire serait juste, si le prix correspond au prix de cette dernière offre, qui, selon l'article 5 de la directive est égal au prix équitable (i.e. le prix le plus élevé du titre au cours des six ou douze derniers mois). C'est là où la directive se différencie du rapport remis à la Commission dans la mesure où la directive établit un lien entre le prix juste (celui de l'OPRO) et le prix équitable (celui de l'OPA).

Notons que le projet de loi actuellement examiné au Parlement prévoit une solution quant à la détermination du prix qui permet de combiner à la fois les exigences de la directive concernant le prix juste et l'usage de l'approche multicritères qui est actuellement systématique en matière de retrait obligatoire. Avec ce projet, si le prix juste est présumé être celui de la dernière offre, il est toujours fait référé-

5. Rapport Sénat, n° 20, p. 53.

rence à l'évaluation multicritères, certes pour viser les situations non prévues par ces présomptions, ou les cas de contestation de ces présomptions. Mais peut-on se satisfaire d'une solution qui combine des présomptions de prix juste et de l'application de l'approche multicritères pour définir le montant de l'indemnisation offerte aux actionnaires minoritaires ? Ne convient-il pas de s'en remettre à un seul critère objectif ?

### **OPA obligatoire - Absence de dépôt d'offre - Injonction judiciaire - Action de concert - Franchissement de seuil à plusieurs concertistes - obligation de dépôt d'une OPA - Remise en cause du redressement de l'entreprise.**

Paris, 19 octobre 2005, affaire Billon, Chamla c/AMF, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 2004, n° 199-5 et 157.

Dès lors que le seuil du tiers du capital et des droits de vote a été franchi, l'actionnaire, agissant seul ou de concert, est tenu de déposer une offre publique, quelle que soit la situation de l'entreprise cible, le redressement judiciaire de celle-ci n'étant pas un motif suffisant pour écarter le dépôt d'une offre.

L'arrêt commenté trouve son originalité dans la confirmation du pouvoir d'injonction de l'AMF d'imposer le dépôt d'une offre publique obligatoire à la suite d'un franchissement de seuil du tiers du capital ou des droits de vote. L'affaire remonte à 2004 lorsqu'un actionnaire de la société Billon a déclaré à l'AMF avoir franchi de concert avec une autre société qu'il contrôlait le seuil du tiers des actions et des droits de vote. Mais ce franchissement ne donna pas lieu au dépôt d'une offre obligatoire, malgré les demandes répétées de l'AMF en ce sens, ce qui conduisit celle-ci à assigner l'actionnaire récalcitrant devant le juge des référés du tribunal de grande instance de Paris, lequel ordonna en juillet 2005 à l'actionnaire de déposer dans les huit jours un projet d'OPA libellé "dans des conditions telles qu'il aurait pu être déclaré recevable par l'AMF s'il avait déposé" au moment du franchissement de seuil, et ce, sous astreinte. C'est cette ordonnance qui est confirmée par la cour d'appel de Paris dans son arrêt du 19 octobre 2005, objet du commentaire au terme duquel "la résistance délibérée et persistance de M. Chamla à respecter la loi justifie l'astreinte prononcée, alors que depuis [la date du franchissement de seuil du tiers] et même depuis [...] la date de l'assignation, il a disposé d'un temps suffisant pour préparer son offre ; qu'il convient dans ces conditions de confirmer en tout point l'ordonnance entreprise".

L'intérêt de la décision réside principalement dans le fait que le juge des référés se fait le juge "d'exécution des décisions désobéies de l'autorité de marché"<sup>6</sup> dans la mesure où les décisions de l'AMF, tout comme celles du fonds de garantie des dépôts<sup>7</sup>, sont dépourvues de force exécutoire directe. C'est pourquoi la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 a réformé le pouvoir d'injonction indirecte de l'AMF prévu à l'article L.621-14-II du c. mon. et fin. lequel prévoit la possibilité pour le président de l'AMF de demander en justice qu'il soit ordonné à "la personne qui est responsable de la pratique relevée de se confor-

mer aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets (...). La décision [du juge] est exécutoire par provision". S'il ne s'agit pas des premières utilisations de ce pouvoir d'injonction (dans une formulation différente), l'expérience (outre le cas mentionné p. 38 dans Paris, 13 mai 2005, Bougeard c./AMF) permettant de relever deux cas, l'un en matière d'OPA avec l'affaire Hubert Industrie<sup>8</sup>, et en matière d'opération sur le capital dans le dossier Herrikoa<sup>9</sup>, il est remarquable de constater la complémentarité entre les pouvoirs de l'AMF et ceux du juge. Certes, l'AMF dispose bien d'un pouvoir de sanction administratif et disciplinaire lui permettant de sanctionner les agissements et comportements contraires aux lois et règlements, mais ce pouvoir trouve ses limites en matière d'appel public à l'épargne lorsque le récalcitrant n'est lui-même un prestataire de services d'investissement ; en effet, dans ce dernier cas, le risque pour le prestataire est de voir une partie de son agrément en matière de services d'investissement remis en cause, ce qu'il ne peut se permettre et l'oblige, de fait, à ne pas faire fi des décisions que le régulateur rend à son encontre. Une telle influence (pression ?) est de bien moindre secours lorsque le récalcitrant est une simple entreprise industrielle et commerciale, qui plus est lorsque celle-ci, comme au cas présent, n'a "plus rien à perdre" en ne respectant pas l'injonction du gendarme de la Bourse compte tenu de sa situation financière. Mais une telle logique pourrait conduire à une justice à deux vitesses, où les décisions de l'AMF pourraient rester lettre morte dans des situations où la protection de l'épargne exige justement une application sans faille des lois et règlements. Il est donc heureux que l'AMF use, certes avec parcimonie, de son pouvoir d'injonction auprès du juge judiciaire.

### **Règles de bonne conduite - Opérations d'intermédiation en matière d'obligations - Écarts de cours excessifs - Manquement - Oui.**

Décision de la Commission de sanction de l'AMF du 4 octobre 2005, affaire A-P. C. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd. 2001, n° 1083 et s.

Le fait, par un salarié, de réaliser des opérations de gré à gré à des conditions systématiquement défavorables pour les clients est un manquement grave aux obligations de bonne conduite.

La présente décision mérite d'être signalée par le caractère semble-t-il récurrent des manquements dénoncés et par la gravité de la sanction prononcée (cinq ans d'interdiction d'exercice). En l'espèce, l'employé d'une banque avait réalisé deux types d'opérations dans les conditions suivantes : des opérations de vente sur obligations de l'État américain au-dessous des prix les plus bas du jour affichés sur les écrans Bloomberg, ce qui avait permis à l'intermédiaire négociateur de réaliser un profit substantiel grâce aux écarts de cours dont il avait pu profiter ; des opérations de gré à gré sur OAT, toutes systématiquement traitées au plus haut à l'achat et au plus bas à la vente, ce qui avait également permis à l'intermédiaire négociateur de réaliser un profit substantiel. La Commission considère que

6. F.L. Simon, *Le juge et les autorités du marché boursier*, LGDJ, bibl.dr. privé, n° 427, 2004, § 66, p. 48.

7. CE, 27 mai 2005, ord. référés n° 28032, Banque & Droit, n° 104, novembre - décembre 2004, p. 56, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

8. TGI Paris, 5 août 1994, Bull. Joly Bourse 1994, § 118 p. 597, note C. Ducouloux-Favard.

9. TGI Paris, 12 février 1988 et CA Paris 22 mars 1988 : Gaz. Pal. 3 mai 1988, p. 8, note C. Ducouloux-Favard.

l'employé de la banque "professionnel averti, ne pouvait ignorer les conditions anormales, décelables à la seule lecture des fourchettes des différents teneurs de marché, dans lesquels se sont effectuées les opérations reprochées", et juge que celui-ci a commis un manquement grave à l'obligation d'agir dans l'intérêt du client.

## Emprunts Russes - Demande de cotation auprès d'Euronext - Refus.

T. Com. Paris, 1<sup>er</sup> février 2005, Ass. Française des porteurs d'emprunts russes c./ Euronext Paris.

L'on croyait l'affaire des emprunts russes définitivement terminée<sup>10</sup>. Tel n'est pas le cas avec la présente décision du tribunal de commerce de Paris<sup>11</sup>. Alors que le contentieux précédent portait sur le montant de l'indemnité alloué aux descendants des porteurs originels des emprunts russes, l'espèce commentée est originale dans la mesure où une association regroupant des porteurs d'emprunts russes a demandé la reprise de la cotation auprès d'Euronext Paris alors même que ces titres avaient disparu de la cote, où ils avaient été présents de 1892 à 1996, date à laquelle la suspension des emprunts est intervenue, à la veille d'un accord entre la Fédération de Russie et la France en vue du règlement définitif des créances entre ces deux pays. Ce n'est donc pas un litige portant sur les responsabilités des uns et des autres justifiant ou non d'une responsabilité pour faute, mais les conditions dans lesquelles il peut être demandé à l'entreprise de marché de procéder à la cotation de titres. L'association est toutefois déboutée de sa demande. En effet, les pouvoirs publics français n'ont pas pris position sur une éventuelle reprise de la cotation. En outre, l'AMF a émis un avis négatif, fondé sur l'absence de valeur des titres d'emprunts russes et de perspective pour ces titres d'être juridiquement valorisés.

De plus, selon le tribunal, il n'est pas possible à la société Euronext Paris de cautionner des transactions sur ces titres, en autorisant la reprise des cotations, alors qu'il existe un risque de mouvements spéculatifs liés à l'existence de procédures indemnitaires qui pourraient permettre à certains porteurs de céder leurs titres à des niveaux de prix sans rapport avec leur valeur réelle, dans des conditions d'information incomplète ou orientée. Si le risque de mouvements spéculatifs désordonnés apparaît préjudiciable aux porteurs, les emprunts russes demeurent librement cessibles de gré à gré, ce qui est de nature à répondre partiellement à la demande des porteurs. Enfin, l'association ne démontre pas en quoi la reprise de la cotation pourrait contribuer au succès de ses demandes en remboursement. Les éléments fournis par Jurisdata ne sont pas assez précis pour considérer dans le détail la pertinence de tel ou tel argument. L'on notera toutefois que l'Association des porteurs d'emprunts russes ne demande pas une admission des titres à la cotation, laquelle ne peut être faite, sauf cas du marché libre, que par l'émetteur, mais la reprise des cotations. Ce qui laisse supposer que les titres n'ont pas été radiés, mais que seule leur cotation a été suspendue. Les règles de marché harmonisées d'Euronext laissent à cet égard une assez grande latitude à l'entreprise de

marché pour suspendre les négociations dans la mesure où il s'agit de maintenir le bon fonctionnement du marché (art. 5402/1). Cependant, le peu d'éléments en mains ne permet pas de juger de la pertinence des arguments.

## Gestion de portefeuille - Gestion de fait - Modification substantielle de la composition et de l'orientation du portefeuille - Preuve de l'acceptation du client - Non - Responsabilité du gérant.

Paris, 15<sup>e</sup> B, 10 juin 2005, SA Aurel Leven Securities c/Segoura-de-Botton, Juris-Data n° 279464. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 949 et s.

En modifiant, de façon substantielle, la composition et l'orientation du portefeuille qu'il gère de fait, sans avoir recueilli au préalable l'acceptation du client, un prestataire de services d'investissement commet une faute vis-à-vis de son client. L'obligation de conserver les conversations téléphoniques pendant seulement six mois, qui résulte d'une décision de l'autorité de tutelle, ne libère pas les prestataires des règles gouvernant la preuve devant le juge.

La réception par le client, sans protestation ni réserve, des avis d'opéré, n'empêche pas celui-ci de reprocher au prestataire de n'avoir pas agi conformément aux ordres reçus ou aux objectifs donnés.

L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 10 juin 2005, publié en résumé par Juris-data, aborde plusieurs points dont un seul est véritablement intéressant. En l'espèce, un teneur de compte, qui avait reçu un mandat d'administration de titres nominatifs – il s'agissait de l'ouverture d'un "compte nominatif administré"<sup>12</sup> – avait géré de fait le portefeuille de son client et avait, en cours de gestion, modifié substantiellement la composition et l'orientation du portefeuille sans avoir sollicité préalablement l'accord du client. La validité de la gestion de fait n'était pas discutée, seule était en cause la modification substantielle de la composition et de l'orientation du portefeuille. La cour commence par juger que le gérant de fait a commis une faute en procédant ainsi sans recueillir au préalable l'acceptation du client ;

la condamnation ne fait pas difficulté, tant il y a là une limite fondamentale et classique à l'exercice de la liberté de gestion du gérant, qu'on la fonde sur le contrat de mandat<sup>13</sup> ou sur un contrat de gestion *sui generis*<sup>14</sup> : selon une appréciation constante, la faute du mandataire ou du gestionnaire est établie dès lors qu'il a outrepassé les pouvoirs confiés. Le conflit se concentrait sur le défaut d'acceptation du client. Pour échapper à sa responsabilité, le prestataire prétendait que l'investisseur avait ratifié la modification et invoquait deux arguments à cet effet. Le second est habituel et n'a pas plus prospéré cette fois-ci que les autres fois : en recevant sans protestation ni réserve les avis d'opéré, il aurait ratifié tacitement les opérations intervenues, ce à quoi la cour d'appel répond, comme le fait la Cour de cassation depuis plusieurs années, que cela n'empêche pas le client de reprocher à celui qui a effectué ces opérations de n'avoir pas agi conformément aux ordres reçus ou aux objectifs convenus<sup>15</sup>.

10. Cf. Paris, 8 juin 2005, Banque & Droit n° 102, juillet - août 2005, p. 44, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

11. Jurisdata n° 273689.

12. Art. 4 du décret n° 83-359 du 2 mai 1983.

13. Ph. Pétel, *Les obligations du mandataire*, Bibliothèque de droit de

l'entreprise, t.20, Litec, 1988, n° 98 et s.

14. P.-F. Cuif, *Le contrat de gestion*, thèse à l'Université Paris 1, 2001, n° 798 et s.

15. Cass. Com. 3 nov. 2004, Banque & Droit n° 98, nov-déc. 2004, p. 33.

Le premier était plus original : le client aurait accepté expressément la modification, par téléphone semble-t-il, mais aurait sciemment attendu l'expiration du délai de conservation des enregistrements téléphoniques pour nier l'existence de son accord. La cour répond que, d'une part, il n'est pas établi que le client connaissait cette règle et l'aurait utilisée de mauvaise foi, d'autre part, que l'obligation de conserver des conversations téléphoniques pendant six mois résulte d'une décision prise par l'autorité de tutelle du prestataire qui ne libère pas celui-ci des règles gouvernant la preuve judiciaire. Voilà qui doit être approuvé. L'obligation d'enregistrer les conversations téléphoniques et d'en conserver la trace pendant six mois est imposée par le règlement général de l'AMF<sup>16</sup> pour "faciliter le contrôle de la régularité des opérations effectuées et leur conformité aux instructions des donneurs d'ordres"<sup>17</sup> et non pour permettre aux parties, en cas de conflit, de faire la preuve de l'ordre donné ou non donné. Les règles de preuve applicables demeurent, en effet, celles qui gouvernent la preuve en justice, de sorte que, malgré l'écoulement du délai de six mois, le prestataire avait toujours la charge de prouver le moyen qu'il avançait, l'acceptation par le client de la modification de la composition et de l'orientation du portefeuille. En effet, en sa qualité de mandant, si l'on s'en tient au contrat de mandant, ou de gestionnaire, si l'on en veut pour le contrat de gestion, le professionnel a l'obligation d'exécuter loyalement la mission confiée, ce qui suppose, en particulier, le respect des instructions données, de sorte que tout acte contraire à ces dernières est irrégulier ou fautif, sauf au professionnel à faire la preuve d'un changement d'instruction.

## Responsabilité civile des PSI - Pot pourri

Paris, 30 septembre 2005, *Compagnie financière du Hainaut/CM-CIC Securities*.

Paris, 30 septembre 2005, *N'Guyen/Cortal Consorts*. Cf. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2004, n° 989 et suiv.

1<sup>re</sup> espèce : L'établissement teneur de compte qui a reçu des ordres par un mandataire du donneur d'ordres n'a pas à demander au mandataire la confirmation écrite des ordres de Bourse transmis, ni à rapporter la preuve du consentement du mandant aux ordres en cause

2<sup>e</sup> espèce : Une clause type d'information sur les risques inhérents aux opérations réalisés sur des instruments financiers n'est pas suffisante à exonérer l'intermédiaire financier face à son client profane au titre de son devoir d'information.

Dans la première espèce<sup>18</sup>, l'établissement teneur de compte qui a reçu des ordres par un mandataire du donneur d'ordres n'a pas à demander au mandataire la confirmation écrite des ordres de Bourse transmis, ni à rapporter la preuve du consentement du mandant aux ordres en cause. La preuve du mandat, en l'espèce, est rapportée du fait que le donneur d'ordres avait donné mandat de transmettre "tous ordres de souscription d'achats de produits et instruments financiers, tant français qu'étrangers, ainsi que les instructions afférentes à des opérations portant sur des

valeurs mobilières et titres assimilés, produits ou instruments financiers". Dès lors que la convention de mandat stipule que "l'existence du mandat est matérialisée auprès de l'établissement financier par une attestation de mandat signée conjointement par l'entreprise d'investissement mandataire", aucun formalisme supplémentaire n'est requis pour la mise en œuvre de cette stipulation, laquelle ne traduit pas la volonté des parties de faire de cette attestation de mandat la seule preuve de l'existence de celui-ci et une condition de validité des opérations effectuées par le teneur de compte.

Dans la seconde espèce<sup>19</sup>, les juges du fond sanctionnent l'établissement financier, au titre de manquement au devoir d'information sur les risques encourus par les donneurs d'ordres, qui ne produit qu'une clause type de "parfaite information" isolée dans les conditions générales. Une telle clause, pour les magistrats de la cour de Paris, reproduite au milieu de conditions générales et dépourvue de toute référence précise quant à la personne signataire, constitue une déclaration formelle, ne comportant aucune précision concrète permettant d'en vérifier le bien-fondé et n'est donc pas susceptible à elle seule de prouver que l'obligation d'information a été remplie. Cette solution est cohérente avec le fait que le devoir d'information qui pèse sur le PSI est ce que la doctrine a coutume d'appeler une information renforcée, par opposition justement au devoir d'information général, dit "mode d'emploi". Un minimum d'adaptation à la situation du client doit apparaître dans la rédaction de la clause. C'est ce qu'indique la cour en considérant que seuls des éléments de nature à établir concrètement la réalité du contenu de cette déclaration seraient aptes à prouver que l'établissement financier à respecter le devoir qui s'impose à lui. Cette décision est à rapprocher de l'arrêt de la même cour du 3 février 2005<sup>20</sup> où si les magistrats parisiens n'ont pas qualifié comme abusive une clause au terme de laquelle "le client déclare être pleinement conscient des risques inhérents aux opérations initiées et être pleinement informé des règles régissant le marché", ils se sont empressés de préciser que serait abusif le fait pour le PSI de profiter de l'acceptation de cette clause par le client pour ne pas respecter ses obligations d'information à son égard, dès lors bien sûr que celui-ci est un profane. Dans un cas comme dans l'autre, les juges du fond de Paris soulignent avec force l'importance de personnaliser l'information due au client, la question de la qualification d'une clause comme étant abusive relevant d'un autre ordre. Autrement dit, les intermédiaires ne peuvent se contenter face à un client profane de lui faire signer, dans une convention générale, une clause type non adaptée à sa situation. Ce qui milite, d'une part, pour des clauses personnalisées, voire même pour une information (et donc la signature d'une clause) au moment du passage de l'ordre et non lors de l'entrée en relation, et ce dans la mesure où le devoir d'information contractuel pèse sur le PSI tout au long de l'existence de cette relation contractuelle. Il s'agit là certainement d'un alourdissement des formalités à observer par les intermédiaires financiers par rapport à la situation qui prévaut aujourd'hui, mais tout à fait en ligne avec les nouvelles obligations résultant de la directive MIF. ■

16. Art. 321-78 et 321-81 du RG de l'AMF.

17. Art. 321-79 du RG de l'AMF.

18. Paris, 30 septembre 2005, Jurisdata, n° 284048.

19. Paris, 30 septembre 2005, Jurisdata n° 284047.

20. Cf. Banque & Droit n° 104, novembre - décembre 2005, p. 62, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.