

SCOTTO & ASSOCIÉS

AVOCATS A LA COUR

RÈGLEMENTATION BOURSIÈRE

SOMMAIRE

- > Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotés
- > Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne
- > Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale (RSE)
- > Recommandation de l'AMF sur les engagements hors bilan
- > Charte de l'enquête et modification du pouvoir de sanction de l'AMF
- > L'opération en vue : OPA de Danaher sur Ingenico
- > Le chiffre du mois

ÉDITO

Le casse-tête réglementaire des opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de leur société

par Jean-François Louit

La cession ou l'acquisition des titres donnant accès au capital de leur société, sous quelque forme que ce soit (stock option, actions gratuites etc.) est bien souvent un casse-tête pour les dirigeants de sociétés cotées.

Une grande partie des contraintes réglementaires applicables en la matière sont liées à la thématique du manquement d'initié, dont l'objectif crucial est la protection de l'intégrité des marchés et le renforcement de la confiance des investisseurs. Néanmoins, aussi louables soient elles, ces contraintes rendent bien compliqué l'examen de conscience préalable, que doit entreprendre le dirigeant avant de réaliser une telle opération sur les titres de sa société.

Ce constat est d'autant plus vrai que la jurisprudence européenne a récemment confirmé le caractère objectif du manquement d'initié qui repose sur une présomption simple d'utilisation d'une information privilégiée par le dirigeant (décision de la CJUE du 23 décembre 2009, Spector Photo Group NV). Selon la Cour, « le fait qu'un initié primaire qui détient une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information implique que cette personne a utilisé cette information ... ».

Cette jurisprudence est aujourd'hui clairement mise en avant par l'AMF tant dans sa réglementation (cf. guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants du 3 novembre 2010) que dans les décisions de la Commission des sanctions (voir notamment la décision du 18 novembre 2010 dans le cadre de l'opération Clarins), celle-ci constatant notamment que l'individu concerné « ... n'aurait pas entrepris un tel investissement ... s'il n'avait eu la conviction de pouvoir retirer de ces interventions sur ce titre un avantage économique sans être exposé aux mêmes risques que les autres intervenants sur le marché ».

Dans ce contexte, le guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants récemment publié par l'AMF et notamment le « mandat de gestion programmé », calqué sur la pratique anglo-saxonne, qu'elle propose sont sans aucun doute des outils intéressants pour les dirigeants et leurs conseils. D'autant que le cadre actuel de ce mandat, un peu rigide aux termes des textes actuels, devrait sans doute être assoupli avec la pratique notamment en accordant plus d'importance dans son examen à la plus ou moins grande précision des instructions données par les dirigeants dans le cadre chaque mandat.

Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotés

Ce guide était très attendu par l'ensemble des intervenants de la place.

Son intérêt majeur est de (1) rassembler les principaux éléments concernant la prévention des manquements d'initié et (2) **d'encadrer la pratique des mandats de gestion** programmée qui **bénéficient, sous certaines conditions, d'une présomption simple de non-commission d'opérations d'initiés.** (II)

1 - Les mesures préventives à la commission d'un manquement d'initié.

Rappelons, sans rentrer dans le détail, les principales mesures préventives.

Certaines mesures sont obligatoires :

- **Déclaration des transactions réalisées par les dirigeants**
- **Etablissement des listes d'initiés**

D'autres mesures préventives sont simplement recommandées par l'AMF :

- Protection de l'information privilégiée et limitation du nombre de sachants
- **Codification des obligations et recommandation dans un document écrit, un Code de la déontologie à destination des personnes concernées**
- Information et sensibilisation des personnes susceptibles d'être concernées
- Désignation d'un déontologue pouvant donner un avis consultatif avant toute opération
- **Définition des fenêtres dites « négatives » pendant lesquelles les dirigeants ne peuvent intervenir sur les titres de leur société** (30 jours minimum avant la publication des comptes annuels, semestriels et, le cas échéant, trimestriels et 15 jours calendaires avant la publication de l'information trimestrielle)
- Définition et publication d'un calendrier de la communication financière
- Interdiction ou encadrement de certaines opérations considérées comme spéculatives (par exemple, les opérations d'achat ou de vente à découvert)

2 - Le mandat de gestion programmée, une présomption de non commission d'opérations d'initiés

Il s'agit de mandats de gestion dans le cadre desquels des dirigeants confient, à l'avance, à un mandataire, la cession des actions qu'il détient de la société. **L'idée principale est de déconnecter la décision de réaliser une opération de la détention d'une information privilégiée.**

Lorsque un dirigeant met en œuvre un mandat tel que défini dans le guide de l'AMF, il bénéficie d'une présomption simple de non-commission d'un manquement d'initié sauf à ce que soit positivement démontrée une violation des règles du mandat.

Le dirigeant ne doit pas être en mesure de pouvoir influencer d'une quelconque manière les décisions d'intervention de la personne exécutant le mandat. Le mandat repose donc sur les principales règles suivantes :

- la mise en place du mandat dans une période où le dirigeant n'est pas détenteur d'information privilégiée
- la publicité du mandat au moment de sa mise en place, sans en décrire les caractéristiques
- l'obligation d'abstention de toute intervention du dirigeant dans l'exécution du mandat
- l'encadrement des interventions du mandataire par une instruction précise et irrévocable, dont l'exécution ne débute qu'après une période de latence

Dans son guide, l'AMF détaille également les différentes caractéristiques que doit présenter le mandat afin de bénéficier de la présomption notamment :

- l'identité du mandataire
- la durée minimum de l'instruction du dirigeant
- le caractère irrévocable de cette instruction
- le délai de viduité de 3 mois entre la conclusion du mandat et le début de son exécution

Le mandat peut être rendu obligatoire par la société à ses dirigeants ou pour un cercle plus large, notamment les personnes « assimilées aux dirigeants ».

- > Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées
Recommandation AMF n° 2010-07 du 3 novembre 2010

Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne

L'AMF a publié, le 7 décembre 2010, un rapport sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne des valeurs moyennes et petites (capitalisation boursière inférieure à 1 million d'euros).

Ce rapport, qui est un complément du rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants publié le 12 juillet 2010, a été élaboré sur la base d'un échantillon de trente sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris.

L'AMF constate d'une manière générale que les résultats sont encourageants que ce soit en termes de pratique et d'information.

L'AMF a notamment constaté :

- **Une nette amélioration de l'utilisation du code de référence AFEP/MEDEF**
- Un effort de diversification de la composition des conseils, avec, notamment l'accroissement du pourcentage des femmes au sein de ces derniers
- L'augmentation de la proportion des comités d'audit et de rémunération

D'une manière générale, l'AMF recommande aux entreprises qui n'appliquent pas les dispositions du code MIDDLENEXT en termes de vigilance, de nombre d'administrateurs indépendants, d'évaluation du conseil, de comité d'audit, de l'expliquer de façon circonstanciée, afin de respecter le principe « appliquer ou expliquer ».

Concernant plus particulièrement la rémunération des dirigeants, l'AMF constate qu'un effort significatif de transparence a été réalisé par les émetteurs sur l'application des recommandations émises préalablement par l'AMF.

L'AMF recommande aux émetteurs de **mentionner de manière plus explicite dans les documents de référence, les modalités de détermination et de versement des indemnités de départ** (celle-ci étant encore rarement détaillée) **et de la partie variable de la rémunération des dirigeants.**

Concernant le cumul du contrat de travail avec un mandat social, l'AMF recommande d'apporter des explications précises et circonstanciées pour expliquer le maintien du contrat de travail (ancienneté, situation personnelle par exemple). Il est également recommandé d'étendre l'examen par le conseil d'administration de l'opportunité d'autoriser ou non le cumul, aux collaborateurs exerçant des fonctions de dirigeant mandataire social dans une entreprise cotée et bénéficiant d'un contrat de travail avec une autre société du groupe.

- > Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne en date du 7 décembre 2010

Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale (RSE)

L'AMF a publié le 2 décembre 2010 un rapport sur l'information environnementale et sociale publiée par les sociétés cotées dans le cadre de leurs documents de référence 2009. L'échantillon retenu par l'AMF est composé de 30 sociétés françaises cotées sur Euronext Paris appartenant toutes à l'indice SBF120 et dont la moitié fait également partie de l'indice CAC 40.

Le constat de l'AMF est double.

Une problématique actuelle : la thématique de la responsabilité sociale et environnementale (RSE) des sociétés a pris une importance croissante au cours des dernières années. De plus en plus d'investisseurs utilisent directement ou indirectement cette référence dans leurs décisions d'investissement.

Mais un bilan mitigé : il ressort notamment de ce rapport que :

- Les recommandations de l'AMF en matière de d'explication des risques environnementaux et sociaux sont partiellement suivies
- La pluralité des supports de diffusion de l'information RSE nuit à leur visibilité

Outre le souhait d'une nécessaire standardisation et clarification des règles applicables, les recommandations de l'AMF, essentiellement axées sous l'angle de la transparence de l'information, portent sur différents points notamment :

- **l'utilisation d'un référentiel et la présentation d'indicateurs** : les sociétés sont invitées à préciser dans leur documentation si elles se sont appuyées sur un référentiel pour recenser et consolider leurs données extra-financières.
- **les risques sociaux et environnementaux** : l'AMF considère comme essentiel de (i) faire le lien entre les risques et les procédures de contrôle interne, (ii) de préciser la façon dont l'entreprise appréhende ces risques, les formalise et in fine s'efforce de les maîtriser, (iii) de mettre en place une démarche d'identification, d'analyse, et de traitement des risques.
- **la RSE dans la rémunération des dirigeants** : Il est recommandé de définir de manière précise et explicite les critères qualitatifs utilisés pour la détermination de la partie variable de la rémunération liée à la RSE.

- > Rapport de l'AMF sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale en date du 2 décembre 2010

Recommandation de l'AMF sur les engagements hors bilan

En raison de la mise à jour du référentiel IFRS, l'AMF a décidé de mettre également à jour l'interprétation n°1 sur les engagements hors bilan élaborée en 2006. Cette recommandation qui annule et remplace l'interprétation précédente repose principalement sur :

- un rappel du cadre normatif et réglementaire applicable en matière de présentation des engagements hors bilan
- une approche possible en matière de principes d'identification et de présentation des engagements hors bilan.

Sur ce point l'AMF, encourage les émetteurs à décliner leurs engagements hors bilan en trois parties :

- engagements hors bilan liés au **périmètre du groupe consolidé**
- engagements hors bilan liés au **financement de la société**
- engagements hors bilan liés aux **activités opérationnelles de la société**

L'AMF préconise également de présenter les engagements hors bilan de manière synthétique par nature et par grandes catégories **sur deux exercices**, afin de fournir une vision comparative.

> [Recommandation AMF sur les engagements hors bilan du 6 décembre 2010](#)

Charte de l'enquête et modification du pouvoir de sanction de l'AMF

L'AMF a rendu public le 13 décembre 2010 une charte de l'enquête destinée à préciser les droits et obligations des enquêteurs et des personnes sollicitées dans le cadre de l'enquête et exposer les règles de bonne conduite applicables aux enquêteurs et le comportement attendu des personnes sollicitées.

Cette charte ne se substitue pas aux dispositions législatives et réglementaires applicables aux enquêtes mais tend à en expliciter le processus. Elle ne comprend d'ailleurs aucun élément réellement nouveau, elle fixe néanmoins un certain nombre d'éléments.

Par ailleurs, à la suite des modifications de la procédure de sanction de l'AMF déjà introduites par la loi de régulation financière et bancaire du 22 octobre 2010 (voir bloc-notes boursier, novembre 2010), l'AMF a introduit le principe du contradictoire dès l'enquête par le biais de la communication (modification de l'article 144-2-1 du règlement général) à la fin des enquêtes et avant la rédaction du rapport d'enquête, d'une « lettre circonstanciée » aux personnes susceptibles d'être ultérieurement mises en cause par le Collège. Les personnes concernées disposeront d'un délai d'un mois pour y répondre.

Enfin, le représentant du collège de l'AMF peut intervenir devant la Commission des sanctions dès la notification des griefs et non plus seulement au stade final de l'examen de l'affaire. Il pourra suivre l'évolution de l'affaire tout au long de l'instruction, déposer des observations écrites et enfin proposer une sanction.

- > AMF- La charte de l'enquête- 13 décembre 2010
- > Arrêté du 8 décembre 2010 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF
- > Communiqué de presse de l'AMF du 17 décembre 2010- Finalisation de la réforme de la procédure d'enquête et de sanction

L'opération en vue : OPA de Danaher sur Ingenico

Ingenico a annoncé le 17 décembre 2010 avoir reçu une offre de 1,44 milliard d'euros en numéraire visant la totalité de son capital, sans toutefois révéler l'identité de l'acquéreur qui pourrait se révéler être le groupe américain Danaher.

Le 19 décembre Ingenico a annoncé que le conseil d'administration, après avoir reçu une offre soumise à conditions, avait examiné son contenu et ses modalités avec l'offreur et avait estimé que l'offreur n'avait pas été en mesure de présenter une offre susceptible d'être acceptée par le conseil.

La presse a ensuite révélé l'identité de l'Offreur qui serait vraisemblablement le conglomérat Américain Danaher. Le prix proposé de 28 euros par action, aurait été considéré comme insuffisant par le premier actionnaire de la société, l'équipementier aéronautique Safran (qui possède 22,5%) du groupe.

Le ministre de l'Industrie Eric Besson a par la suite déclaré sur LCI que l'état Français qui possède lui-même 30% de Safran « a pleinement conscience du caractère stratégique de cette entreprise pour la filière électronique française », et a ajouté que l'Etat discutait de ce dossier avec les dirigeants de Safran. Il semblerait donc que l'Etat Français ne veuille pas que cette société qu'il considère posséder une technologie stratégique passe sous le pavillon américain. Cette position du gouvernement repose la traditionnelle question de la marge de manœuvre du gouvernement sur la définition des secteurs protégés (dont la prise de contrôle suppose l'approbation préalable par le Ministre de l'Economie et des Finances au titre des dispositions du Code monétaire et financier), dont font partie les « activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale ».

Cette position pose aussi d'autres questions plus inhabituelles mais intéressantes soulevées par Madame Neuville : l'appartenance de l'activité de la société Ingenico à un secteur protégé, et donc son caractère difficilement opérable, aurait-il dû être communiqué au marché au titre des facteurs de risque ? Le conseil d'Ingenico doit-il, avant de rejeter ou accepter, une offre faire le tour du marché afin d'examiner et comparer la qualité de l'offre et ses principaux termes ? La réponse à ces deux questions en droit français est délicate et doit être apportée au regard des éléments d'espèce de chaque opération et de chaque société.

- > Communiqué de Presse de la société Ingenico en date du 19 décembre 2010

17 MILLIONS
D'EUROS

**SOIT LE BUDGET 2011
DE LA NOUVELLE AUTORITÉ
BOURSIÈRE EUROPÉENNE**

(Esmas sous son sigle anglo-saxon) qui a vu le jour à la fin de l'année 2010. C'est trois fois moins que le budget 2009 de l'AMF et 22 fois moins que celui du Financial Services Authority britannique. Pour mémoire, l'objet de cette autorité est notamment d'établir un livre de règles communes pour l'ensemble des autorités nationales, de faire pression sur les autorités nationales n'appliquant pas la législation européenne et la supervision des agences de notation de crédit. Le président et le secrétaire général de cette nouvelle institution ne sont pas encore nommés.

Et encore...

Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques

La loi n°2010-1249 de régulation bancaire et financière (LRBF) du 22 octobre 2010 a modifié certaines dispositions du droit des offres publiques. Les modifications du règlement général de l'AMF en résultant ont fait l'objet d'une consultation publique de l'AMF qui s'est terminée le 5 janvier 2011 notamment concernant :

- l'abaissement à 30% du seuil déclencheur de l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique,
- la « clause de grand-père » applicable aux actionnaires détenant une participation comprise entre 30% et le tiers au 1er janvier 2010,
- le mode de calcul du seuil de 30%,
- le prix plancher de l'offre publique obligatoire
- la suppression de la garantie de cours ;
- la mise en œuvre de l'offre publique de retrait obligatoire en cas de fusion intra-groupe
- le régime des offres publiques sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés

> Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques

Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les dispositions relatives à la publicité des droits de vote, des opérations de cession temporaire d'actions et du rachat sans annulation de titres de créance

La LRBF renvoie au règlement général de l'AMF en ce qui concerne la fixation des conditions portant sur les mesures de publicité concernant : (i) la publicité des droits de vote applicables aux sociétés admises aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé, (ii) la transparence des opérations de cession temporaire d'actions vis-à-vis de l'AMF et du public, (iii) les rachats de titres de créance ne donnant pas accès au capital réalisés par les émetteurs aux fins de favoriser la liquidité desdits titres.

Les modifications du règlement général de l'AMF envisagées dans ce cadre ont fait l'objet d'une consultation publique de l'AMF qui s'est terminée le 5 janvier 2011

> Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les dispositions relatives à la publicité des droits de vote, des opérations de cession temporaire d'actions et du rachat sans annulation de titres de créance

Doctrine de l'AMF

L'AMF poursuit ses travaux de clarification de sa doctrine. Dans le cadre de son plan stratégique, l'AMF s'est engagée à systématiser et à mieux organiser la publication de sa doctrine. L'AMF a publié les principes retenus pour l'organisation et la publication de sa doctrine.

> Principes pour l'organisation et la publication de la doctrine de l'AMF en date du 7 décembre 2010

Affaire LVMH-HERMES

Le Collège de l'AMF dans sa séance du 6 janvier 2011, a accordé la dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société HERMES INTERNATIONAL qui lui a été soumise par des membres du groupe familial Hermès dans le cadre de leur projet se grouper dans une holding qui détiendrait 50% du capital de la société.

L'AMF publiera sa décision motivée ultérieurement dans un délai rapide.

> Décision de l'AMF de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Hermès International en date du 6 janvier 2010



Contact :

Jean-François Louit,
Avocat à la Cour
Responsable de l'activité droit boursier
tél. + 33 1 83 92 38 38

jflouit@scotto-associes.com
www.scotto-associes.com

Ont participé à l'élaboration de ce bloc-notes :
le professeur Alexis Constantin ainsi qu'Aurore Suain et Louis-Charles Hévin,
membres de l'équipe Corporate du Cabinet.