

SCOTTO & ASSOCIÉS

AVOCATS A LA COUR

RÉGLEMENTATION BOURSIÈRE

SOMMAIRE

- > Nouvelles dispositions du règlement général de l'AMF relatives aux offres publiques
- > Nouveau régime de déclaration des positions courtes nettes
- > Représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance
- > Rapport du groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs
- > Le chiffre du mois
- > L'opération du mois : La fusion Sanofi Aventis-Genzyme
- > Et encore...

ÉDITO Wendel/Saint-Gobain : une sanction exemplaire pour une autorité restaurée ?

Par Alexis Constantin

C'est une sanction manifestement exemplaire que l'AMF a voulu infliger le 13 décembre 2010 à la société Wendel et à son ancien président.

Exemplaire par le montant tout d'abord : une amende de 1,5 million d'euros chacun, soit la sanction forfaitaire maximale encourue à l'époque.

Par le contexte de l'affaire ensuite : en 2007 la société Wendel a annoncé avoir franchi le seuil de 5 % du capital de Saint-Gobain, mais s'était déjà constitué depuis plusieurs mois une position virtuelle dans le capital de sa cible via des TRS (*total return swap*), instruments dérivés par lesquels s'échangent les revenus générés par un actif sous-jacent (ici des actions Saint-Gobain) contre des flux variables dépendant de l'évolution de sa valeur.

Par les fondements et considérants de la décision, enfin : la sanction se fonde sur la violation des articles 223-6 (défaut d'information sur une opération susceptible d'avoir une incidence significative sur la situation d'un instrument financier) et 232-2 (défaut de communication au public d'une information privilégiée) du règlement général. L'AMF a considéré que si ces TRS ne sont pas soumis à la réglementation sur les franchissements de seuil, une approche plus globale doit prévaloir au terme de laquelle leur conclusion, ainsi que la souscription d'accords de financement d'un

montant exactement équivalent aux sommes nécessaires pour que Wendel puisse monter au capital de Saint-Gobain, traduisent « *un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché* » et révèlent ainsi une fraude !

Cette exemplarité, le Président de l'AMF M. Jouyet l'a manifesté avec force, en affirmant dans la presse que la décision devait « *servir de leçon pour tout le monde* », l'affaire étant « *emblématique du manque d'information sur le marché des actions* ». Toutefois Wendel a indiqué avoir fait appel, regrettant notamment que la Commission des sanctions n'ait pas suivi les conclusions de son rapporteur qui avait mis Wendel hors de cause.

Par cette décision, il semble bien que l'AMF a entendu restaurer son autorité, quelque peu affaiblie par certaines décisions récentes. « *Les personnes qui pensaient que tout était joué, dans le dossier Wendel, auront été surprises* » a ajouté M. Jouyet, affirmant également que l'AMF est « *une autorité forte et indépendante qui ne craint pas de prendre ses responsabilités* », réaffirmant ainsi son rôle éminent dans la préservation des principes fondamentaux des marchés financiers que sont la transparence, ainsi que l'égalité et la loyauté des opérateurs.

Nouvelles dispositions du règlement général de l'AMF relatives aux offres publiques

L'arrêté du 31 janvier 2011 portant homologation des modifications du règlement général de l'AMF a été publié au Journal officiel du 1^{er} février 2011.

Il modifie le Titre III (« Offres publiques d'acquisition ») du Livre II (« Emetteurs et information financière ») du règlement général suite aux aménagements du droit des offres publiques d'acquisition introduits par la loi de régulation bancaire et financière (LRBF) du 22 octobre 2010 (voir Bloc-Notes n°2, Novembre 2010).

A cette occasion, l'AMF a publié un « Commentaire du règlement général de l'Autorité des marchés financiers concernant l'homologation des modifications apportées au Livre II » et la « synthèse de la consultation publique sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition ».

Les principales nouvelles dispositions sont les suivantes :

- **Le seuil déclencheur de l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique est abaissé du tiers à 30% du capital ou des droits de vote.**
- Le mode de calcul du seuil de 30% est dorénavant déterminé selon les mêmes règles que celles prévalant pour le calcul des seuils franchissement de seuils légaux.
- Enfin, la procédure de garantie de cours est supprimée, faisant place à la seule procédure d'offre publique simplifiée.

Le nouvel article 234-11 du règlement général explicite le **régime transitoire** : principalement, pour toute personne qui, seule ou de concert, détenait au 1^{er} janvier 2010, directement ou indirectement, une participation comprise entre 30% et un tiers du capital ou des droits de votes, le seuil déclencheur de l'offre obligatoire est le tiers et non 30% du capital ou des droits de vote.

- > Synthèse de la consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition en date du 27 janvier 2011
- > Commentaire du règlement général de l'Autorité des marchés financiers concernant l'homologation des modifications apportées au Livre II (« Emetteurs et information financière ») en date du 1^{er} février 2011
- > Règlement général de l'AMF - Livre II Emetteurs et informations financières tel que modifié par arrêté le 31 janvier 2011

Nouveau régime de déclaration des positions courtes nettes

Le nouveau dispositif (applicable à compter du 1^{er} février 2011) vise à introduire un régime permanent de transparence vis-à-vis de l'AMF et du marché, pour les positions courtes nettes détenues sur des actions cotés sur NYSE Euronext Paris.

Seuils

- **Toute personne détentrice d'une position courte nette qui franchit, à la hausse comme à la baisse, le seuil de 0,2% du capital doit en faire la déclaration à l'AMF et non au marché.**
- Tout palier de 0,1%, à la hausse comme à la baisse à partir du seuil de 0,2%, déclenche une obligation de déclaration à l'AMF.
- L'AMF publiera sur son site Internet le rapport de déclaration relatif à tout franchissement à la hausse comme à la baisse du seuil de 0,5% ainsi que le franchissement de tout palier additionnel de 0,1%.

Modalité de calcul de la position

Le dénominateur est égal au nombre d'actions composant le capital émis de la société.

Le numérateur, exprimé en nombre d'actions, est égal à la position économique nette à la baisse dans le capital émis.

Ce nombre tient compte à la fois des positions détenues sur :

- le marché au comptant ; et,
- des positions détenues sur tout instrument financier à terme, quel que soit son lieu de négociation. Ni les OCA ni les BSA ne sont à prendre en compte, alors que les bons et warrants relatifs aux actions déjà émises sont à intégrer. En cas d'augmentation de capital, ni les droits de souscription ni la garantie de bonne fin ne sont à prendre en compte.

Le numérateur est calculé en appliquant à chaque instrument détenu le delta approprié ; lequel correspond à la sensibilité de la valeur théorique de l'instrument par rapport aux variations du cours du sous-jacent.

Délai de déclaration

La déclaration doit être envoyée au plus tard à 15h30 le premier jour de négociation qui suit le franchissement de seuil.

Modalité de déclaration

La déclaration est faite au moyen d'un formulaire type dûment rempli, et envoyé : reportingpositionscourtes@amf-france.org

Sanctions

Aucune sanction spécifique n'étant prévue, les règles générales de l'AMF à ce sujet s'appliquent (L.621-14 et L. 621-15 du Code monétaire et financier).

- > Communiqué de presse AMF du 26 janvier 2011 sur la mise en oeuvre du régime de transparence portant sur les ventes à découvert au 1^{er} février 2011
- > Instruction AMF n° 2010-08 du 9 novembre 2010 relative à la déclaration des positions courtes nettes à l'AMF
- > Position AMF n°2011-03 du 2 février 2011. Liste des questions-réponses sur la mise en oeuvre du régime de transparence des positions nettes courtes sur actions au 1^{er} février 2011

Représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance

Dans le cadre de la féminisation des conseils d'administration et de surveillance, le Parlement a adopté le 13 janvier 2011 la loi relative à la « représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle », publiée le 28 janvier 2011 au journal officiel (loi n° 2011-103).

Cette loi s'applique aux SA et SCA cotées, aux SA et SCA non cotées qui durant trois exercices consécutifs à compter du 1^{er} janvier 2017 emploient un nombre moyen de 500 salariés et réalisent un chiffre d'affaires net ou un total de bilan supérieur ou égal à 50 millions d'euros, ainsi qu'à des sociétés du secteur public.

La loi modifie le Code de commerce qui dispose désormais que le conseil est composé en recherchant une représentation équilibrée des femmes et des hommes (articles L. 225-17 du Code de commerce) et met en place un calendrier progressif pour la réalisation de cet objectif.

Lorsque l'un des deux sexes n'est pas représenté au sein du conseil d'administration à la date de publication de loi, **au moins un représentant de ce sexe doit être nommé lors de la plus prochaine assemblée générale ordinaire ayant à statuer sur la nomination d'administrateurs.**

A l'issue de la première assemblée générale ordinaire qui suivra le 1^{er} janvier 2014, le seuil de représentants de chaque sexe devra atteindre 20%.

A l'issue de la première assemblée générale ordinaire qui suivra le 1^{er} janvier 2017, la proportion des administrateurs de chaque sexe ne pourra être inférieure à 40 %. Dans ces sociétés, lorsque le conseil d'administration est composé au plus de huit membres, l'écart entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux.

En cas de violation de ces règles, la loi prévoit la nullité des nominations irrégulières, cette nullité n'entraînera pas toutefois celle des délibérations d'un conseil irrégulièrement composé.

- > Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle

Rapport du groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs

Le groupe de travail mis en place par l'AMF, sur le thème de l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, propose trois séries de recommandations :

- I privilégier le règlement amiable ;
- II prendre en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans les procédures internes de l'AMF ; et
- III organiser la contribution de l'AMF à la solution des difficultés que soulève en matière boursière et financière l'indemnisation judiciaire des victimes.

Ces recommandations ont été complétées par une piste de réflexion portant sur :

- IV les conditions d'application d'une forme d'action collective dans le domaine financier et boursier dans le cas où il serait décidé de l'introduire en droit français.

L'AMF a lancé une consultation publique sur ce rapport qui s'est clôturée le 15 mars 2011.

I Privilégier le règlement amiable des litiges

Le groupe de travail préconise ainsi :

- 1 des mesures afin de faciliter et privilégier le règlement amiable des litiges relatif au processus de commercialisation des produits financiers par les établissements financiers ;
- 2 de développer le recours à médiation de l'AMF ;
- 3 veiller à l'égalité de traitement des indemnités amiables et judiciaires en matière de prise en charge par l'assurance de responsabilité civile du professionnel et matière de traitement fiscal de ces indemnités.

II Prendre en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans toutes les procédures internes à l'AMF

Le groupe de travail souhaite que la réparation du préjudice des épargnants soit au cœur de chacun des différents métiers de l'AMF notamment :

- 1 lors des contrôles et des enquêtes menées par l'AMF, en systématisant, lors des contrôles, la politique de recommandation d'indemnisation des clients lésés et de questionnement des personnes mises en cause sur leur intention d'indemniser les clients lésés ;
- 2 préalablement à la décision de la Commission des sanctions, en :
 - (i) instaurant une « procédure d'ajournement » par laquelle l'affaire, avec l'accord du mis en cause, pourrait faire l'objet d'un renvoi à date fixe pour permettre à ce dernier d'indemniser les victimes ; et
 - (ii) en permettant que le rapporteur de la Commission des sanctions, voire cette dernière, puisse demander un supplément d'instruction concernant les mesures prises pour indemniser les victimes.
- 3 lors de la prise de décision de la Commission des sanctions, en systématisant la démarche de la Commission des sanctions où la réparation du préjudice serait de manière principale prise en compte dans la détermination du montant de la sanction prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF, voire dans la détermination du principe de la sanction.

III Organiser la contribution de l'AMF en matière judiciaire pour aider les victimes

- 1 L'AMF pourrait communiquer aux victimes des éléments de preuve.
Ayant constaté que « les actions en réparation devant le juge civil ou commercial (sont) coûteuses et (...) se heurtent à des difficultés de preuve de la faute et d'évaluation du préjudice », le groupe de travail propose de « permettre aux personnes recherchant une indemnisation devant une juridiction civile d'avoir accès aux documents utiles du rapport de contrôle ou du rapport d'enquête de l'AMF » ;

- 2 L'AMF aiderait le juge à évaluer les préjudices.
Le groupe de travail a estimé que **l'AMF pourrait contribuer à aider le juge ou l'expert à évaluer les préjudices subis** par les épargnants ou les investisseurs.

IV Conditions d'application d'une forme d'action collective dans le domaine financier et boursier

Le groupe de travail **ne se prononce pas sur l'opportunité d'introduire en droit français une action de groupe**. Au cas où les pouvoirs publics créeraient une action de groupe dans le secteur financier, le groupe de travail a réfléchi aux différentes conditions qu'elle devrait remplir.

- > Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs.
25 janvier 2011 Groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux
- > Communiqué de Presse de l'AMF en date du 25 janvier 2011 : l'Autorité des marchés financiers lance une consultation sur le rapport du groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs.

LE CHIFFRE

60

Soit le pourcentage de capital du nouvel ensemble Nyse Euronext / Deutsche Börse détenu par les actionnaires de Deutsche Börse à l'issue de la fusion annoncée de ces bourses.
L'opération doit être approuvée par une majorité qualifiée des actionnaires des deux groupes et par les régulateurs concernés.

L'opération du mois : La fusion Sanofi Aventis-Genzyme

L'acquisition de l'américain Genzyme par le français Sanofi pour un prix de 19,2 milliards de dollars en numéraire s'est déroulée grâce à un mécanisme de complément de prix original : le *contingent value right* (certificat de valeur conditionnel, CVC).

Le CVC, émis par la société cible, est attribué à tout actionnaire de Genzyme qui apporte à l'offre, en sus du prix de rachat de ses actions apporté et qui lui est versé. Cet instrument financier, coté sur le Nasdaq, bénéficie d'une rentabilité fonction du résultat des ventes futures d'une molécule, l'alemtuzumab, mise au point par la cible et sur le point d'être commercialisée. Cet outil a permis de rapprocher les positions du groupe Sanofi, qui estimait les ventes futures liées à cette molécule à 700 millions de dollars de celle de Genzyme qui voyait un potentiel de vente aux alentours de 3,5 milliards de dollars.

- > Communiqué de presse Sanofi-aventis du 16 février 2011 - Termes de l'opération
- > Communiqué de presse Sanofi-aventis du 16 février 2011 - Transaction overview (en anglais)

Et encore...

Droit américain : Le Dodd-Franck Act

Le Dodd-Franck Act a introduit en droit américain l'obligation d'organiser **un vote consultatif des actionnaires des sociétés cotées sur le montant des rémunérations de leurs dirigeants ainsi que sur celles de leurs indemnités de départ**. Les sociétés étrangères dont les actions sont inscrites à la cote d'un marché américain sont exemptées de ces obligations.

- > Les dispositions finales du Dodd-Franck Act adoptées par la SEC le 25 janvier 2011

Mise à jour de l'instruction AMF relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé

Comme chaque année, l'AMF a revu les obligations d'information en cas d'offre au public de titres ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé.

- > Instruction n° 2005-11 du 13 décembre 2005 (Mise à jour en date du 20 janvier 2011) relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé

Régime de publicité des opérations de cession temporaire d'actions précédant une assemblée générale

L'article 49 de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a introduit l'obligation pour toute personne venant à détenir de façon temporaire un nombre d'actions représentant plus de 0,5% des droits de vote d'informer (i) la société concernée et (ii) l'AMF, au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée générale.

Le nouvel article 223-38 du règlement général précise que :

- la société devra publier les informations spécifiées par l'article L.225-126 I du code de commerce dès qu'elle les reçoit et au plus tard le jour ouvré suivant la réception de l'information ;
- ces informations seront diffusées sur le site internet de la société.

Par ailleurs, cet article mentionne que les modalités d'envoi de ces informations à l'AMF seront précisées dans une instruction.

- > Commentaire du règlement général de l'AMF concernant l'homologation des modifications apportées au Livre II (« Emetteurs et information financières ») du 1^{er} février 2011
- > Instruction n° 2011-04 du 2 février 2011 relative aux modalités de communication des opérations de cession temporaire portant sur des actions à l'AMF

Rapport de l'AMF sur l'épargne salariale et l'actionnariat salarié - Février 2011 - groupe de travail Présidé par Jacques Delmas-Marsalet

Nous reviendrons plus en détail sur ce rapport lors d'un prochain Bloc-Notes.

- > Rapport de l'AMF sur l'épargne salariale et l'actionnariat salarié- Février 2011
Groupe de travail Présidé par Jacques Delmas-Marsalet



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, of Counsel, agrégé des Facultés de droit, Louis-Charles Hévin, Alexandra Pérette et Aurore Suain, membres de l'équipe corporate du cabinet.