

## Marchés financiers

2386

# La responsabilité des intervenants dans le cadre d'une introduction en bourse

## Bilan des décisions récentes de l'AMF sur les banquiers, émetteurs et commissaires aux comptes <sup>1</sup>

Eyal CHVIKA,

docteur en droit,  
avocat à la Cour, Hogan & Hartson MNP

Dans la perspective d'une fenêtre boursière favorable sur les marchés financiers, il est utile de faire le point, au regard des décisions de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers et de la jurisprudence, sur ce qu'il est possible de faire pour les intervenants banquiers, émetteurs et dirigeants, et commissaires aux comptes afin d'assurer une meilleure information financière diffusée par une société dans le cadre de son introduction en bourse.

1 - L'information financière diffusée par une société dans le cadre de son introduction en bourse peut être source de responsabilité <sup>2</sup> et de contentieux <sup>3</sup>. Cette information financière doit être de qualité <sup>4</sup> : « exacte, précise et sincère » <sup>5</sup>. La disposition essentielle en matière d'information financière est l'article 632-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») (le « RGAMF ») relatif au manquement de diffusion d'une fausse information : « Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne au sens de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les

informations étaient inexactes ou trompeuses <sup>6</sup> ». Cet article est applicable à toutes les sociétés faisant appel public à l'épargne « si bien qu'il est inutile d'attendre que la société soit effectivement cotée pour s'interroger sur la qualité des informations diffusées au public <sup>7</sup>. » En d'autres termes, dans le cadre de la préparation de la documentation afférente à une introduction en bourse en particulier le prospectus <sup>8</sup>, il convient d'être attentif au vocabulaire utilisé, d'éviter les ambiguïtés <sup>9</sup>, les tournures trop commerciales.

2 - L'introduction en bourse <sup>10</sup> consiste en l'admission des instruments financiers d'une société à la cote d'un marché réglementé, Euronext Paris, et en l'inscription pour Alternext Paris et le marché libre <sup>11</sup>. Une introduction en bourse permet à une société essentiellement : d'accéder aux marchés financiers qui sont une

**Ndlr** : Cette Étude a déjà été publiée in *RD bancaire et fin.* 2008, ét. 19.

2. Sur les responsabilités encourues en matière d'information financière d'une société cotée : Voir ANSA n° 07-021 sur ce thème.
3. S. Loyrette, *Le contentieux des abus de marché* : Joly Éditions 2007, p. 165 et suivants.
4. F. Roussel, *Transparence et qualité de l'information financière : enjeux et limites* : Journ. sociétés n° 29, février 2006, p. 44. – N. Rontchevsky, *L'information du marché par les émetteurs*, in *Le droit boursier en mouvement, Actes du Colloque de Chantilly organisé les 14 et 15 juin 2003 par l'Association Droit et Commerce* : RJ com. n° spécial 2003, p. 106.
5. RGAMF, art. 223-1. L'information diffusée en France doit être donnée de manière simultanée et de manière identique (RGAMF, art. 223-8) ou équivalente en pratique à celle qui est donnée à l'étranger.

6. Sur ce texte, voir notes sous *Cass. com.*, 19 déc. 2006, obs. Th. Bonneau : *Dr. sociétés* 2007, comm. 80 et B. Garrigues : *RTDF* 1/2007, p. 122.
7. F. M. Laprade, *Introduction en bourse* : *Encyclopédie Joly Bourse – Études*, p. 62.
8. Une introduction en bourse en faisant appel public à l'épargne nécessite un prospectus qui est composé : (i) du document de base qui contient un descriptif de la société, (ii) de la note d'opération qui décrit la structure de l'offre des actions, et (iii) d'un résumé.
9. ANSA, n° 07-021, *préc.*, p. 1.
10. Une introduction en bourse résulte en général d'une augmentation de capital et / ou d'une cession d'actions existantes.
11. Une introduction en bourse peut se faire par placement privé sur Alternext Paris et sur le marché libre (le document d'offre n'est pas visé par l'AMF en cas de placement privé).

source de financement pour les sociétés – les fonds levés permettront de financer l'expansion de la société ; ou d'accroître sa notoriété auprès de ses partenaires commerciaux – être cotée en bourse faciliterait la conclusion de contrats par la société. Les intervenants dans le cadre d'une introduction en bourse visés dans le présent article sont : les banquiers, les émetteurs et leurs dirigeants, et les commissaires aux comptes. On constate que le paragraphe 5 intitulé « Responsabilité des différents intervenants : émetteur, contrôleurs légaux des comptes et prestataires de services d'investissement » qui se situe dans la section 2 « Dépôt, visa et diffusion du prospectus », chapitre II « Information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne », Titre I<sup>er</sup> « Appel public à l'épargne », Livre II « Émetteurs et information financière » du RGAMF mentionne les trois intervenants objet de la présente étude<sup>12</sup>. Ce ne sont pas les seuls intervenants (l'AMF, NYSE Euronext Paris, les avocats, les analystes financiers, les journalistes, les agences de communication, l'expert indépendant<sup>13</sup>) mais le présent article traite des principaux intervenants notamment ceux dont la responsabilité est envisagée dans les décisions de la Commission des sanctions (la « Commission ») en rapport avec les introductions en bourse.

**3 -** L'information financière (notamment document de référence, rapports financiers, communiqués) est importante dans la mesure où elle peut être source de responsabilité : le processus d'introduction en bourse va nous permettre de l'illustrer. En pratique, cet article vise à justifier la rigueur nécessaire des intervenants et de leurs conseils (avocats et / ou juristes) sur une introduction en bourse qui ont le souci de ne pas laisser les dirigeants de la société voire leur agence de communication, ayant une approche commerciale, dire tout et n'importe quoi (par exemple, affirmer qu'on est le leader incontesté alors qu'on ne l'est pas), aller trop loin dans l'idée de donner une image par trop améliorée de la société en vue de sa valorisation. Ce qu'on dit, ce qu'on écrit peut être source de contentieux – il vaut mieux être rigoureux, privilégier la qualité de l'information pour éviter les dérapages qui auront un impact négatif direct sur le cours de bourse. La réputation des intervenants dans le cadre d'une introduction en bourse peut être fortement atteinte par une introduction en bourse qui se passe mal et qui donne lieu à des articles de presse et des contentieux. Cette exigence de rigueur attendue par l'AMF dans le cadre de l'instruction du dossier d'introduction en bourse de la société et par la Commission justifie les efforts des sociétés dans la mise à disposition de moyens notamment humains afin de préparer la documentation, le prospectus en particulier, et pour fournir une information de qualité, gage de risque de contentieux moindre.

**4 -** La période récente et ce jusqu'au troisième trimestre 2007 inclus a été très active par le nombre d'introductions en bourse<sup>14</sup>. On peut se poser la question si le retournement des marchés financiers va donner lieu à une multiplication des contentieux visant les intervenants dans une introduction en bourse, en particulier devant la

Commission<sup>15</sup>. En effet, les introductions en bourse donnent lieu à du contentieux. L'enjeu financier des contentieux ainsi que le montant des sanctions sont importants. Une tendance générale à l'alourdissement des sanctions pécuniaires est constatée par certains devant la Commission<sup>16</sup>. Sur 115 décisions de la Commission publiées sur le site de l'AMF du 18 mars 2004 au 29 septembre 2008, soit environ quatre ans, nous avons recensé 11 décisions en rapport avec une introduction en bourse<sup>17</sup>. Ce contentieux vise aussi bien Euronext Paris que le marché libre<sup>18</sup>. Alternext Paris n'a pour l'instant pas fait l'objet de décisions probablement en raison de sa création récente le 17 mai 2005. Ces décisions de la Commission donnent lieu à des recours devant la Cour d'appel de Paris, Cour de cassation et / ou devant le Conseil d'État. Il y a également des contentieux devant les tribunaux de commerce et cours d'appel concernant des conflits au niveau de la répartition de la responsabilité civile entre émetteurs et banquiers en cas d'échec de l'introduction en bourse, en particulier sur l'exécution du mandat d'introduction en bourse (V. n° 17 et s.). Une décision préalable de sanction administrative devrait faciliter l'action en responsabilité civile<sup>19</sup>.

**5 -** L'approche juridique classique du sujet en distinguant responsabilités contractuelle ou délictuelle<sup>20</sup>, responsabilités civile, administrative ou pénale<sup>21</sup>, ou encore en procédant à l'étude spécifique des incriminations<sup>22</sup>, ne sera pas retenue. L'approche dans le présent article est documentaire et casuistique : quels sont les documents source de responsabilité, c'est-à-dire les documents qui traduisent l'engagement des intervenants dans le processus d'introduction en bourse, et illustrer avec de la jurisprudence et la pratique des dossiers d'introduction en bourse. Nous examinerons successivement : la responsabilité des banquiers (1), des émetteurs et des dirigeants (2), la répartition de la responsabilité civile entre les banquiers et les émetteurs (3) et la responsabilité des commissaires aux comptes (4).

## 1. Responsabilité des banquiers

### A. - Documents

**6 -** Dans le cadre d'une introduction en bourse, les banquiers réalisent des audits de la société de deux types : *documentary due diligence* qui consiste à revoir les documents relatifs à la société dans une *data room* (salle de données) et *management due diligence* qui implique de poser des questions aux dirigeants de la société lors d'entretiens prévus à cet effet. Ces diligences auxquelles participent les avocats répondent à des pratiques de place telles que décrites dans le

12. Sur les travaux de place en vue d'essayer de clarifier les responsabilités des différents intervenants dans le cadre des introductions en bourse, et des intermédiaires en particulier : voir AMF, Synthèse des réponses à la consultation de place sur la réforme de la procédure de contrôle des opérations financières et de délivrance du visa lancée le 31 juillet 2001, 20 novembre 2001, H. de Vauplane et J.-J. Daigre : *Banque et droit* n° 85, sept.-oct. 2002, p. 32.

13. Dans le cadre de l'introduction en bourse et de l'offre publique d'échange du groupe Eurotunnel SA sur Euronext Paris une expertise indépendante a été délivrée en vertu du jugement de sauvegarde et non dans les cas prévus par le RGAMF. Le rapport de l'expert indépendant figurant dans le document de base pourrait être source de responsabilité, ce qui nécessite d'éviter d'autres mentions du rapport dans les documents d'offres (note d'opération et note d'information).

14. Voir en ce sens AMF, rapp. 2007, p. 25.

15. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, note sous Paris, 3<sup>e</sup> ch., sect. C, 27 février 2001, SA Continental Group c/ SA RBDH Industries : *Banque et droit* n° 79, sept.-oct. 2001, p. 28 : « Les périodes de cycles boursiers baissiers sont favorables aux demandes de mise en responsabilité en tout poil émanant de clients déçus ».

16. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars, J.-P. Bornet, AMF – Commission des sanctions – Bilan d'activité 2006 : *Banque et droit* n° 115, sept.-oct. 2007, p. 43.

17. Nombre de décisions par année : 2008 (0 pour le moment) ; 2007 (3) ; 2006 (2) ; 2005 (2) ; 2004 (4).

18. Marché libre (6 décisions dont 1 décision qui porte sur 9 sociétés du marché libre) ; Nouveau Marché (4 décisions dont 2 sociétés sur Euronext Paris actuellement) ; Euronext Paris (1 décision).

19. H. Letréguilly, *La responsabilité des émetteurs en matière d'information financière* : RD bancaire et fin. 2004, p. 453.

20. H. Letréguilly, *La responsabilité des émetteurs en matière d'information financière*, op. cit., p. 449.

21. Voir par exemple, J.-P. Valuet, *L'information financière des sociétés cotées* : Joly Bourse – études, p. 104-106. – D. R. Martin, *Responsabilité et marchés financiers – propos introductifs*, in Dossier spécial : droit de la responsabilité et droit des marchés financiers : Bull. Joly Bourse, mai-juin 2007, p. 289.

22. N. Rontchevsky, *La responsabilité pénale* : Bull. Joly Bourse, mai-juin 2007, p. 336.

Code professionnel FBF-AMAFI d'octobre 2006. Les banquiers introducteurs préparent sur la base de l'audit de la société et des entretiens avec les dirigeants, une attestation de prestataire de services d'investissement (le « PSI ») qui confirme à l'AMF que le PSI a effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement<sup>23</sup>. Cette attestation qui est remise à l'AMF préalablement à la délivrance du visa sur le prospectus engage la responsabilité du PSI<sup>24</sup>. En cas d'introduction en bourse sur Alternext Paris, une attestation supplémentaire, l'attestation du *listing sponsor*, est remise par le banquier introducteur. Il est également attesté dans ce document par le *listing sponsor* qu'une série de vérifications (« diligences ») ont été réalisées selon un schéma-type fixé par Euro-next Paris<sup>25</sup>. En pratique, l'AMF peut être amenée à demander au *listing sponsor* d'attester sur tel ou tel élément relatif à l'opération d'introduction en bourse, ce qui ne va pas sans soulever des discussions entre les intervenants et l'AMF : par exemple, sur une convention d'assistance à l'introduction en bourse conclue entre l'émetteur et l'un des actionnaires.

## B. - Illustrations

7 - Deux décisions illustrent la responsabilité du banquier introducteur. L'intermédiaire qui avait « un rôle de véritable maître d'œuvre de l'opération » avait participé à des réunions avec les commissaires aux comptes, l'expert-comptable, le conseil juridique de la société et les dirigeants de cette dernière concernant les informations financières et comptables prévisionnelles de la société émettrice et les hypothèses les sous-tendant. La Commission a considéré que le banquier introducteur se trouvait ainsi parfaitement informé de ce que tous les éléments introduits à sa diligence ne reposaient que sur des hypothèses relevant davantage de l'espérance que sérieusement étayées – notamment en ce qui concerne le planning d'ouverture des agences, au regard de l'état de préparation de leurs installations au premier trimestre 2000, et l'augmentation irréaliste du chiffre d'affaires au regard, en particulier, des données de l'exercice 1999 – soutenues par les seuls dires du dirigeant de l'émetteur, dont le jeune âge et l'expérience limitée auraient dû susciter de la part du professionnel une vigilance particulière le conduisant à solliciter notamment des précisions ou des garanties et à appeler le dirigeant à une plus grande mesure, ce qui n'avait pas été fait. La Commission affirme également que le banquier introducteur a contrevenu aux règles de bonne conduite figurant dorénavant aux articles L. 533-13 I. et L. 533-11 du Code monétaire et financier (V. n° 19) et au contenu de son attestation PSI figurant aujourd'hui à l'article 222-16 du RGAMF (V. n° 6). Ces éléments justifient une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre du banquier introducteur<sup>26</sup>. Dans une autre décision, la Commission a prononcé un blâme à l'encontre d'un banquier introducteur qui a contrevenu aux règles de bonne conduite essentiellement aux motifs que le banquier introducteur n'aurait pas apporté aux opérations d'introduction en bourse toute l'attention et les

moyens nécessaires transférant une bonne part de la charge de travail à l'émetteur, les services de l'AMF relevant la faible qualité de la version initiale des prospectus et la tendance généralisée du banquier introducteur à s'appuyer largement sur les services de l'AMF<sup>27</sup>.

8 - En revanche, l'intermédiaire financier n'a pas été sanctionné alors qu'il faisait l'objet de griefs portant exclusivement sur des diligences relatives à la vérification de certains aspects de la situation juridique de l'émetteur au moment de son introduction en bourse (notamment absence de renouvellement de mandat d'administrateur, conseil d'administration comportant un nombre d'administrateurs inférieur au minimum légal de trois, mandat de commissaire aux comptes non renouvelé dans les délais requis)<sup>28</sup>. Une sanction n'a pas été prononcée mais cette décision permet de voir le degré de détails des griefs soulevés devant la Commission à l'encontre du banquier introducteur.

## 2. Responsabilité des émetteurs et des dirigeants

### A. - Documents

9 - La responsabilité des dirigeants<sup>29</sup> peut être engagée au titre de l'information diffusée de façon générale à l'occasion d'une introduction en bourse et du prospectus sur lequel l'AMF appose son visa<sup>30</sup>. En effet, un guide de communication dans le cadre d'une introduction en bourse dénommé *publicity guidelines* est fourni aux dirigeants de la société par leurs avocats : que dire, ou ne pas dire et à quel moment, comment gérer la relation avec l'agence de communication, les salariés et les journalistes notamment<sup>31</sup>. En matière d'information financière, les dirigeants sont directement responsables, la délégation de pouvoirs n'étant pas en principe exonératoire : elle est inefficace pour protéger le dirigeant contre la mise en cause de sa responsabilité<sup>32</sup>.

10 - Dans le cadre d'une introduction en bourse, l'émetteur fournit une attestation du responsable du prospectus<sup>33</sup> dans laquelle : (a) les dirigeants assument la responsabilité du prospectus sur la base de cette attestation qu'ils signent et qui figure dans le document de base et dans la note d'opération ou dans le prospectus ; (b) les dirigeants précisent dans cette attestation dont le modèle figure à l'article 2 de l'instruction n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne notamment que : (i) à leur connaissance, après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, les données du document de base, de la note d'opération ou du prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omis-

23. RGAMF, art. 222-16.

24. J.-J. Daigre, *La responsabilité du banquier en matière de prestation de services d'investissement* : RD bancaire et fin. 2006, p. 90. – C. Pénichon, *Obligations et responsabilité des prestataires de services d'investissement*, in *Le droit boursier en mouvement, Actes du Colloque de Chantilly organisé les 14 et 15 juin 2003 par l'Association Droit et Commerce* : RJ com. n° spécial 2003, p. 48.

25. Article 2.2 des Règles Alternext Paris du 7 mai 2008.

26. AMF, *Commission des sanctions*, déc. 19 janv. 2006, M. M. Azoulay, Sté X, Sté Tradition Securities and Futures (annulée par une décision du Conseil d'État du 30 mai 2007) : Banque et droit n° 108, juillet-août 2006, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 38 ; Bull. Joly Bourse, sept.-oct. 2006, note N. Rontchevsky, p. 569.

27. AMF, *Commission des sanctions*, déc., 7 juill. 2005, Sociétés X, ORAPI et Luxyachting, MM. Y. D. Bonzy, S. Michelot et E. Sidler (annulée par une décision du Conseil d'État du 30 mai 2007).

28. AMF, *Commission des sanctions*, déc., 5 avr. 2007, MM. F. Piot, P. Sénéchal, G. Moraschetti, et société EFI : Bull. Joly Bourse, nov.-déc. 2007, note T. Granier, p. 742.

29. J.-P. Mattout, *Information financière et responsabilité des dirigeants* : RD bancaire et fin. 2004, p. 454.

30. A. Maréchal, *La responsabilité des dirigeants des sociétés cotées en matière d'information financière* : Dr. sociétés 2001, p. 5.

31. En vertu de ce guide de communication, il est demandé aux dirigeants de ne pas mentionner l'opération d'introduction en bourse avant l'enregistrement du document de base ; entre l'enregistrement dudit document et le visa, il est possible de parler de la société dans les mêmes termes du document de base ; après le visa sur la note d'opération qui inclut le résumé, les dirigeants peuvent en principe tout dire sur la société et l'offre des actions.

32. A. Maréchal, *La responsabilité des dirigeants des sociétés cotées en matière d'information financière*, op. cit., p. 9. – S. Loyrette, *Le contentieux des abus de marché*, op. cit., p. 178.

33. RGAMF, art. 212-14.

sion de nature à en altérer la portée ; (ii) l'émetteur a obtenu de ses contrôleurs légaux des comptes une lettre de fin de travaux, dans laquelle ils indiquent avoir procédé à la vérification des informations portant sur la situation financière et les comptes donnés dans le prospectus ainsi qu'à la lecture d'ensemble du document<sup>34</sup> ; et (iii) le cas échéant, l'émetteur mentionne les observations des contrôleurs légaux ; (c) aussi bien les personnes physiques que morales pourraient être signataires de cette attestation et en assumer la responsabilité en vertu de l'article 212-14 du RGAMF. En pratique, c'est le président directeur général de la société qui signe cette attestation remise à l'AMF avant la délivrance du visa.

**11** - Les sanctions administratives visent l'émetteur en tant que personne morale et / ou les dirigeants<sup>35</sup> en tant que personne physique<sup>36</sup>. En d'autres termes, il s'agit d'une responsabilité alternative ou cumulative qui est envisageable pour la société<sup>37</sup> et les dirigeants. La notion de faute séparable des fonctions pour les dirigeants n'est pas applicable en cas de responsabilité administrative : la responsabilité du dirigeant n'est pas subordonnée à la démonstration d'une faute détachable de ses fonctions<sup>38</sup> et peut donc être recherchée de manière plus facile qu'en matière de responsabilité civile où une faute séparable des fonctions est exigée. Il en est ainsi lorsque le dirigeant commet intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales<sup>39</sup>.

## B. - Illustrations

**12** - Dans son rapport annuel pour 1999 la Commission des opérations de Bourse (la « COB ») souligne le comportement de dirigeants de deux sociétés cotées : (i) la première société sur le second marché n'était pas en mesure de tenir ses prévisions et le dirigeant a proposé aux actionnaires entrés à l'occasion de l'introduction en bourse notamment de racheter leurs actions au prix d'introduction ; (ii) la seconde société sur le nouveau marché a vu son cours largement chuté après l'introduction en bourse en 1999 à un prix très élevé – le dirigeant, qui a cédé sa participation au début de l'année 2000, a accepté d'obtenir un prix inférieur à celui proposé aux actionnaires minoritaires, et a fait prendre l'engagement au cessionnaire d'offrir aux actionnaires minoritaires une garantie de cours à un niveau proche de celui de l'introduction en 1999<sup>40</sup>.

**13** - Dans le cadre d'une introduction en bourse, en pratique, on envisage souvent avec la société et ses dirigeants les points suivants qui peuvent être source de responsabilité :

- lors de la définition de l'*equity story*, à savoir au sens littéral l'histoire des actions, on détermine sur quel secteur d'activité la société est

positionnée<sup>41</sup>, ce qui a un impact sur la valorisation de la société. Il arrive que dans le cadre des réunions de rédaction du document de base, les banquiers comprennent sur la base des discussions que la société est positionnée sur un autre secteur d'activité, qui peut entraîner une valorisation moindre de la société.

- la société a-t-elle vraiment le produit dans le rayonnement ? Ainsi, si la société souhaite annoncer la mise en place d'un catalogue de produits standardisés : il faut s'en assurer en posant des questions, on arrive à clarifier les affirmations de la société et l'état d'avancement du produit.

- la question de savoir si l'on insère des prévisions dans le document de base, ce qui entraîne l'intervention d'un rapport des commissaires aux comptes (V. n° 24). Le rapport des commissaires aux comptes sur les prévisions n'empêche pas les difficultés pour une société introduite en bourse d'atteindre les prévisions annoncées postérieurement à l'introduction en bourse. Les difficultés sont généralement relayées par la presse et n'ont pas un impact positif sur le cours de bourse. Les risques inhérents à l'annonce de prévisions devraient conduire les émetteurs à éviter si possible l'insertion de prévisions dans le prospectus.

La Commission poursuit en cas de diffusions de fausses informations l'émetteur et / ou les dirigeants.

## 1° Responsabilité de l'émetteur

**14** - Dans une décision qui n'est pas relative à une introduction en bourse, la Commission a décidé que : « La circonstance que l'actionariat et la direction de la société ont été profondément modifiés postérieurement à la commission des faits reprochés est, par elle-même, sans incidence sur le fait que ces actes qui ont été commis au nom de la société engagent celle-ci ; que toutefois, dans le cas d'espèce, il y a lieu de tenir compte de ce que les manquements commis sont directement liés à la personnalité des anciens dirigeants, notamment de M.M.F., et à la façon dont ce dernier concevait son rôle ; qu'il y a lieu de tenir compte également de ce que les nouveaux dirigeants ont pris des mesures pour prévenir le renouvellement de tels manquements ; qu'il sera fait une exacte appréciation des circonstances de l'espèce en prononçant une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre de la société<sup>42</sup> ».

Dans une décision rendue par la COB, il a été considéré que la société n'a pas diffusé une information exacte, précise et sincère dans son prospectus d'introduction qui ne mentionnait pas l'environnement juridique de son principal secteur d'activité, alors que des incertitudes existaient quant à l'évolution du contexte juridique. Ce contexte juridique aurait dû être présenté en toute objectivité dans le prospectus d'information afin que le public dispose d'une information exacte et précise sur le principal secteur d'activité de la société<sup>43</sup>. De plus, la Commission a affirmé qu'est caractérisé le manquement à délivrer une information précise, exacte et sincère, le fait pour un émetteur, compte tenu des difficultés financières et économiques rencontrées, de ne pas respecter ses engagements pris dans le prospectus d'introduction, de publier certaines informations au Bulletin des

34. Cette mention ne s'applique pas dans le nouveau compartiment professionnel ouvert aux personnes qui sollicitent l'admission de leurs instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé, sans émission ni cession dans le public.

35. Sur les personnes susceptibles d'être poursuivies et sanctionnées, V. C. Arsouze, note sous CJCE, 1<sup>re</sup> ch., 5 juill. 2007, *Ntioni Anonymi Etairia Emporia H/Y* : Bull. Joly Bourse mars-avr. 2008, p. 160. – ANSA, *Responsabilité des administrateurs signataires d'un prospectus*, n° 06-036, Comité Juridique du 5 juillet 2006.

36. Voir l'article de D. R. Martin, *Responsabilité et marchés financiers – propos introductifs*, in *Dossier spécial : droit de la responsabilité et droit des marchés financiers*, op. cit., p. 287.

37. H. de Vauplane, *Responsabilité et information publiée par la société : RD bancaire et fin.* 2004, p. 458.

38. *Cass. com.*, 31 mars 2004 : *RD bancaire et fin.* 2004, note H. Le Nabasque, p. 268 ; *Bull. Joly Bourse juillet-août 2004*, note J.-J. Daigre, p. 465 ; *Banque et droit* n° 96, juillet-août 2004, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 38.

39. *Cass. com.* 20 mai 2003 : *Bull. civ.* 2003, IV, n° 84, p. 94.

40. *COB, rapp. annuel 1999*, p. 39.

41. Par exemple, immobilier classique ou immobilier de tourisme, domaine particulier dans la *high tech*.

42. AMF, *Commission des sanctions, déc.*, 5 juill. 2007, *Marionnaud Parfumeries et KPMG* : *Bull. Joly Bourse, janv.-fév.* 2008, p. 46 ; *Banque et droit* n° 115, sept.-oct. 2007, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, p. 38. A titre de rappel, des sanctions pécuniaires d'un (1) million et de 500 000 euros ont été prononcées à l'encontre des deux dirigeants. Cette décision fait l'objet d'un recours devant la cour d'appel de Paris.

43. *COB, déc. sanct.* 1<sup>er</sup> juin 1995, *Welcom International* : *Bull. COB juin 1995*, p. 15 : pour un ensemble de manquements une sanction pécuniaire de 76 219 euros a été prononcée à l'encontre de la société.

annonces légales obligatoires. Une sanction de 50 000 euros a été prononcée à l'encontre de la société<sup>44</sup>.

## 2° Responsabilité des dirigeants

**15** - Les décisions qui illustrent la responsabilité des dirigeants sont nombreuses et il est possible de les regrouper de la manière suivante : celles relatives aux groupes de sociétés, aux prévisions et celles où l'on cache la vérité à l'investisseur.

**Groupes de sociétés :** La COB a relevé que n'a pas diffusé une information exacte, sincère et précise la présidente d'une société qui mentionnait dans la note d'introduction que la société était totalement autonome sur le plan juridique, technique et économique, alors qu'en réalité des flux financiers importants et permanents au profit d'autres sociétés du groupe existaient et qui indiquait l'existence de créances à moins d'un an, alors que la convention de trésorerie avait été conclue pour une durée indéterminée et que toute perspective de remboursement des créances était illusoire, en tout état de cause en aucun cas à l'échéance d'un an. Ce qui à l'origine avait été implicitement présenté comme une remontée de flux tenant à une volonté de gestion centralisée des finances du groupe non coté s'est révélé être un mécanisme occulte de financement permanent de ce groupe qui procédait à des prélèvements continus sur la société filiale introduite en bourse afin de pouvoir faire face à une situation de trésorerie déficitaire<sup>45</sup>. Dans une autre décision, la Commission a caractérisé la non communication d'une information exacte dans le prospectus d'introduction dans une espèce où il a été constaté une détention indirecte d'une participation plus importante au capital de la société émettrice, le dirigeant s'étant bien gardé de révéler qu'il contrôlait en réalité une holding luxembourgeoise présentée comme un actionnaire indépendant<sup>46</sup>.

**Prévisions :** Le président de la société a pu se voir reprocher le fait d'avoir attesté la sincérité et le caractère complet des informations contenues dans le prospectus simplifié, nonobstant la conscience qu'il avait ou devait avoir du caractère irréaliste des prévisions d'ouverture d'agences et dès lors, des prévisions de chiffre d'affaires pour les mois d'avril, mai et juin 2000<sup>47</sup>. La Commission a considéré dans une autre espèce qu'un dirigeant qui avait diffusé un prospectus faisant état d'un chiffre d'affaires prévisionnel près de 34 fois supérieur à la réalité et fondé sur des contrats dont la poursuite était aléatoire, a en toute connaissance de cause délivré au public une information inexacte et trompeuse<sup>48</sup>.

44. AMF, *Commission des sanctions*, déc., 17 juin 2004, *Société Oxis International*.

45. COB, *déc. sanct.* 10 juin 2003, M<sup>me</sup> C. Bourgoïn : *Bull. COB juillet-août 2003*, p. 231 : une sanction pécuniaire de 250 000 euros a été infligée au dirigeant.

46. AMF, *Commission des sanctions*, déc., 16 sept. 2004, M. G. Raynaud, *société Cross Systems Company*, confirmée par la cour d'appel de Paris le 19 avril 2005 (*RD bancaire et fin. 2005*, note P. Portier, p. 34). Le dirigeant a été condamné à une amende de 10 000 euros.

47. AMF, *Commission des sanctions*, déc. 19 janv. 2006, M. Azoulay, *Sté X, Sté Traditions Securities and Futures*, *préc.* : une sanction pécuniaire de 100 000 euros a été prononcée à l'encontre du dirigeant.

48. AMF, *Commission des sanctions*, déc. 8 juill. 2004, M. M. Andrieux : une sanction pécuniaire de 500 000 euros a été prononcée à l'encontre du dirigeant. Dans une autre espèce, la Commission s'est focalisée sur les prévisions diffusées dans le public à l'occasion de l'introduction en bourse qui se sont avérées très vite démenties comme un élément pour caractériser le défaut d'information du public par le dirigeant et l'émetteur condamnés chacun à 10 000 euros (AMF, *Commission des sanctions*, déc., 14 juin 2007, *Société Crédit du Nord*, M. C. Marty, *Société Clinique du Rond-Point des Champs-Élysées* et M. B. Sillam). Voir également sur des prévisions inexacts et abusivement optimistes dans le cadre de l'introduction en bourse qui s'analysaient plutôt comme des objectifs, ne reposant sur aucun engagement ferme et non rectifiées par la suite : AMF, *Commission des sanctions*,

## Défaut de véracité des informations données aux investisseurs :

Le prospectus d'introduction en bourse et le document de référence indiquaient que les prêts étaient assortis de sûretés alors qu'il n'existait alors aucun nantissement sur les titres du dirigeant. Les montants des prêts considérés étaient importants et représentaient 16 % des capitaux propres consolidés du groupe. L'attitude du dirigeant était d'autant plus critiquable que c'est à raison de cette absence de sûreté grevant des titres acquis à l'aide de ce prêt qu'il a pu en disposer librement par la suite, sans qu'apparemment rien n'ait été encore au jour de la décision de la Commission remboursé de ces sommes dont il a contesté dans ses explications jusqu'à la qualification de prêt. La Commission relève chez le dirigeant une volonté de tromper délibérément le marché<sup>49</sup>. Dans une autre décision, la Commission a considéré notamment que l'absence de mention dans l'annexe aux comptes consolidés de la société d'une double transaction réalisée sur le même actif par ladite société avec des sociétés appartenant au dirigeant et sa famille constitue un manquement à l'information exacte, précise et sincère du public. La double transaction a eu pour effet de majorer le chiffre d'affaires de la société pour l'exercice d'un produit complémentaire de 2,7 millions d'euros et qu'ainsi porté à 19 millions d'euros, ce chiffre d'affaires a pu apparaître au public comme voisin de la prévision de 19,8 millions d'euros annoncée lors de l'introduction en bourse de la société, alors que la comparaison pertinente devait être faite avec le chiffre d'affaires hors l'élément exceptionnel dont il s'agit, lequel s'est élevé qu'à 16,3 millions d'euros<sup>50</sup>. La Commission a relevé dans une autre espèce qu'un dirigeant n'avait pas indiqué dans le cadre de l'introduction en bourse son intention de transférer 50 % de ses titres au directeur commercial de la société et que le nom dudit directeur commercial n'apparaissait pas dans l'organigramme de direction de la société en raison de ses antécédents (ancien gérant et caution personnelle d'une SARL ayant fait l'objet d'une liquidation judiciaire) et par crainte de nuire à la réputation de la société auprès de l'actionariat de cette société. Le manquement à la bonne information est constitué<sup>51</sup>.

## 3. Répartition de la responsabilité civile entre les banquiers et les émetteurs

**16** - Dans le cadre d'une opération d'introduction en bourse, deux contrats régissent la relation entre le banquier introducteur et l'émetteur : le mandat d'introduction en bourse qui définit en particulier les services fournis par le banquier introducteur en vue d'introduire la société en bourse<sup>52</sup>, et le contrat de garantie et de placement des titres en vue d'assurer le placement des instruments financiers par

*déc.*, 12 oct. 2006, M. E. Teboul – une sanction pécuniaire de 30 000 euros a été prononcée à l'encontre du dirigeant.

49. AMF, *Commission des sanctions*, déc. 10 nov. 2005, *Société Gemplus, International SA*, M. M. Lassus, *Société Pricewaterhousecoopers Audit (France)*, M. P. Willemain et de M. R. Mackintosh ; *Banque et droit n° 107*, mai-juin 2006, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 50. Une sanction pécuniaire de 400 000 euros a été prononcée à l'encontre du dirigeant. La société est sanctionnée à 600 000 euros avec les mêmes motifs que pour le dirigeant. La cour d'appel de Paris dans un arrêt du 20 mars 2007 a ramené la sanction pécuniaire à 450 000 euros.

50. AMF, *Commission des sanctions*, déc. 21 nov. 2007, MM. K. Ait Yala, D. Leveque, R. Mansouri et L. Zouary ; *Bull. Joly Bourse*, mars-avr. 2008, note N. Rontchevsky, p. 139 : une sanction pécuniaire de 10 000 euros a été prononcée à l'encontre du dirigeant.

51. AMF, *Commission des sanctions*, déc., 6 déc. 2004, MM. M. Benchetrit, J. Macia et N. Bakar : une sanction pécuniaire de 100 000 euros a été prononcée à l'encontre du dirigeant ; cette sanction a été ramenée à 60 000 euros par la cour d'appel de Paris le 9 décembre 2004.

52. Ce type de contrat portant sur une opération complexe comporte à la fois des actes matériels relevant d'un contrat d'entreprise et des actes juridiques relevant d'un mandat (N. Rontchevsky, *note sous CA Paris*, 28 janv. 2000, SA CEJIBE et autres c/ SA EFI et a. : *RTD com.* 2000, p. 401).

le PSI. Ces contrats peuvent être source de contentieux et soulèvent la question de la répartition de la responsabilité entre les banquiers et les émetteurs<sup>53</sup>.

## A. - Au titre du mandat d'introduction en bourse

**17** - Un client déçu par l'aventure boursière est susceptible de rechercher la responsabilité du banquier. C'est un contentieux qui semble classique en raison de la multitude de jugements et d'arrêts. Le banquier introducteur est tenu d'une obligation de moyens<sup>54</sup> qui peut être mentionnée dans le mandat d'introduction en bourse<sup>55</sup>. La Cour d'appel de Paris avait retenu par le passé une obligation de moyens renforcée<sup>56</sup>. L'échec d'une introduction en bourse n'est pas en elle-même constitutive d'une faute de l'introducteur. C'est le manque de diligence du professionnel qui justifie sa responsabilité contractuelle vis-à-vis de l'émetteur<sup>57</sup>.

**18** - Les juges relèvent de multiples manquements pour retenir la responsabilité du banquier introducteur dans l'inexécution fautive du mandat d'introduction en bourse<sup>58</sup>. Les juges se fondent non seulement sur les termes du mandat d'introduction en bourse, mais également sur les correspondances échangées entre banquier introducteur et émetteur. Il est donc fortement déconseillé au banquier introducteur de manifester dans des courriers avec l'émetteur un enthousiasme excessif sur les chances de succès de l'introduction en bourse, ce qui pourrait se retourner contre lui dans le cadre d'un contentieux. Un manquement est constitué lorsque par exemple un intermédiaire financier qui pour mener à bien la mission, s'est adjoint les services d'une banque garante qui s'est finalement révélée défailillante quelques jours avant l'introduction en bourse<sup>59</sup>. En revanche, si le mandataire présente faussement l'introduction en bourse comme une opération simple et assurée, il commet une faute, mais l'entreprise mandante, représentée par un directeur de banque, professionnel en matière financière et boursière, ne peut prétendre avoir été trompée et insuffisamment informée, n'étant pas un profane ; les torts doivent alors être partagés et la demande de dommages et intérêts rejetée<sup>60</sup>. Le juge peut être amené dans le cadre de son pouvoir d'appréciation à réduire l'honoraire prévu de l'introducteur s'il est excessif au regard du service rendu, peu importe que le premier versement ait eu lieu à titre forfaitaire<sup>61</sup>.

Ce contentieux factuel qui s'appuie sur l'analyse des termes du contrat<sup>62</sup> pourrait se fonder non seulement sur des règles de bonne conduite auxquelles sont astreints les prestataires de services d'investissement mais également sur les obligations d'information, de conseil et le cas échéant de mise en garde.

## 1° Règles de bonne conduite

**19** - Le mandat d'introduction en bourse s'apparente<sup>63</sup> au service connexe au service d'investissement de : « *fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes, ainsi que la fourniture de conseil et de services en matière de fusions et de rachat d'entreprises* » (C. monét. fin., art. L. 321-2 3). Le PSI participant à l'introduction en bourse est ainsi soumis aux règles de bonne conduite qui figurent dans la section V du chapitre III, Obligations des prestataires de services d'investissement, du titre III, Les prestataires de services d'investissement du Code monétaire et financier (C. monét. fin., art. L. 533-11 et s.) qui prévoient notamment que : les PSI « *agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients* » (C. monét. fin., art. L. 533-11) ; « *En vue de fournir le service de conseil en investissement ou celui de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, les prestataires de services d'investissement s'enquêtent auprès de leurs clients, notamment leurs clients potentiels, de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement, ainsi que de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement, de manière à pouvoir leur recommander les instruments financiers adaptés ou gérer leur portefeuille de manière adaptée à leur situation* » (C. monét. fin., art. L. 533-13 I).

Les règles de bonne conduite du PSI participant à une introduction en bourse résultent également des articles 315-31 et suivants du RGAMF<sup>64</sup>. Ces dispositions visent principalement à : assurer préalablement à la signature du mandat d'introduction l'information des dirigeants de l'émetteur sur le déroulement de l'opération d'introduction et sur les obligations légales et réglementaires de l'émetteur<sup>65</sup> ; prévoir un délai minimal de trois mois entre la signature du mandat d'introduction en bourse et la date à laquelle l'introduction en bourse a effectivement lieu<sup>66</sup>. Le respect de ces délais constituerait une stricte obligation de résultat pesant sur le professionnel<sup>67</sup>, dont la violation constitue une faute<sup>68</sup>. En effet, un banquier introducteur commet une faute en établissant un calendrier d'introduction en bourse incompatible avec les délais réglementaires, notamment le délai de trois mois minimum entre la date de signature du mandat et la date de l'introduction en bourse. Dans cette espèce<sup>69</sup>, compte tenu d'un ensemble de fautes, la banque introductrice a été condamnée à 150 000 euros de dommages-intérêts au profit de la société dont les titres n'ont pas pu être introduits en bourse. Le préju-

53. Sur ce point, A. Poncet, *Responsabilité des banquiers introducteurs en bourse vis-à-vis des émetteurs* : *Décideurs Juridiques et Financiers* n° 37, 2002, p. 18.

54. Par exemple, CA Paris, 15<sup>e</sup> ch., sect. B, 23 mars 2006, *Médikéo c/ BNP Paribas* : *Bull. Joly Bourse, mai-juin 2006*, note L. Ruet, p. 335.

55. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, note sous T. com. Paris, 29 avr. 2003, 5<sup>e</sup> espèce, *Banque et droit* n° 93, janv.-fév. 2004, p. 36.

56. CA Paris, 28 janv. 2000, SA CEJIBE et a. c/ SA EFI et a. : *RTD com.*, 2000, p. 399, note N. Rontchevsky.

57. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, note sous T. com. Paris, 11 mai 2004, *QuadrimeX/EFI* : *Banque et droit* n° 98, nov.-déc. 2004, p. 37.

58. Par exemple, CA Paris, 25<sup>e</sup> ch., sect. A., 7 sept. 2007, *EFI / Probag* : *Bull. Joly Bourse*, nov.-déc. 2007, note M. Goldberg-Darmon et J. Balensi, p. 755 ; *Banque et droit* n° 118, mars-avril 2008, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, p. 29.

59. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, note sous T. com. Paris, 11 mai 2004, *QuadrimeX/EFI*, op. cit., p. 38.

60. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, note sous T. com. Paris, 5 févr. 2001, SA Groupe de l'Olivier c/SA Europe Finance et Industrie : *Banque et droit* n° 83, mai-juin 2002, p. 25.

61. CA Paris, 3<sup>e</sup> ch., sect. C., 27 févr. 2001, SA Continental Group c/ SA RBDH Industries : *Bull. Joly Bourse*, juillet-août 2001, note L. Ruet, p. 375 ; *Banque et droit* n° 79, sept.-oct. 2001, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, p. 28 ; *RTD com.*, 2001, note M. Storck, p. 943. Sur une autre affaire où la faute de la banque autorise le client à réclamer la restitution d'une partie des honoraires versés à la banque, soit la somme de 71 760 euros : CA Paris, sect. A., 23 févr. 2007, SA EFI c/ SA Homsys Group : *Bull. Joly Bourse*, juillet-août 2007, note F. Martin Laprade, p. 506.

62. Voir par exemple, CA Paris, 25<sup>e</sup> ch., sect. B., 9 sept. 2005, SA Adhersis : *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 2006, note L. Ruet, p. 173.

63. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, note sous CA Paris, 7 sept. 2007, *EFI/Probag*, op. cit., p. 29.

64. *Lamy Droit du Financement 2008*, p. 455.

65. RGAMF, art. 315-31, al. 1.

66. Article 315-31, alinéa 2, du RGAMF, l'article 2.2 des Règles d'Alternext du 7 mai 2008 prévoit que le *listing sponsor* qui n'est pas tenu des règles de bonne conduite applicables aux prestataires de services d'investissement doit respecter plusieurs principes en particulier « *aménager entre la date de signature du contrat avec l'émetteur et la date d'admission sur Alternext un délai d'au moins trois mois* ».

67. L. Ruet, note sous CA Paris, 3<sup>e</sup> ch., sect. C., 27 févr. 2001, SA Continental Group c/ SA RBDH Industries : *Bull. Joly Bourse*, juill.-août 2001, p. 379.

68. CA Paris, 15<sup>e</sup> ch., sect. B., 23 mars 2006, *Médikéo c/ BNP Paribas* : *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2006, note L. Ruet, p. 335 ; *Dr. sociétés 2006*, comm. 149, note T. Bonneau, p. 26.

69. CA Paris, 15<sup>e</sup> ch., sect. B., 23 mars 2006, *Médikéo c/ BNP Paribas*, *ibid.*

dice subi consiste en des frais exposés pour préparer la société à son introduction en bourse et en une perte de chance d'un succès espéré.

## 2° Obligations d'information, de conseil, de mise en garde

**20** - Outre les règles de bonne conduite, les PSI sont redevables d'obligations d'information, de conseil et parfois de mise en garde<sup>70</sup>. La jurisprudence illustre en particulier l'obligation de conseil. La Cour d'appel de Paris relève ainsi que le banquier introducteur n'avait pas apporté à l'émetteur l'aide et le soutien de son expérience et de ses compétences qui lui étaient contractuellement dus et qu'il avait abusé de la méconnaissance profonde que l'émetteur pouvait avoir des conditions à remplir pour réussir une introduction en bourse et dès le début de leurs relations contractuelles, la mission impartie au banquier introducteur était vouée à l'échec, et qu'il appartenait au professionnel averti qu'il était d'en informer l'émetteur et qu'en s'étant abstenu de le faire, ledit banquier avait manqué à son devoir de conseil. Le préjudice dont peut se prévaloir l'émetteur est la perte de chance de voir l'introduction en bourse envisagée, devenir un succès, soit 250 000 euros<sup>71</sup>. En outre, la Cour d'appel de Paris dans une autre espèce relève l'existence d'une obligation de conseil du banquier introducteur qui n'a pas rempli en l'espèce concernant les modalités de l'offre des actions de l'émetteur au public alors que la mission d'assistance dans l'introduction en bourse et de coordination des opérations impliquait nécessairement une mission de conseil sur la stratégie et les modalités de l'opération, tant préalablement à la signature du contrat qu'au cours de son exécution. Compte tenu des négligences et manquements du banquier introducteur à ses obligations contractuelles (notamment l'absence d'agrément d'une société de bourse pour procéder au placement des titres de l'émetteur), la Cour a retenu une condamnation du banquier introducteur à 200 561 euros au profit de l'émetteur<sup>72</sup>.

## B. - Au titre du contrat de garantie et de placement

**21** - Dans le cadre du contrat de garantie et de placement, le banquier introducteur afin de se protéger contre un risque d'action en responsabilité par un investisseur mécontent demande à la société de déclarer et de garantir que les informations données au public sont exactes, précises et sincères<sup>73</sup>. L'efficacité de cette couverture dépend

des diligences effectuées par le banquier introducteur lui permettant de s'assurer que les déclarations faites par l'émetteur sont conformes à la réalité<sup>74</sup>. Une multiplication des clauses visant à limiter la responsabilité des intermédiaires financiers est constatée par certains en pratique<sup>75</sup>. Le contrat de garantie et de placement prévoit ainsi généralement que l'émetteur devra indemniser totalement les banques en charge du placement de tout préjudice résultant des informations de chaque document d'information<sup>76</sup>. Ce type de clause signifie qu'en cas d'action récursoire de la banque, la responsabilité encourue sur la base d'une mauvaise information sera entièrement assumée par la société et / ou ses principaux actionnaires<sup>77</sup>. En effet, les actionnaires vendeurs, c'est-à-dire les actionnaires existants de la société qui cèdent leurs actions dans le cadre de l'introduction en bourse, acceptent dans le contrat de garantie et de placement une clause d'indemnisation au bénéfice des banques<sup>78</sup>.

**22** - On peut s'interroger sur l'efficacité des clauses limitatives ou exonératoires de responsabilité au regard du droit commun des obligations. En effet, la responsabilité civile en matière d'information financière pourrait résulter de manquements à des prescriptions légales, réglementaires ou disciplinaires. Le fait qu'un banquier s'affranchisse par des clauses contractuelles de sa responsabilité au titre de ces règles qui revêtent un caractère d'ordre public<sup>79</sup> pourrait être

*relatives à la Société et à ses filiales, et toutes les informations relatives aux Actions et aux Actions Nouvelles, nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de la Société et de sa Filiale, et décrit fidèlement les modalités de l'Offre et les caractéristiques des Actions, des Actions Nouvelles et des Actions Supplémentaires ; ces informations étaient, à la date du visa de l'AMF et sont, à la date du présent contrat, sincères, précises et exactes, et toutes les estimations et déclarations d'intention contenues dans les Documents d'Information étaient, à la date du visa de l'AMF, et sont, à la date du présent contrat, sincères et raisonnablement établies ; il n'existe aucun autre fait significatif connu de la Société, dont l'omission pourrait faire qu'une information contenue dans l'un des Documents d'Information soit incomplète, non conforme à la réalité, erronée ou de nature à en altérer la portée ».*

74. F. M. Laprade, *Introduction en bourse : Encyclopédie Joly Bourse – Études*, p. 66.
75. F. Peltier, « Due diligences » à responsabilité limitée : *RD bancaire et fin.* 2002, p. 286.
76. Exemple de clause : « La Société indemniserait intégralement le Garant, ses affiliés qui concourent à l'Offre, toute Personne qui contrôle un Garant, ainsi que les mandataires, mandataires sociaux, dirigeants, représentants, associés et employés desdites entités (une « Partie Indemnisée »), de tous préjudices, responsabilités, dommages et intérêts, pertes, frais, pénalités, débours et coûts qu'il serait dans l'obligation de supporter, y compris les frais, dépenses et honoraires d'avocats raisonnablement encourus selon les pratiques et usages des marchés concernés, à raison de l'une quelconque des raisons suivantes :  
– une inexactitude ou une mention de nature à induire en erreur, réelle ou alléguée, relative à une information contenue dans un document d'information ;  
– l'omission, réelle ou alléguée, d'une information dans un document d'information ; et  
– un non-respect de l'un des engagements consentis par la Société au titre du présent contrat ou de l'inexactitude de l'une des déclarations et garanties consenties par la Société dans le présent contrat ».
77. F. M. Laprade, *Introduction en bourse : Encyclopédie Joly Bourse – Études*, p. 80.
78. Exemple de clause : « Les Actionnaires Vendeurs s'engagent conjointement, et sans solidarité entre eux, à indemniser intégralement la Société, le Garant et ses affiliés qui concourent à l'Offre et leurs administrateurs et dirigeants de la même manière et dans les mêmes termes que l'indemnisation prévue pour la Société (exemple de clause ci-dessus), mais seulement en ce qui concerne toute violation de l'un des engagements consentis par les Actionnaires Vendeurs au titre du présent contrat ou de l'inexactitude de l'une des déclarations et garanties consenties par les Actionnaires Vendeurs dans le présent contrat ».
79. D. R. Martin, *Responsabilité et marchés financiers – propos introductifs*, in *Dossier spécial : droit de la responsabilité et droit des marchés financiers* : *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2007, p. 294.

70. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, *note sous CA Paris*, 7 sept. 2007, *EFI/Probog*, op. cit., p. 29 : Selon ces auteurs, le client du prestataire de service d'investissement « n'étant généralement pas un « opérateur averti », l'obligation générale de mise en garde lui est applicable au titre de la jurisprudence *Buon* » (*Cass. com.*, 5 nov. 1991 : *Bull. civ.* 1991, IV, n° 327, p. 227). En vertu de la jurisprudence *Buon*, il faut être également en présence d'une opération spéculative – notion dont la jurisprudence n'a pas défini le critère (*X. Delpech*, *note sous Cass. com.*, 26 mars 2008 : *D.* 2008, n° 16, act. *jurispr.*, p. 1058). Dans l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 26 mars 2008 (*Cass. com.*, 26 mars 2008, *préc.*, *note X. Delpech* ; *RD bancaire et fin.* 2008, *comm.* 90, *note S. Torck et comm.* 95, *note F.-J. Crédot et T. Samin* ; *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2008, *note D. Robine*, p. 232), il résulte du document produit par la banque que le nouveau marché présente un caractère spéculatif en raison de la nature même des sociétés cotées et s'adresse en priorité et principalement à une clientèle très avertie. Sur le devoir de mise en garde et l'impact de la Directive MIF : V. A.-C. Muller, 2007 : *les marchés financiers sous les projecteurs* : *Dr. et patrimoine* 2008, p. 88. Sur ces différentes obligations d'information, de conseil et de mise en garde, V. M. Storck, *Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement* : *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2007, p. 312.
71. *CA Paris*, 25<sup>e</sup> ch., sect. A., 7 sept. 2007, *EFI / Probog* : *Bull. Joly Bourse*, nov.-déc. 2007, p. 756, *note M. Goldberg-Darmon et J. Balensi*.
72. *CA Paris*, 25<sup>e</sup> ch., sect. B., 16 juin 2006, *EFI c/ SA Adexi et SA Euroland Market* : *JurisData* n° 2006-306298 ; *Banque et droit* n° 109, sept.-oct. 2006, *note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet*, p. 62.
73. Exemple de clause : « chaque Document d'Information contenait à la date du visa de l'AMF et contient, à la date des présentes, toutes les informations

remis en cause au niveau de la validité des clauses<sup>80</sup>. Par ailleurs, conformément au droit commun des obligations, ces clauses limitatives ou exonératoires de responsabilité à l'égard des tiers ne s'appliquent pas en cas de faute lourde ou dolosive du banquier<sup>81</sup>. Cette question serait source de contentieux du fait que la notion de faute lourde demeure incertaine en jurisprudence<sup>82</sup>. Selon un auteur, dans le cas où le banquier n'aurait pas procédé aux diligences professionnelles d'usage visées à l'article 212-16 du RGAMF, ou les auraient mal conduites, on pourrait penser que dans ces conditions « *un juge estimerait qu'il y a là une faute « lourde » de la part d'un professionnel, dont l'intention malveillante (ou la mauvaise foi) est patente puisqu'il devait au contraire se conformer à une obligation réglementaire*<sup>83</sup> ». Toutefois, on peut noter l'application de la clause pénale prévue dans le mandat d'introduction en bourse en l'absence d'une faute lourde et le refus d'assimiler une négligence grave de nature à rendre impossible la poursuite des relations contractuelles d'une banque (à savoir, l'absence d'agrément d'une société de bourse pour procéder au placement des titres de l'émetteur) à une faute lourde<sup>84</sup>.

#### 4. Responsabilité des commissaires aux comptes

##### A. - Documents

**23** - Selon l'article 212-15 du RGAMF, les commissaires aux comptes : se prononcent sur la régularité, la sincérité et l'image fidèle des comptes annuels, consolidés ou intermédiaires qui ont fait l'objet d'un audit ou d'un examen limité et qui sont présentés dans le prospectus ; attestent que les informations prévisionnelles, estimées ou *pro forma*, éventuellement présentées dans un prospectus ont été adéquatement établies sur la base indiquée et que la base comptable utilisée est conforme aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur ; procèdent à une lecture d'ensemble des autres informations contenues dans un prospectus ; établissent à destination de l'émetteur une lettre de fin de travaux sur le prospectus, dans laquelle ils font état des rapports émis figurant dans le prospectus et indiquent au terme de leur lecture d'ensemble et des éventuelles vérifications particulières effectuées conformément à la norme professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à la vérification des prospectus leurs éventuelles observations – cette lettre de fin de travaux sur le prospectus est délivrée à une date la plus proche possible de celle du visa attendu de l'AMF<sup>85</sup> ; une copie de

cette lettre de fin de travaux sur le prospectus est transmise par l'émetteur à l'AMF préalablement à la délivrance de son visa ou à l'enregistrement du document de base. Si elle contient des observations, l'AMF en tire les conséquences dans l'instruction du prospectus. La lettre de fin de travaux est remise par les commissaires aux comptes à la société (généralement à ses avocats) qui envoie une copie à l'AMF, mais ce document ne figure ni dans le document de base ni dans la note d'opération.

**24** - Outre la lettre de fin de travaux, on peut mentionner la lettre de confort qui est établie par les commissaires aux comptes lorsqu'on est en présence d'un document d'offre internationale (*international offering circular*)<sup>86</sup> qui sert de support à un placement hors de France. La lettre de confort sert de garantie à la banque et lui permet notamment de démontrer qu'elle a su mobiliser les moyens nécessaires et effectuer les diligences requises<sup>87</sup>. Par ailleurs, un rapport des commissaires aux comptes est nécessaire sur les prévisions si l'émetteur choisit d'inclure une prévision ou une estimation du bénéfice dans le document d'enregistrement (document de base en principe) qui doit alors contenir les informations suivantes : une déclaration énonçant les principales hypothèses sur lesquelles l'émetteur a fondé sa prévision ou son estimation<sup>88</sup> ; un rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants, stipulant que, de l'avis de ces comptables ou contrôleurs légaux indépendants, la prévision ou l'estimation du bénéfice a été adéquatement établie sur la base indiquée et que la base comptable utilisée aux fins de cette prévision ou estimation est conforme aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur.

**25** - La Cour de cassation a reconnu que les commissaires aux comptes, personnes physiques ou morales, qui certifient les comptes de la société faisant appel public à l'épargne sont soumis au pouvoir de sanction de l'AMF au titre des manquements relatifs à la communication d'informations inexacts, imprécises ou trompeuses au marché et que leur responsabilité peut être alternativement ou cumulativement engagée<sup>89</sup>. En d'autres termes, la responsabilité de la personne morale n'exclut pas celle de l'associé personne physique qui peut aussi se voir reconnaître responsable à titre personnel.

##### B. - Illustrations

**26** - La Commission a prononcé une sanction pécuniaire d'un montant de 100 000 euros à l'encontre de la société de commissaires

financiers aux négociations sur un marché réglementé, sans émission ni cession dans le public (RGAMF, art. 212-15 III).

80. Sur les exceptions à la validité des clauses limitatives et exonératoires de responsabilité : V. I. Riassetto, *L'exonération de responsabilité des prestataires de services d'investissement* : Bull. Joly Bourse, mai-juin 2007, p. 328.

81. I. Riassetto, *L'exonération de responsabilité des prestataires de services d'investissement* : Bull. Joly Bourse, *ibid.*, p. 323. La notion de faute lourde demeure incertaine au niveau de la jurisprudence (F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, *Droit civil, Les obligations* : Précis Dalloz, 9<sup>e</sup> éd. 2005, p. 564). C'est « *une erreur, une négligence énorme, impardonnable, mais son auteur n'avait ni l'intention de nuire, ni même la connaissance du tort qui en résulterait pour le créancier ; il est encore de bonne foi* » (F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, *Droit civil, Les obligations* : Précis Dalloz, *ibid.*, p. 563). On définit la faute lourde généralement comme celle qui confine au dol manifeste l'inaptitude de son auteur à assumer la mission dont il s'est chargé (A. Bénabent, *Droit civil, Les obligations* : Montchrestien, 11<sup>e</sup> éd., 2007, p. 296).

82. F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, *Droit civil, Les obligations* : Précis Dalloz, *ibid.*, p. 564.

83. F. M. Laprade, *Introduction en bourse* : Encyclopédie Joly Bourse – Études, p. 82.

84. CA Paris, 25<sup>e</sup> ch., sect. B., 16 juin 2006 *EFI c/ SA Adexsi et SA Euroland Market* : *JurisData* n° 2006-306298 ; *Banque et droit* n° 109, sept.-oct. 2006, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, p. 62.

85. Afin d'accroître l'attractivité de la place financière de Paris, la lettre de fin de travaux n'est pas nécessaire dans le nouveau compartiment professionnel ouvert aux personnes qui sollicitent l'admission de leurs instruments

86. Norme du référentiel CNCC 4-105 Lettre de confort, qui définit la lettre de confort comme une attestation du commissaire aux comptes dans laquelle il exprime une assurance de nature ou de niveau approprié sur des informations préparées par les dirigeants de l'entité, portant sur la situation financière ou les comptes, et destinée, dans le cadre d'une opération financière, à un tiers désigné, généralement le banquier finançant ou garantissant la bonne fin de l'opération.

87. M. Ferrère, in *Table ronde – Marchés de capitaux : la responsabilité au cœur du débat*, *Décideurs : Stratégie Finance Droit* – n° 74-75, 15 févr.-15 avr. 2006, p. 30.

88. Il convient d'opérer une distinction nette entre les hypothèses relatives à des facteurs que peuvent influencer les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance et les hypothèses relatives à des facteurs échappant totalement à leur influence. Ces hypothèses doivent, en outre, être aisément compréhensibles par les investisseurs, être spécifiques et précises et ne pas avoir trait à l'exactitude générale des estimations sous-tendant la prévision.

89. *Cass. com.*, 11 juill. 2006 : *Dr. sociétés*, nov. 2006, p. 25, note T. Bonneau ; *Bull. Joly Bourse* juill.-août 2006, note B. Garrigues et S. Bonfils, p. 443 ; *Bull. Joly Sociétés*, déc. 2006, note T. Granier, p. 1357 ; D. 2006, n° 29, note A. Lienhard, p. 2033. – Y. Paclot, *La responsabilité administrative des commissaires aux comptes devant l'Autorité des marchés financiers* : *Journ. Soc. nov.* 2006, n° 37, p. 66 ; *RTDF* n° 3 2006, note N. Rontchevsky, p. 168 ; *Banque et droit* n° 109, sept.-oct. 2006, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, p. 60.

aux comptes et 50 000 euros à l'encontre de la personne physique associée de ce cabinet qui ont participé à la communication d'informations inexactes ou trompeuses en indiquant notamment que des prêts litigieux étaient assortis de sûretés alors qu'il n'existait aucun nantissement sur les titres du dirigeant. La Commission affirme en particulier que l'associé savait que le document de référence sur les comptes 2000 qu'il a approuvé comportait des mentions inexactes et des incohérences avec les documents figurant en annexe, ceux-ci ne faisant pas référence au moindre nantissement – cela aurait dû être relevé dès le prospectus d'introduction<sup>90</sup>.

27 - La Commission prend en compte la répartition des travaux entre les co-commissaires aux comptes et ne sanctionne que ceux qui étaient précisément chargés du contrôle des postes comptables en cause. Seule une des sociétés de commissaires aux comptes a été sanctionnée à hauteur de 100 000 euros et l'associé de ladite société à 40 000 euros. La Commission considère que la société de commissaires aux comptes et l'associé auraient dûes en raison des insuffisances comptables, qu'ils ne pouvaient ignorer, conduire davantage de diligences et faire des observations à l'appui de la certification<sup>91</sup>. En pratique, dans le cadre des introductions en bourse le rôle joué par chaque commissaire aux comptes est différent, et la prise en compte

90. AMF, *Commission des sanctions*, déc. 10 nov. 2005, *Sté Gemplus, International S.A., M. M. Lassus, Société Pricewaterhousecoopers Audit (France), M. P. Willemain et de M. R. Mackintosh*, op. cit. La cour d'appel de Paris dans son arrêt du 20 mars 2007 a ramené la sanction pécuniaire à 75 000 euros à l'encontre de la société de commissaires aux comptes et à 25 000 euros à l'encontre de la personne physique associée de ce cabinet.

91. AMF, *Commission des sanctions*, déc. 5 juill. 2007, *Marionnaud Parfumeries et KPMG*, préc.

par la Commission de cette différence pour envisager une sanction semble, dès lors, justifiée.

28 - Sur la base de la présente étude relative à la responsabilité des intervenants dans le cadre d'une introduction en bourse, il est possible d'esquisser les observations conclusives suivantes :

- Une introduction en bourse comporte des risques de réputation et de contentieux pour les intervenants : l'émetteur doit s'entourer d'une équipe expérimentée en matière d'introduction en bourse pour que le prospectus et l'information délivrée au marché ne soit pas inexacte, imprécise ou trompeuse. Il en va de sa crédibilité vis-à-vis du marché, de son cours de bourse et du risque de contentieux devant la Commission et voies de recours.

- Le banquier introducteur doit gérer en bonne intelligence la relation avec l'émetteur et inversement. Si l'introduction en bourse échoue, il y a un risque que l'émetteur agisse en responsabilité civile contre la banque et on regardera alors notamment la correspondance entre les parties, leurs diligences et la documentation contractuelle, pour déterminer les responsabilités de chacun.

- Un groupe de travail de l'AMF tel qu'envisagé par le passé<sup>92</sup> sur la responsabilité des intervenants dans le cadre des introductions en bourse, ne nous semble pas nécessaire.

**MOTS-CLÉS :** *Marchés financiers - Introduction en bourse - Intervenants - Responsabilité*

*Marchés financiers - Émetteurs - Banquiers - Commissaires aux comptes*

92. V. AMF, *Synthèse des réponses à la consultation de place sur la réforme de la procédure de contrôle des opérations financières et de délivrance du visa lancée le 31 juillet 2001, 20 novembre 2001*.

## PANORAMA

2387

### **BANQUE - Responsabilité civile - Produits financiers - Souscription de contrats de swap par des sociétés d'HLM - Caractère spéculatif - Résiliation des contrats**

Les sociétés et organismes d'HLM financent leurs opérations de construction au moyen d'emprunts souscrits à un taux équivalant à celui du Livret A. Jusqu'au mois de juin 2004, ce taux fixe était périodiquement révisé par décision gouvernementale obéissant à des considérations d'ordre politico-économique. En juin 2004, a paru un décret modifiant les conditions d'évolution de ce taux, prévoyant pour l'essentiel qu'il serait dorénavant révisé de façon automatique avec une périodicité semestrielle. Ces nouvelles dispositions ont amené plusieurs établissements bancaires à proposer aux sociétés et offices d'HLM de se prémunir contre le risque d'évolution défavorable de ce taux par la souscription de contrats de swap.

En l'occurrence, il a été proposé à la demanderesse la souscription de contrats de swap afin de couvrir son risque, les contrats fondés

sur la stratégie de pente, affirmée comme "gagnante à coup sûr".

L'analyse comptable réalisée par la compagnie nationale des commissaires aux comptes amène à considérer que les contrats de swaps fondés sur des stratégies de pente, que le taux échangé soit fixe ou variable, ne respectent pas le critère de corrélation et doivent, par conséquent, être considérés comme des instruments spéculatifs et non comme des instruments de couverture, impliquant ainsi la passation d'écritures de provisions.

Lorsqu'une opération de swap conclut à un caractère spéculatif, le banquier est tenu à "une obligation de mise en garde" spécifique à son client et non d'écrire que la stratégie proposée était gagnante à coup sûr.

Les défenderesses n'ont jamais proposé, comme elles auraient dû le faire, à leur partenaire des solutions leur permettant de basculer sans indemnité sur une des stratégies fixes ou semi-fixes. Elles ont manqué à leurs obligations d'information et de conseil auprès de leur client en lui conseillant de souscrire des contrats de swaps avec option "stratégie de pente", en s'abstenant de l'aviser du caractère spéculatif de ce produit financier au regard

de la réglementation et des règles comptables.

Il convient de prononcer la résiliation des contrats de swaps conclus aux torts de la seconde défenderesse.

La responsabilité de la première défenderesse est aussi engagée au regard du manquement à son obligation d'information et de conseil précontractuelle à l'égard de la demanderesse.

*T. com. Toulouse, 27 mars 2008, Sté Patrimoine Languedocienne c/ Caisse d'épargne Midi Pyrénées et Sté Ixis corporate investment bank*

2388

### **BANQUE - Responsabilité civile - Service de bourse en ligne - Dépassement du plafond contractuel - Ventes sans couverture suffisante - Responsabilité contractuelle de la banque (oui)**

Aux termes de l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction alors applicable, le prestataire de services d'investissement est tenu d'exercer son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et