

3

CHAPITRE

Les opérations financières et la qualité de l'information

- 92 | **1** L'évolution réglementaire
- 97 | **2** L'évolution de l'activité
- 113 | **3** Le contentieux de la recevabilité
des offres et de l'information
- 115 | **4** Les aspects comptables
- 125 | **5** Le rapport de l'AMF sur
les agences de notation

LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

1 L'évolution réglementaire

L'année 2004 a été riche en évolutions réglementaires dans le domaine des opérations financières. À plusieurs reprises, l'AMF a publié au cours de l'année écoulée des positions de principe à l'occasion de l'examen de projets innovants d'émetteurs ou de la mise en œuvre de nouveaux textes communautaires ou nationaux, législatifs ou réglementaires.

A L'ordonnance sur les valeurs mobilières du 24 juin 2004

Par une ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, prise en application de la loi n° 2003-591 du 2 juillet 2003, le législateur a simplifié le droit des valeurs mobilières, notamment en unifiant le régime des titres donnant accès au capital. Il a également autorisé la création d'actions de préférence, avec ou sans droits de vote.

L'ordonnance a modifié par ailleurs les conditions d'autorisation des augmentations de capital par l'assemblée générale extraordinaire et autorisé plus largement la subdélégation du conseil d'administration au directeur général pour leur mise en œuvre.

Elle a également assoupli les conditions de réalisation des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription en retenant les recommandations (formulées par la COB depuis de nombreuses années et reprises dernièrement dans le rapport remis en juin 2002 par le groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit sur les nouvelles formes d'augmentation de capital⁽¹⁾, puis par l'AMF), de substituer à la référence de la moyenne des cours de dix jours de bourse sur les vingt jours de bourse précédant l'émission, prise en compte pour le calcul du prix minimum de l'opération, une référence moins contraignante en cas de baisse des cours ou de forte volatilité. Cette référence fixée par le décret n° 2005-112 du 10 février 2005 est la moyenne des cours des trois jours de bourse précédant l'opération ; elle peut être assortie d'une décote que le décret d'application a fixée à 5 % maximum.

L'ordonnance a en outre ouvert à l'assemblée générale la faculté d'autoriser des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription, sans prix minimum et dans la limite de 15 % du capital par an.

Enfin, elle a inscrit dans la loi certaines pratiques de place comme le délai de priorité et la rallonge qui permet d'ajuster la taille de l'offre dans la limite de 15 %.

B Les obligations d'information des émetteurs

Les obligations positives d'information qui pèsent sur les émetteurs et toute autre personne qui préparent des opérations financières de l'AMF ont été rassemblées dans le livre II du règlement général de l'AMF, adopté en novembre 2004. Les dispositions relatives aux manquements à ces obligations et aux présomptions de légitimité (*safe harbour*, pratiques acceptées de marché) sont exposées au livre VI⁽²⁾ de ce règlement. Le livre II sera brièvement analysé dans le présent chapitre.

Le livre II, intitulé « Émetteurs et information financière », comprend cinq titres :

Titre I^{er} : Appel public à l'épargne.

Titre II : Information périodique et permanente.

Titre III : Offres publiques d'acquisition.

Titre IV : Programmes de rachat de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé et déclaration des opérations.

Titre V : Commercialisation en France d'instruments financiers négociés sur un marché étranger reconnu ou sur un marché réglementé de l'EEE.

Le titre I^{er}, relatif à l'appel public à l'épargne, reprend à droit constant les dispositions des règlements de la COB n°s 98-01, 95-01 et 98-08 en matière d'information financière.

Les émetteurs qui souhaitent effectuer une opération en vue de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers ou de l'émission d'instruments financiers dont ils demandent l'admission aux négociations sur un marché réglementé sont soumis au chapitre I^{er} relatif au Premier marché et au Second marché (articles 211-1 à 211-42) ainsi qu'au chapitre II pour les opérations effectuées sur le Nouveau marché (articles 212-1 à 212-15). Les opérations d'appel public à l'épargne sans admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers relèvent du chapitre IV (articles 214-1 à 214-21).

¹ Bulletin mensuel COB, n° 371 de septembre 2002, pages 101 à 117.

² Le livre VI sera présenté au chapitre V de ce rapport, relatif à la surveillance et à la discipline des marchés, pages 172 et suivantes.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

La création de la cote unique Eurolist le 21 février 2005 emporte la suppression des dispositions du chapitre II relatives au Nouveau marché à l'exception de l'article 212-5 concernant l'établissement du document de référence dont l'obligation perdure pour les sociétés du Nouveau marché pour l'exercice en cours. Sont également supprimées, à compter de cette date, les dispositions spécifiques du chapitre I^{er} relatives au Second marché.

Le chapitre III, relatif au droit d'opposition de l'AMF à l'admission des instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé, reprend le règlement COB n° 96-01 et comporte un cas d'opposition supplémentaire : celle-ci peut également être mise en œuvre lorsque le défaut d'indépendance des commissaires aux comptes est manifeste (article 213- 2).

Le chapitre V (articles 215-1 à 215-3) reprend sans modification de fond les règlements COB n°s 98-09 et 98-10 respectivement relatifs aux opérations effectuées par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne et à la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne.

Le Titre II traite de l'information périodique et permanente. La première section du chapitre I^{er} est relative à l'information comptable et financière (articles 221-1 à 221-5) ; elle reprend le règlement COB n° 87-04 en matière de publication du rapport et du tableau d'activité et de résultats semestriels sous forme consolidée et intègre la recommandation COB n° 99-01 relative au mode d'établissement et de présentation des comptes intermédiaires par les sociétés faisant appel public à l'épargne. La seule disposition nouvelle concerne l'obligation pour l'émetteur de présenter une information *pro-forma* en cas de changement de périmètre ayant un impact sur les comptes supérieur à 25 % (article 221-1). La seconde section (articles 221-6 à 221-8) porte sur les informations relatives au gouvernement d'entreprise et au contrôle interne, en application de la loi de sécurité financière.

La première section du chapitre II définit les obligations d'information du public à la charge d'un émetteur et de toute autre personne agissant pour le compte de celui-ci qui préparent des opérations susceptibles d'avoir une incidence significative sur le cours du titre (articles 222-1 à 222-11). Elle comporte des dispositions nouvelles issues de la transposition des directives abus de marché. La principale innovation réside dans le fait que l'information sur laquelle portent les obligations de l'émetteur est définie par référence à l'article 621-1 (livre VI), c'est-à-dire qu'elle se confond avec l'information privilégiée.

Les sections II, III et IV portent respectivement sur les franchissements de seuils (article 222-12), les pactes d'actionnaires (article 222-13) et les opérations des dirigeants et des personnes qui leur sont étroitement liées sur les titres de la société, en application des directives abus de marché et transparence et de la loi de sécurité financière (articles 222-14 et 222-15).

Le Titre III articule les textes de la COB et du CMF en matière d'offres publiques d'acquisition : le Titre V du règlement général du CMF et le règlement COB n° 2002-04 ont été refondus à droit constant, dans l'attente de l'unification des procédures héritées du CMF (avis de recevabilité) et de la COB (visa de la note d'information).

Le Titre IV reprend en partie le règlement de la COB n° 98-02 et transpose certaines dispositions des directives abus de marché relatives aux programmes de rachat de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé.

Le Titre V reprend sans modification le règlement COB n° 99-04 sur la commercialisation en France d'instruments financiers négociés sur un marché étranger reconnu ou sur un marché réglementé de l'Espace économique européen.

C Le rachat d'actions

Le règlement européen CE n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive abus de marché en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers est entré en vigueur le 13 octobre 2004.

Le règlement européen fixe les conditions que les émetteurs doivent respecter afin de pouvoir bénéficier de la présomption irréfragable (*safe harbour*) prévue par la directive précitée. Ces conditions peuvent être classées en quatre catégories distinctes :

- les objectifs : le règlement européen limite les opérations de rachat pouvant bénéficier du *safe harbour* à celles réalisées afin de réduire le capital de l'émetteur ou de lui permettre de couvrir des plans d'options ou des titres de créance convertibles en actions ;
- l'information du marché : outre l'obligation d'informer le marché des principales caractéristiques du programme de rachat préalablement à sa mise en œuvre, le règlement européen introduit une nouvelle obligation de publication du détail des opérations au plus tard à la fin de la septième journée boursière suivant leur date d'exécution ;

- les conditions d'intervention : le règlement européen encadre les opérations de rachat en imposant une contrainte sur le prix d'intervention et le volume des opérations de rachat ;
- les restrictions : afin de bénéficier du *safe harbour*, les émetteurs ayant mis en œuvre un programme de rachat d'actions doivent enfin respecter deux restrictions. La première concerne l'obligation de s'abstenir de céder des actions propres pendant la durée du programme. La seconde restriction porte sur l'existence de « fenêtres négatives » ou de périodes pendant lesquelles l'émetteur ne doit pas intervenir sur ses propres titres.

L'AMF a publié le 13 octobre 2004 un communiqué de presse annonçant l'entrée en vigueur du règlement européen et indiquant les grandes lignes du nouveau régime de rachat d'actions. Ce communiqué a été complété par la publication dans la revue mensuelle de l'AMF⁽¹⁾ d'un article commentant les dispositions du règlement et de deux instructions précisant d'une part, les modalités de publicité et de déclaration des opérations réalisées dans le cadre d'un programme de rachat ou de mesures de stabilisation d'un instrument financier, et d'autre part, les conditions générales dans lesquelles les émetteurs peuvent céder les actions propres acquises avant le 13 octobre 2004.

Enfin, comme annoncé lors de l'entrée en vigueur du règlement européen, l'AMF a reconnu deux pratiques de marché liées au rachat d'actions⁽²⁾ : les contrats de liquidité ainsi que l'achat d'actions aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement dans le cadre d'opérations de croissance externe. En effet, la directive abus de marché prévoit la possibilité de poursuivre les activités ou pratiques déjà admises sur les marchés pour autant qu'elles ne soient pas constitutives de manipulations et répondent à une liste de critères fixés par la directive 2004/72 du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive.

D Les augmentations de capital réservées à des catégories de personnes

Au vu des premiers projets de résolutions d'assemblée générale autorisant des augmentations de capital réservées à des catégories de personnes telles que prévues par le nouveau dispositif introduit par la loi

du 1^{er} août 2003, il a semblé nécessaire⁽³⁾ de rappeler aux émetteurs qu'il revient à l'assemblée générale des actionnaires de fixer de façon suffisamment détaillée les critères d'identification de la catégorie à laquelle appartiennent les bénéficiaires de ces opérations. La seule référence à la catégorie des investisseurs qualifiés tels qu'énumérés dans le décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998 n'a pas été jugée suffisamment précise pour éviter un contournement éventuel des règles relatives aux augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription soumises au respect d'un prix plancher par référence au cours de bourse.

E La loi Dutreil et la publication des engagements de conservation conclus par les actionnaires

La loi Dutreil du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique a mis en place un régime d'exonération fiscale au bénéfice des actionnaires de sociétés, cotées ou non, ayant conclu entre eux des engagements de conservation de leurs actions pendant une certaine durée. La loi prévoit que lorsque ces engagements portent sur des titres admis aux négociations sur un marché réglementé, ils sont soumis aux dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce relatives à la transmission de certains pactes à l'Autorité des marchés financiers et à leur publicité. L'AMF a ensuite précisé la portée de ces obligations⁽⁴⁾. Elle considère ainsi que l'engagement collectif de conservation conclu par les actionnaires d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, dans la mesure où il ne confère pas à ses signataires un avantage contractuel particulier (prix ou droit), ne peut être qualifié intrinsèquement comme la clause prévoyant des conditions préférentielles d'acquisition ou de cession mentionnée à l'article L. 233-11 du code de commerce. Il en résulte que les accords qui se limitent strictement à l'engagement ouvrant droit à exonération n'ont pas à être communiqués à l'AMF dans le cadre de cet article et que, par conséquent, aucune publicité ne doit leur être assurée par cette dernière.

En revanche, si ces accords comportent de manière surabondante des clauses autres relevant de la catégorie de celles mentionnées à l'article L. 233-11 (clauses de préemption par exemple), ils doivent alors faire l'objet d'une transmission à l'AMF, mais à ce titre uniquement.

¹ Revue mensuelle de l'AMF n° 12 de mars 2005.

² Publiées au BALO le vendredi 1^{er} avril 2005 et dans la Revue mensuelle de l'AMF n° 13 d'avril 2005.

³ Revue mensuelle de l'AMF n° 8 de novembre 2004.

⁴ Revue mensuelle de l'AMF n° 6 de septembre 2004.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

En considération de la signification économique que revêt pour une société cotée ce type d'accord d'incessibilité et de ses conséquences dans le cas où une personne briguerait son contrôle au moyen du dépôt d'une offre publique, il importe par ailleurs que son existence et ses principales caractéristiques soient connues le plus vite possible du marché. Ces publications sont effectuées soit dans le cadre du rapport annuel, du document de référence, du prospectus ou d'une note d'opération soit dans le cadre d'un communiqué spécifique à la diligence de l'émetteur concerné, ce dernier étant nécessairement informé de l'existence des accords puisque l'administration fiscale sollicite de sa part une attestation annuelle certifiant que les conditions d'exonération énoncées par la loi sont remplies. L'AMF a également précisé le contenu attendu de ce communiqué.

F La déclaration par les dirigeants de leurs opérations sur les titres de la société

Le nouveau régime de transparence des opérations des dirigeants sur les titres de leur société fait suite à une recommandation de l'AMF rendue obligatoire par la directive abus de marché.

En 2002, la COB avait en effet publié une recommandation ⁽¹⁾ qui invitait les émetteurs à communiquer au marché à la fin de chaque semestre un état des opérations réalisées par les dirigeants assorties de certaines exceptions, telle l'exclusion portant sur les options de souscription ou d'achat d'actions.

En 2003, la loi de sécurité financière a opéré une transposition par anticipation de la directive-cadre abus de marché (2003/6/CE) en introduisant un nouvel article L. 621-18-2 dans le code monétaire et financier. Il en est résulté l'obligation pour les dirigeants et les personnes qui leur sont étroitement liées de communiquer à l'émetteur faisant appel public à l'épargne les informations relatives aux opérations sur les titres de la société, à charge pour cet émetteur de communiquer ces données à l'AMF et au public selon des modalités et des conditions devant être précisées par le règlement général et par un décret en Conseil d'État.

Les modalités d'application du régime de transparence des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes qui leur sont étroitement liées sur les titres de la société ont été fixées par les articles 222-14 et 222-15 du règlement général : le délai de déclaration à l'AMF et au marché est de cinq jours, le seuil de cession au-delà duquel les opérations doivent être déclarées est établi à 5 000 euros et le contenu du communiqué destiné au public est défini.

Par communiqué en date du 27 décembre 2004, l'Autorité a souhaité clarifier ce nouveau dispositif.

Les précisions apportées ont tenu compte des avancées issues des textes abus de marché et maintiennent dans la mesure du possible les contours de la recommandation COB n° 2002-01 relative à la déclaration par les mandataires sociaux des transactions effectuées sur les titres de leur société.

Il y est notamment précisé que les émetteurs doivent communiquer à l'AMF et rendre publiques, au moyen d'un communiqué, les opérations sur instruments financiers réalisées et déclarées (sur une base individuelle et nominative) par leurs dirigeants dans les cinq jours de négociation à compter de la réception de la déclaration de ces opérations.

Pour l'application du seuil de déclaration de 5 000 euros ⁽²⁾, le communiqué indique que la computation s'opère par dirigeant et par année civile, en agrégeant l'ensemble des opérations réalisées par un dirigeant et les opérations réalisées par les personnes qui lui sont étroitement liées.

Dans l'attente de la publication du décret en Conseil d'État qui viendra préciser la notion de « personne étroitement liée », il a été recommandé aux dirigeants de communiquer également aux émetteurs les opérations qui leur sont déclarées par les personnes qui leur sont liées par référence à la définition communautaire ⁽³⁾, et en tout cas celles du conjoint non séparé de corps et des enfants à charge résidant chez eux.

Si une déclaration est due s'agissant d'options de souscription ou d'achat d'actions à l'occasion de leur exercice même non suivi d'une cession des actions

¹ Recommandation de la COB n° 2002-01.

² Mentionné au deuxième alinéa de l'article 222-14 du règlement général de l'AMF.

³ Liste mentionnée à l'article 1^{er}, 2) de la directive 2004/72/CE.

obtenues, certaines opérations ne sont pas soumises à ce régime de transparence. On citera :

- les donations, donations-partages et successions (mais il s'applique aux acquisitions ou souscriptions des titres faisant l'objet de la donation) ;
- les opérations réalisées par des intermédiaires en vertu d'un mandat exercé dans le cadre du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers à la condition que le mandant n'intervienne pas dans la gestion du mandat ;
- ou les opérations réalisées par les personnes morales mandataires sociales au sein du groupe auquel elles appartiennent.

Une instruction de l'AMF viendra préciser le format de déclaration de ces opérations.

G Le rapport 2004 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne

L'AMF a rendu public le 13 janvier 2005 son premier rapport sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des émetteurs faisant appel public à l'épargne⁽¹⁾, en application de l'article 122 de la loi de sécurité financière⁽²⁾.

L'analyse des informations publiées par les sociétés cotées a été menée sur la base d'un échantillon de 118 rapports et complétée par des entretiens avec des émetteurs et leurs cabinets d'audit.

Ce premier exercice d'application montre que les dispositions de la loi de sécurité financière⁽³⁾ ont contribué à l'amélioration de l'information des actionnaires et à un effort d'organisation et de formalisation des procédures de contrôle interne des sociétés concernées.

Les principaux constats présentés dans ce rapport ont porté sur les thèmes suivants :

- le gouvernement d'entreprise : la composition, le rôle et la tenue des réunions du conseil d'administration/ de surveillance, les comités spécialisés, l'évaluation des travaux du conseil et la limitation des pouvoirs du directeur général ;

- les procédures de contrôle interne : la description des procédures de contrôle interne, les diligences mises en œuvre, l'évaluation des procédures par les dirigeants et les rapports des commissaires aux comptes.

Sur la base des constats effectués, l'AMF a confirmé que ses recommandations passées en matière de gouvernement d'entreprise et les orientations qu'elle avait publiées en janvier 2004 dans le domaine des procédures de contrôle interne doivent continuer à inspirer les sociétés cotées.

En particulier, l'AMF a réitéré son souhait que les sociétés développent l'information du marché sur le mode de fonctionnement du conseil d'administration et des comités spécialisés, des travaux que ceux-ci conduisent, des critères éventuels de leurs prises de décision spécifiques et des évaluations régulières auxquelles ils se livrent. La limitation apportée par le conseil aux pouvoirs du directeur général de la société doit le cas échéant faire l'objet d'une analyse circonstanciée.

Dans le domaine du contrôle interne, les entretiens qu'a menés l'AMF ont montré que la préparation du rapport public a incité les entreprises à développer des efforts particuliers pour analyser, évaluer et dans certains cas parfaire les systèmes en place. Il est apparu dès lors souhaitable à l'avenir que les rapports soient plus illustratifs des diligences effectuées et notamment du degré d'implication du conseil ou des comités spécialisés dans le processus d'élaboration du rapport et s'attachent à présenter les projets éventuels et le degré d'avancement des travaux d'amélioration entrepris suite à l'examen des systèmes en place.

Enfin, à la différence de la gouvernance d'entreprise, qui bénéficie désormais de standards de place auxquels les émetteurs peuvent se référer, l'absence d'un référentiel unanimement admis sur le contrôle interne en rend la description plus difficile et peut constituer un frein pour parvenir à terme à une évaluation de l'adéquation et de l'efficacité des systèmes. La mise en place d'un tel référentiel, compatible avec les standards internationaux, a ainsi été présentée comme constituant un objectif prioritaire au niveau de la place.

¹ Revue mensuelle de l'AMF, n° 10 de janvier 2005.

² L'AMF a défini dans son règlement général (articles 221-6 à 221-8) les conditions de publication des informations relatives

au rapport du président – moment, forme et canaux de diffusion – devant être respectées par les émetteurs faisant APE.

³ Selon l'article 117, le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de toute société anonyme doit désormais « rendre compte » à l'assemblée générale annuelle, dans un rapport joint au

rapport de gestion, « des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société ». Ce rapport doit en outre, pour les

sociétés anonymes à conseil d'administration, indiquer « les éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général ».

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

L'AMF a proposé en conséquence la création d'un groupe de travail afin d'établir une position commune entre émetteurs, auditeurs et régulateurs sur cette question et porter le sujet au niveau européen dès que possible.

2 L'évolution de l'activité

A Les opérations financières

1 Les introductions, émissions, cessions et admissions de titres de capital ou donnant accès au capital

Après trois années de baisse du nombre d'introductions en bourse, l'année 2004 a connu un regain d'activité sur les marchés réglementés avec un total de 29 nouvelles cotations contre 11 en 2003 et 19 en 2002.

	2003	2004	VARIATION
Visas d'introduction de sociétés sur un marché réglementé	11	29	+ 18
Premier marché	7 ⁽¹⁾	16 ⁽²⁾	+ 9
Second marché	4	13 ⁽³⁾	+ 9
Nouveau marché	0	0	0

Source : AMF

Les sociétés étrangères ont compté pour un tiers dans ces opérations. Parmi ces dernières, six sociétés européennes ont choisi d'utiliser la procédure dite « Eurolist » pour l'admission de leurs titres sur un marché réglementé en France (en dérogation de l'établissement de prospectus en application de l'article 211-13 du règlement général de l'AMF). Quatre de ces sociétés ont demandé une cotation à Paris pour bénéficier notamment du régime spécial des sociétés d'investissements immobiliers cotées (SIIC) entré en vigueur en France en 2004.

Hormis les cotations « Eurolist », ces opérations d'introduction ont toutes été réalisées en application de la nouvelle procédure de visa ⁽⁴⁾, sans soulever de difficultés particulières relativement à cette procédure. Les sociétés ont ainsi fait enregistrer leurs documents de

base dans un premier temps, puis ont fait viser une note d'opération lors du lancement effectif du placement.

Six sociétés ont été transférées du Marché libre au Second marché, une du Nouveau marché vers le Second marché et quatre nouveaux OPCVM indiciels ont été admis sur le Premier marché d'Euronext Paris en 2004, contre six l'année précédente.

Parmi les sociétés nouvellement introduites figure SES Global dont l'introduction a été réalisée par la cotation, pour la première fois en France, d'*European Fiduciary Receipts* ⁽⁵⁾ tels que prévus par l'article 211-36 du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, le nombre des radiations est resté très élevé en 2004 avec 55 radiations (contre 63 en 2003). Neuf radiations ont fait suite à des liquidations judiciaires, cessions d'actifs ou dissolutions et sept ont été effectuées après une opération de fusion-absorption mais la grande majorité (les 37 restantes) est intervenue à la suite d'offres publiques de retrait obligatoire ou de procédures ordonnées de retrait. En outre, huit radiations ont concerné des sociétés étrangères. À cet égard, l'AMF a recommandé ⁽⁶⁾, dès lors que la diffusion des actions de ces sociétés étrangères parmi les porteurs individuels en France est significative, de mettre en place une offre de cession centralisée en fractionnant cette procédure de cession en deux ou plusieurs centralisations pour limiter le risque de marché encouru par les actionnaires du fait des délais de cession.

Les opérations sur le marché primaire sont également en hausse et ont profité de la bonne tenue des marchés en 2004 avec 56 émissions en 2004 contre 50 en 2003. Elles se répartissent de la façon suivante :

¹ Dont 6 fonds indiciels cotés.

² Dont 4 fonds indiciels cotés.

³ Dont 6 transferts du Marché libre et 1 transfert du Nouveau marché.

⁴ Bulletin mensuel COB n° 370 de juillet 2002.

⁵ Ces instruments sont des titres au porteur émis par un dépositaire-fiduciaire dit « le fiduciaire » (en général, un établissement de crédit) en contrepartie de la remise à son profit d'actions par l'investisseur.

Un contrat-cadre de dépôt fiduciaire (Fiduciary Deposit Agreement) régit les relations contractuelles entre la société, le fiduciaire et les différents porteurs des titres qui adhèrent à la convention. Le fiduciaire est tenu aux obligations classiques d'un

dépositaire, notamment la ségrégation des actifs fiduciaires et des autres actifs. Il est également tenu aux obligations spécifiques stipulées dans le contrat de Fiduciary Deposit.

⁶ Revue mensuelle de l'AMF n° 4 de juin 2004.

	2003	2004	VARIATION
ÉMISSIONS ET ADMISSIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ	50	56	+ 6
1. Avec maintien du droit préférentiel de souscription	27	29	+ 2
actions	23	20	- 3
ABSA	2	5	+ 3
ABOASA	1	0	- 1
OBSAR	0	1	+ 1
OSRA	1	0	- 1
ORA	0	3	+ 3
2. Avec suppression du droit préférentiel de souscription	23	27	+ 4
actions	2	5	+ 3
ABSA	1	4	+ 3
ABOASA	1	0	- 1
BSA	0	2	+ 2
CCI	0	0	0
OCEANE	10	7	- 3
TDIRA	1	0	- 1
OCA	1	3	+ 2
OBSAR	5	4	- 1
ORA	1	0	- 1
ORAN	1	0	- 1
Parts sociales	0	1	+ 1

Source : AMF

Le nombre d'émissions par appel public à l'épargne sans cotation a légèrement augmenté (23 contre 20 en 2003) et celui des cessions par appel public à l'épargne a fortement diminué (3 contre 13 en 2003). Le Marché libre, pour sa part, est resté actif avec 19 nouvelles sociétés inscrites en 2004 contre 15 en 2003.

Les émissions réservées suivies d'une admission des titres sur un marché réglementé sont passées de 22 en 2003 à 10 en 2004, marquant un ralentissement des restructurations d'entreprises comportant une émission réservée à un ou plusieurs repreneurs.

Enfin, pour la deuxième année consécutive, les sociétés ont procédé à un nombre important d'attributions gratuites de bons de souscription d'actions avec 16 émissions en 2004.

2 Les visas relatifs aux émissions et admissions de titres de créance

Le nombre d'émissions et admissions de titres de créance visées a fortement baissé, passant de 291 en 2003 à 239 en 2004. Ce chiffre comprend 95 émissions visées de bons d'option contre 185 en 2003. Cette baisse s'explique en réalité par la mise en œuvre en 2004 de la nouvelle procédure d'émission de bons d'options, qui remplace le document visé par un simple communiqué dès lors que la société a fait enregistrer au préalable un programme d'émission de bons. Au cours de l'année 2004, l'AMF a également précisé les critères d'exigibilité des actions retenues comme sous-jacents des bons d'option en collaboration avec les émetteurs de bons d'option et en accord avec les critères objectifs posés par le MONEP⁽¹⁾.

3 Les documents de référence

	2003	2004	VARIATION
1. Documents de référence	390	388	- 2
<i>contrôlés a posteriori</i>	218	268	+ 50
<i>contrôlés a priori</i>	172	120	- 52
2. Actualisations et rectifications	121	82	- 39
<i>Rectifications de documents de référence (tous documents)</i>	34	15 ⁽²⁾	- 19
<i>Actualisations de documents de référence (tous documents)</i>	87	67 ⁽³⁾	- 20
3. Documents de base d'introduction sur un marché réglementé	2	19	+ 17

Source : AMF

Sur les 268 documents de référence contrôlés selon la procédure de contrôle *a posteriori*, c'est-à-dire après leur publication, 52 ont donné lieu à une demande de rectificatif ou à une actualisation de l'AMF, soit 19 % de ces documents.

L'examen par l'AMF des documents de référence contrôlés selon la procédure *a posteriori* appelle des remarques sur les points suivants.

En ce qui concerne l'endettement des sociétés, l'information donnée manque souvent de précision, qu'il s'agisse du mode de calcul de l'endettement

Note :
 ABSA : action à bons de souscription d'actions.
 ABOASA : action assortie de bons à option d'acquisition d'actions existantes et/ou de souscription d'actions nouvelles.
 OBSAR : obligation à bons de

souscription d'actions avec faculté de rachat des bons.
 OSRA : obligation subordonnée remboursable en actions.
 ORA : obligation remboursable en actions.
 BSA : bon de souscription d'actions.

CCI : certificat coopératif d'investissement.
 OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.
 TDIRA : titre à durée indéterminée remboursable en actions.

OCA : obligation convertible en actions.
 OBSAR : obligation à bon de souscription d'action remboursable.
 ORA : obligation remboursable en action.
 ORAN : obligation à option de remboursement en actions ou en numéraire.

① Revue mensuelle de l'AMF, n° 4 de juin 2004.

② Dont 14 a posteriori.

③ Dont 54 a posteriori.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

financier, du détail des lignes de crédit autorisées et de leur utilisation ou encore, de la description des clauses dites de « défaut » (*covenants* bancaires) et des définitions des ratios qui sous-tendent ces clauses. Cette information sur les ratios financiers, qui doit être chiffrée quand cela est jugé nécessaire, est souvent présentée comme confidentielle par les sociétés. Néanmoins, il est important de souligner l'effort qui devra être fourni lors du passage aux normes comptables IFRS dans ce domaine. Les nouvelles normes pourraient en effet avoir, pour certains émetteurs, un impact significatif sur ces *covenants* et entraîner des renégociations ou des modifications des définitions des agrégats financiers utilisés pour leur calcul. Ces évolutions devront être correctement décrites dans les documents de référence 2005.

Sur la description des risques en général et comme exposé dans le rapport de l'AMF sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise⁽¹⁾, la majorité des sociétés communiquent sur les risques principaux (risque de marché et de crédit, risque environnemental, risque juridique et fiscal et risque lié à la protection des actifs et sites industriels). En revanche, les risques spécifiquement liés à l'activité de l'entreprise sont encore insuffisamment décrits. Là encore, l'information n'est que très peu chiffrée. En particulier, s'agissant des risques liés à l'activité très spécifique des SSII, on relève que de nombreuses actualisations ont été demandées par l'AMF en vue de donner une définition exhaustive des taux d'inter-contrat ou taux d'activité et le mode de calcul de ces taux.

En termes de gouvernement d'entreprise, outre l'analyse faite sur ce sujet dans le rapport de l'AMF mentionné plus haut, on note que les demandes de complément par l'AMF les plus fréquentes ont porté sur les critères retenus pour qualifier un administrateur indépendant ou sur les différentes composantes des rémunérations versées aux mandataires sociaux.

Enfin, au vu de la réforme intervenue⁽²⁾ sur les programmes de rachats d'actions à la suite de la transposition de la directive européenne 2003/6/CE dite abus de marché et l'entrée en vigueur du règlement européen n° 2273/2003 sur les rachats d'actions le 13 octobre 2004, il est recommandé aux émetteurs de faire un point sur le bilan et la réaffectation par objectifs de leurs rachats de titres dans leur prochain document de référence.

B Le suivi de l'information permanente des sociétés faisant appel public à l'épargne

1 La communication des émetteurs sur les données financières estimées

Certaines sociétés publient des informations financières et comptables après la date de clôture de leur exercice, mais avant l'aboutissement complet du processus d'arrêté et d'audit de leurs comptes annuels. L'AMF a considéré qu'un tel exercice de communication peut être utile au marché mais présente cependant des risques qu'il convient de prévenir, dans l'intérêt tant des investisseurs que des émetteurs.

Ce sujet avait été abordé dans un contexte différent dans le rapport du groupe de travail de la COB présidé par Jean-François Lepetit sur les « Avertissements sur résultats »⁽³⁾. Face au développement de cette pratique, l'AMF a souhaité compléter sa doctrine et a consulté les professionnels avant d'adopter une série de recommandations⁽⁴⁾.

Ces recommandations relatives aux communications des émetteurs portant sur les données financières estimées sont fondées sur cinq principes essentiels à respecter :

- toute information financière, autre que le chiffre d'affaires, délivrée entre la date d'arrêté de comptes (arrêté annuel ou semestriel) et la date de publication de ces comptes doit être qualifiée de « résultats (ou données financières) estimés » afin d'éviter tout risque de confusion ;
- la communication doit préciser quel a été le degré d'approbation de ces comptes par l'organe compétent en matière d'arrêté de comptes et préciser la date prévue de publication des comptes définitifs ;
- le contenu doit être clair, cohérent en particulier avec les données de l'exercice précédent qui doivent être fournies ; si des agrégats non comptables sont utilisés, ceux-ci doivent être rapprochés des agrégats comptables normalisés ;
- les estimations publiées doivent être issues d'un processus de nature à garantir la fiabilité de l'information fournie et l'état d'avancement des travaux de vérification par les commissaires aux comptes doit être clairement mentionné ;
- si ultérieurement des écarts apparaissent entre ces données estimées et les résultats définitifs, ces écarts doivent être spécifiquement expliqués.

¹ Voir supra chapitre III page 96.

² Voir supra chapitre III page 93.

³ Bulletin mensuel de la COB, n° 367 d'avril 2002.

⁴ Revue mensuelle de l'AMF n° 7 d'octobre 2004.

2 La publication des comptes des sociétés au Bulletin des annonces légales obligatoires

L'AMF a pour mission de contrôler le respect de l'obligation de publication de leurs comptes par les sociétés cotées sur un marché réglementé. Pour la troisième année consécutive, l'AMF a mis en œuvre la procédure d'injonction judiciaire en application de l'article L. 621-17 du code monétaire et financier à l'encontre des sociétés qui n'ont pas rempli leurs obligations de publication de leurs chiffres d'affaires trimestriels, comptes semestriels ou comptes annuels arrêtés par le conseil d'administration et approuvés par l'assemblée générale des actionnaires au Bulletin des annonces légales et obligatoires comme le requiert le code de commerce.

Sur le fondement de cet article, le président du tribunal de grande instance de Paris a été saisi quatre fois dans l'année afin d'obtenir la publication sous astreinte des éléments comptables manquants. En 2004, 40 sociétés ont été assignées. Environ la moitié de ces sociétés ont réagi dès la réception des lettres de mise en demeure et ont régularisé leur situation en demandant immédiatement au BALO de publier les informations requises. Il est précisé que les sociétés ont obtenu un délai de huit jours à compter du prononcé des ordonnances pour procéder aux publications demandées, sous peine d'astreintes de 1 500 euros par jour de retard à compter du huitième jour.

3 Le transfert des sociétés du Nouveau marché vers le marché unique d'Euronext

Le transfert des sociétés sur le marché unique Eurolist⁽¹⁾ a résulté d'un processus collectif sous la forme d'une modification des règles Euronext approuvées par l'AMF. Avant le transfert, l'AMF a effectué un contrôle du respect par ces sociétés de leurs obligations d'information. En particulier, les titres admis sur le Nouveau marché ont été transférés sur Eurolist par Euronext le 18 février 2005 sous réserve que ces émetteurs aient respecté l'obligation réglementaire de dépôt ou d'enregistrement d'un document de référence. De nombreuses relances ont été effectuées auprès des émetteurs n'ayant pas rempli cette obligation au cours de l'année 2004 et la liste des émetteurs concernés a été publiée sur le site de l'AMF.

C Les appels au marché

L'année a été marquée par plusieurs opérations d'appel public à l'épargne dans lesquelles l'État français a joué son rôle d'actionnaire de référence avec notamment les opérations de placement de France Télécom, l'introduction de PagesJaunes, la recapitalisation du groupe Alstom mais aussi la privatisation de la Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône et de la Snecma. Certains aspects de ces opérations méritent d'être commentés. Par ailleurs, on remarque que le succès des OBSAR s'est confirmé avec cinq émissions réalisées en 2004. L'émission d'OBSAR de Belvédère notamment comportait des caractéristiques particulières dans la mesure où elle était réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) et qu'il existait des clauses de rachat anticipé de ces BSAR en fonction de la réussite effective de l'acquisition qu'elle finançait. Enfin, les inscriptions de sociétés sur le Marché libre en dispense de prospectus se sont multipliées en 2004 malgré les contraintes associées à cette procédure.

1 Le placement privé et l'émission d'OCEANE de France Télécom

Début décembre 2004, l'État a procédé à une cession de 10,8 % du capital de France Télécom dans le cadre d'un placement accéléré auprès d'investisseurs institutionnels en France, en Grande-Bretagne et aux États-Unis. Au terme de ce placement d'un montant de 5,1 milliards d'euros, l'État a vu sa participation réduite à 42,2 %. En parallèle, la société France Télécom a réalisé une émission d'OCEANE pour un montant de 1,15 milliard d'euros auprès du grand public.

Ces opérations étant réalisées de façon concomitante, l'AMF a été particulièrement attentive au respect du principe de transparence lors de la fixation du prix de chacun des deux placements.

Le prix du placement privé a été fixé par le biais de la procédure dite « de construction accélérée du livre d'ordres ». Il a ainsi été demandé aux banques chargées du placement de proposer un prix minimum en deçà duquel elles renonceraient à l'opération, un prix objectif et un volume sur lesquels elles s'engageaient. Ce prix devait s'inscrire dans une fourchette de valorisation fixée par la Commission des participations et des transferts.

⁽¹⁾ Voir infra chapitre IV page 167 sur la réforme de la cote.

D'autre part, l'émission d'OCEANE, ouverte au public, était réalisée sans droit préférentiel de souscription et sans délai de priorité. Les conditions préliminaires, annoncées au marché dès le matin du premier jour du placement sous la forme d'un communiqué de presse, prévoyaient une prime d'émission comprise entre 32 % et 37 % par rapport au prix de vente de cent actions France Télécom, prix issu de la procédure de « construction accélérée du livre d'ordres » du placement privé des actions.

Cette référence de prix dérogeait aux principes généraux gouvernant les levées de fonds utilisant des structures dérivées⁽¹⁾ qui recommandent de retenir une référence à un cours de bourse ou une moyenne de cours de bourse. Néanmoins, au cas présent, il a été considéré que le prix du placement privé constituait une référence plus objective qu'un cours de bourse compte tenu de la taille très importante de ce placement (environ trente fois le volume quotidien moyen des transactions sur l'action France Télécom d'Euronext Paris SA) et du recours à la construction d'un livre d'ordres conçu pour confronter l'offre et la demande.

2 L'introduction de PagesJaunes

Lors de l'introduction en bourse de PagesJaunes, conformément à ses positions antérieures⁽²⁾, le régulateur s'est attaché à ce que les nombreux liens entre France Télécom et sa filiale soient correctement décrits et clarifiés dans le prospectus d'introduction, particulièrement en ce qui concerne les contrats de prestations de services signés entre les deux groupes, c'est-à-dire les clauses de non-concurrence, l'accès de PagesJaunes aux bases de données de France Télécom, les conditions de cession et d'exploitation de la marque « l'Annuaire » ainsi que la refacturation des services fournis par France Télécom dans le domaine juridique, comptable et stratégique.

3 Le plan de refinancement d'Alstom

L'État est également intervenu dans le second plan de refinancement d'Alstom en juillet 2004, après approbation de ce plan par la Commission européenne.

Le plan prévoyait notamment le remboursement en actions des titres subordonnés à durée déterminée remboursables en actions (TSDDRA) souscrits par l'État

dans le cadre du plan de financement précédent, et qui faisait de l'État un actionnaire significatif d'Alstom avec une participation d'environ 18,4 % du capital et des droits de vote de la société. L'opération avait également pour effet immédiat d'augmenter les fonds propres d'Alstom de 300 millions d'euros et de diminuer sa dette à due concurrence.

En contrepartie, l'État s'est engagé à céder toutes les actions Alstom qu'il détenait dans les douze mois de l'obtention par Alstom d'une notation *investment grade* (Baa3 par Moody's Investor Services, Inc. ou BBB- par Standard & Poor's Rating Services), cette cession ne devant intervenir en tout état de cause que dans un délai de 48 mois après la décision de la Commission européenne autorisant le remboursement en actions des TSDDRA, soit le 7 juillet 2008.

Le projet de refinancement comportait :

- une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription d'un montant maximum de 1,562 milliard d'euros, souscrite soit en espèces soit par compensation de créances exigibles, notamment les créances de 500 millions d'euros de l'État et de la Caisse française de développement industriel (CFDI),
- une augmentation de capital par compensation de créances réservée aux créanciers hors État d'un montant maximum d'environ 638 millions d'euros à un prix majoré par rapport à celui de l'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription.

Tous les actionnaires d'Alstom pouvaient souscrire à l'intégralité de l'augmentation de capital avec droit préférentiel, soit en espèces, à un prix de 0,40 euro par action, soit par compensation de créances à un prix de 0,50 euro par action⁽³⁾.

L'État s'était engagé à exercer ses droits préférentiels de souscription à hauteur d'environ 184 millions d'euros en espèces. Il devait également souscrire à cette augmentation de capital par compensation de créances à hauteur d'un maximum de 500 millions d'euros dans la limite de ses droits préférentiels de souscription (correspondant aux actions que l'État détenait après le remboursement en actions des TSDDRA) et des actions éventuellement disponibles après exercice de leurs droits préférentiels de souscription par les autres actionnaires, sous réserve que les participations finales cumulées de l'État et de la CFDI restent inférieures à 31,5 % du capital de la société.

¹ Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003.

² Bulletin mensuel COB n° 367 d'avril 2002.

³ Le prix de souscription par compensation de créances était le même que celui de la conversion de dettes en capital, c'est-à-dire majoré de 25 % par rapport à celui de l'augmentation de capital en espèces.

À l'issue de l'opération, le montant total des augmentations de capital a atteint 1,748 milliard d'euros, la participation de l'État s'élevant à 21,4 % du capital d'Alstom.

4 L'émission d'OBSAR de la société Belvédère

Lors de cette émission d'OBSAR avec DPS en novembre 2004, les actionnaires de référence ont choisi de ne pas souscrire à l'émission et les banques en charge du placement ont pris l'engagement ferme de souscrire environ la moitié des OBSAR émises.

Pour pouvoir souscrire à cette émission, les banques ont acquis les DPS des actionnaires de référence à un prix fixe (0,01 euro).

Or ces banques souhaitaient garder les obligations et ne pas conserver les BSAR attachés à ces mêmes obligations. Les actionnaires de référence se sont donc engagés à racheter ces BSAR auprès des banques qui souscrivaient à des conditions financières fixées (3,38 euros), ce qui offrait également à ces actionnaires la possibilité d'éviter la dilution de leur participation du fait de l'opération.

Pour garantir l'égalité de traitement entre tous les actionnaires, les banques se sont également engagées à racheter les DPS des autres actionnaires au même prix. En outre, les actionnaires qui choisissaient de céder leur DPS se sont vu également offrir la possibilité d'acheter néanmoins des BSAR aux mêmes conditions que les actionnaires de référence pour éviter la dilution de leur participation au capital de la société dans la proportion d'un BSAR pour un DPS.

Pour permettre la réalisation technique de ces diverses opérations, la période de souscription a été subdivisée en deux sous-périodes. Les banques, en effet, devaient souscrire les OBSAR en exerçant les DPS acquis pendant la période de souscription sans connaître *a priori* le nombre de BSAR, attachés aux OBSAR qu'elles souscrivaient, qui seraient effectivement vendus. Cette difficulté a conduit à l'ouverture d'une première période de 5 jours pendant laquelle les détenteurs de DPS pouvaient céder leurs DPS et acquérir, en conséquence, le droit d'acheter des BSAR irrévocablement.

À l'issue de cette première sous-période, l'établissement centralisateur a pu indiquer aux banques le nombre de leurs BSAR effectivement cédés. Une deuxième sous-période de 7 jours de bourse a alors été ouverte afin que les banques puissent exécuter leurs engagements de souscription.

Par ailleurs, les OBSAR elles-mêmes présentaient des caractéristiques particulières. En effet, outre l'option habituelle à la main de l'émetteur, qui lui permet de forcer leur exercice dès que le cours de l'action de l'émetteur dépasse un niveau donné (« clause de forçage »), les BSAR comportaient une clause inédite de rachat obligatoire par la société à la demande des porteurs de BSAR. Cette clause était exerçable en cas de non-réalisation de la prise de contrôle majoritaire d'une société polonaise en cours de privatisation, opération que finançait cette émission. Dans cette hypothèse, la société devait racheter la totalité des BSAR au prix unitaire de 3,38 euros mais également 95,5 % du pair de l'obligation et les intérêts courus. De plus, dans l'éventualité où au moins 66,67 % des BSAR étaient exercés, la société devait rembourser la totalité des obligations au pair augmentée des intérêts courus.

Par ailleurs, l'ordonnance sur les valeurs mobilières du 24 juin 2004 ayant abrogé l'article L. 225-150 du code de commerce sur les émissions d'obligations assorties de bons de souscription d'actions, la société a pu prévoir une période d'exercice des BSAR qui excédait de deux ans la durée des obligations.

Compte tenu de ces particularités, l'AMF a demandé que figure dans la note d'opération ce que serait le traitement comptable de cette opération selon les normes IFRS. L'émetteur et ses auditeurs ont conclu que ces BSAR ne remplissaient pas les conditions relatives à la norme comptable IAS 32.16 et ne pouvaient pas être assimilés à des instruments de capitaux propres. En conséquence, il a été décidé de comptabiliser l'ensemble de l'instrument comme une dette avec un dérivé incorporé résultant du BSAR.

5 L'inscription sur le Marché libre des sociétés Poweo et Cryonic Medical

Au cours de l'année 2004, l'AMF a examiné plusieurs projets d'inscription sur le Marché libre, notamment les projets des sociétés Poweo en février et Cryonic Medical en octobre. Or, il lui est apparu que ces projets ne répondaient pas en l'état aux exigences de pertinence

et de cohérence de l'information qui doit être mise à la disposition des investisseurs afin qu'ils puissent former leur jugement sur le patrimoine, la situation financière de l'émetteur, ses résultats et perspectives pour prendre leur décision d'investissement en pleine connaissance de cause.

Des actionnaires minoritaires de ces deux sociétés ont, avec l'accord de la société, demandé l'inscription des titres de ces sociétés sur le Marché libre avec dérogation de prospectus. Dans un communiqué de presse⁽¹⁾, l'AMF a attiré l'attention des investisseurs sur le fait que les inscriptions de titres par des minoritaires ne faisaient pas l'objet d'un prospectus visé et a rappelé les contraintes liées à cette procédure, c'est-à-dire que l'offre initiale ne pouvait pas excéder 40 000 euros, montant qui réduisait notablement la liquidité du titre. L'AMF a également précisé que les offres de cessions ultérieures que tout acquéreur pourrait souhaiter réaliser auprès d'investisseurs non qualifiés ne pouvaient intervenir en dispense de prospectus que dans la même limite de 40 000 euros⁽²⁾. La société Poweo a par la suite obtenu un visa sur un prospectus d'inscription complété, répondant aux demandes de l'AMF.

D Les restructurations de dettes

De nombreuses sociétés ont continué à racheter leurs obligations ou leurs titres de créance complexes par voie de transactions de blocs hors marché et l'AMF a, en conséquence, été amenée à préciser les modalités de désintéressement des porteurs de ces titres lors de ces opérations.

Les rachats d'obligations ou de titres de créance complexes par voie de transactions de blocs, lorsque la conversion des obligations en actions est peu probable, permettent aux émetteurs de ces instruments de racheter leur dette lorsque cette faculté est prévue par le contrat d'émission.

Néanmoins, le rachat de grandes quantités de titres à des intervalles de temps très proches a pour effet de réduire la liquidité du marché du titre au seul bénéfice de celui qui vend le bloc si le titre est peu échangé. En outre, à la différence des actions, les rachats de blocs d'obligations convertibles n'entraînent pas de déclarations de franchissement de seuil et la procédure d'offre obligatoire ne s'applique pas. En conséquence, l'AMF a posé un certain nombre

de règles visant à assurer une liquidité suffisante au marché du titre faisant l'objet de rachats par blocs et à garantir l'égalité de traitement entre les porteurs d'obligations et les vendeurs potentiels de blocs. Ainsi lorsque les rachats représentent moins de 20 % de l'émission globale originale, l'AMF considère que les rachats de blocs font partie de la vie normale du marché ; entre 20 % et 30 %, le régulateur se réserve la possibilité d'apprécier les circonstances de l'opération et en particulier la liquidité de la ligne visée. Enfin, si un émetteur prévoit de procéder à des rachats d'obligations pour un montant supérieur à 30 % de la ligne originale, l'AMF demande aux sociétés de se porter systématiquement contrepartie à l'achat de toutes les obligations pendant une période de 5 jours de bourse. La même procédure est à nouveau appliquée dès lors que le nombre cumulé d'obligations rachetées *via* des blocs, depuis le précédent désintéressement du marché, représente 10 % du nombre d'obligations initialement émises, et ce à un prix correspondant au prix le plus élevé payé par l'émetteur sur l'un des blocs acquis au cours des douze mois qui précèdent le rachat de blocs. Ce nouveau désintéressement doit être mis en œuvre dans un délai de 2 jours suivant le dernier rachat formant une tranche de 10 %.

Il a été demandé en outre aux sociétés de publier un communiqué de presse informant le marché des conditions de rachat proposées mais également un communiqué de presse après chaque période de rachats afin d'indiquer les conditions de réalisation des transactions de blocs (nombre de titres rachetés, prix de rachat, nombre d'obligations restant en circulation et toute autre information pertinente).

Cette procédure a été appliquée notamment lors des rachats d'obligations convertibles en actions 2010 de la société STMicroelectronics en mai 2004, des OCEANE 2006 d'Havas et des OCEANE 2006 de SOITEC en décembre 2004.

La société Havas, en particulier, a proposé de garantir un écart de rendement égal à l'écart le plus faible constaté dans les rachats déclarés dans les 12 derniers mois, ce qui revenait à garantir la valeur intrinsèque de l'OCEANE. Le prix a été calculé tous les jours par la banque et communiqué au marché avant son ouverture⁽³⁾.

¹ Communiqué de presse du 8 octobre 2004.

² Article 214-4 du règlement général de l'AMF.

³ L'écart de rendement correspondait à la différence entre (i) le taux de rendement actuariel implicite au prix de rachat des OCEANE et (ii) le taux Euribor coté correspondant à la

maturité restante des OCEANE. Le prix de rachat, calculé chaque jour durant la période de rachat, était égal à la valeur des flux futurs de l'OCEANE (coupon payable,

principal et prime de remboursement) actualisés à la date de rachat et à un taux égal à la somme (i) du taux Euribor coté correspondant à la maturité restante des OCEANE et (ii) de l'écart

de rendement moyen pondéré le plus faible constaté dans les achats de blocs d'OCEANE réalisés dans les 12 mois précédents.

L'opération de la société SOITEC présentait également des caractéristiques originales puisque la société a fait correspondre une nouvelle émission d'OCEANE avec des rachats de blocs d'OCEANE venant à échéance en 2006, par le biais de la construction d'un livre d'ordres visant à recueillir les intérêts vendeurs d'investisseurs institutionnels. La société s'était engagée à désintéresser le marché au prix issu du livre d'ordres.

Enfin, d'autres émetteurs ont choisi de présenter des offres publiques d'achat ou d'échange visant leurs propres obligations. Les sociétés Bull et LVL Medical, en particulier, ont procédé à des offres publiques d'échange simplifiées sur leurs OCEANE.

L'opération initiée par Bull, notamment, présentait la particularité d'échanger une OCEANE contre 20 actions Bull ou 16 actions assorties de bons de souscription d'action donnant le droit de souscrire une action Bull, les porteurs d'OCEANE pouvant combiner les deux options sans limitation. Cette opération s'est inscrite dans un schéma global de restructuration financière et de recapitalisation et faisait suite à la modification des termes de l'OCEANE approuvée en assemblée générale des porteurs. Toutefois la mise en œuvre de ces modifications demeurait subordonnée à l'accord de la Commission européenne sur la restructuration de la créance de l'État prévue dans le plan de recapitalisation. Ainsi, si les porteurs répondaient à cette offre irrévocable et sans condition suspensive et que la Commission européenne ne donnait pas son accord au montage global, ils pouvaient devenir actionnaires avec un rang de désintéressement dégradé. Néanmoins, dans la mesure où la société n'avait pas les capacités de rembourser ces titres compte tenu de sa situation financière, la valorisation théorique de l'OCEANE a été effectuée sur la base de leurs nouvelles caractéristiques, dues à la modification du contrat d'émission, et toute valorisation fondée sur la valeur de remboursement de l'OCEANE avant la modification du contrat d'émission a été expressément écartée.

Il est précisé en outre que l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 a modifié l'article L. 225-148 du code de commerce permettant désormais aux sociétés cotées de réaliser ces offres publiques d'échange sur leurs propres titres sans être soumise à la procédure des apports en nature.

E Les offres publiques

Pour la troisième année consécutive, l'année 2004 a connu une faible activité en matière d'offres. Le nombre d'offres publiques portant sur des titres de capital ou donnant accès au capital⁽¹⁾ est en légère diminution par rapport à l'année précédente, passant au total de 76 en 2003 à 72 en 2004.

Nombre d'offres publiques lancées

OFFRES	2002	2003	2004
Offres : procédures normales	14	13	5
Offres : procédures simplifiées	22	16	17
Offres publiques de retrait	1	1	4
OPRO	43	36	35
Offres publiques de rachat	5	8	5
Garanties de cours	10	2	6
TOTAL	95	76	72

Source : AMF

Quatre offres publiques portant sur des titres de créance ont été visées en 2004 dont 2 offres publiques d'échange. Ces offres ont donné lieu à 24 visas sur des notes d'offre publique d'achat, 3 visas sur des notes d'offres publiques d'échange et 6 visas sur des offres mixtes dont 2 sur des notes en réponse.

Les changements de contrôle ou prises de contrôle par voie d'offre publique, réalisés en procédure normale ou simplifiée, ou par garantie de cours se sont élevés, comme l'année précédente, à 21 (dont une offre en cours visant Bail Investissement Foncière à la fin de l'année). Parmi les sociétés concernées, une seule a fait l'objet d'une offre en surenchère.

Hormis l'offre de Sanofi-Synthélabo sur Aventis pour laquelle un mode de défense inédit en France a été proposé, ces offres n'ont pas donné lieu à une interprétation par l'AMF des principes régissant les offres. Quelques offres ont permis néanmoins de préciser la portée de certains articles du règlement général de l'AMF.

En matière d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire (OPRO), on observe une nouvelle diminution du nombre d'opérations avec 35 OPRO en 2004 contre

¹ Offres ouvertes dans l'année sous revue.

36 en 2003 et 43 en 2002. Dix-sept de ces opérations ont été réalisées sur des titres de sociétés ayant déjà fait l'objet d'une offre dans l'année. L'AMF a été amenée, au cours de l'année 2004 à clarifier certains aspects techniques de ces offres.

1 L'offre de Sanofi-Synthélabo sur Aventis : mesure de défense de la cible en cas d'offre publique non sollicitée

L'opération la plus importante, par son montant comme par ses caractéristiques inédites, s'est révélée être l'offre publique présentée par Sanofi-Synthélabo sur les titres de la société Aventis. Cette offre non sollicitée était constituée à titre principal d'une offre publique mixte et, à titre subsidiaire, d'une offre publique d'échange et d'une offre publique d'achat dans la limite globale de 81 % en actions Sanofi-Synthélabo et 19 % en numéraire. Deux offres distinctes, à des conditions identiques, avaient également été faites aux États-Unis et en Allemagne.

L'offre a été déclarée recevable le 3 février 2004 et la note d'offre a été visée le 12 février 2004 par l'AMF. Aventis et ses conseils ont intenté des recours auprès de la cour d'appel de Paris à l'encontre des décisions de l'AMF sur la recevabilité et sur le visa. Ils estimaient notamment que la valeur des titres à remettre en échange ne pouvait pas être correctement appréciée en raison d'un risque majeur lié à un litige portant sur le Plavix, médicament commercialisé par Sanofi-Synthélabo et pour lequel des procédures judiciaires étaient pendantes aux États-Unis et au Canada contestant la validité du brevet relatif à ce médicament.

Alors que la cour d'appel n'avait pas encore rendu sa décision, la société Aventis a annoncé début avril la convocation d'une assemblée générale pour approuver un projet d'émission gratuite de bons de souscription d'actions au bénéfice des actionnaires d'Aventis, destinés à couvrir, le cas échéant, les effets sur la valeur des actifs de Sanofi-Synthélabo, de la sortie anticipée sur le marché d'un générique du Plavix induit par une perte du procès intenté aux États-Unis.

L'AMF a formulé un avis sur ce dispositif dans un communiqué paru le 23 avril 2004 dans les termes suivants :

« L'Autorité des marchés financiers a pour mission de veiller à la protection de l'épargne et au bon fonctionnement des marchés, et de définir les règles relatives aux offres publiques d'acquisition afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés.

Dans ce cadre, l'Autorité de régulation, confortée par le juge, a posé les principes, applicables à toute personne, du libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des sociétés concernées, de transparence et d'intégrité du marché, de loyauté dans les transactions et la compétition.

C'est au regard de ces principes et après avoir pris connaissance des arguments développés par les sociétés Aventis et Sanofi-Synthélabo, que l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet de la société Aventis d'attribuer gratuitement des bons de souscription d'actions (BSA) à l'ensemble de ses actionnaires " destinés à (les) protéger d'une réduction de valeur importante entraînée par la perte éventuelle par Sanofi-Synthélabo du brevet du Plavix ".

L'Autorité prend acte du fait que la société Aventis a modifié son projet initial de résolution pour prévoir la caducité de l'émission envisagée de BSA dans l'hypothèse d'une offre concurrente de celle de la société Sanofi-Synthélabo de manière à respecter le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères auquel le projet initial était manifestement contraire. Elle constate, cependant, que les BSA, apparemment destinés à couvrir le risque Plavix, connu du marché, pourraient être soit activés alors que ce risque ne serait pas réalisé, soit désactivés alors même que le risque subsisterait.

Elle estime que l'émission de BSA constitue en réalité un moyen détourné de relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur qui crée une situation ambiguë quant à la liberté d'enchérir de celui-ci et une incertitude quant au déroulement ordonné de la procédure d'offre. Si l'Autorité réaffirme le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet, elle considère qu'elle ne saurait accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles et dont l'usage serait susceptible de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres pour le marché. C'est pourquoi l'Autorité des marchés financiers considère que le projet d'émission des BSA tel qu'il est prévu par le projet de résolution envisagé par le directoire et le conseil de surveillance de la société Aventis dont elle a connaissance ne s'inscrit pas dans le cadre des principes qui régissent le déroulement des offres publiques et dont elle a la charge de faire assurer le respect ».

Les deux sociétés sont finalement parvenues, le 25 avril 2004, à un accord permettant leur rapprochement aux termes duquel Sanofi-Synthelabo relevait son offre initiale. Aventis abandonna en conséquence les recours devant la cour d'appel avant que cette dernière se prononce sur le fond. Les termes de cette offre en surenchère, approuvés par le conseil de surveillance d'Aventis le 25 avril 2004, valorisaient le groupe Aventis à 55,3 milliards d'euros, soit un accroissement de 14 % de la valeur donnée par l'offre initiale. En définitive, à l'issue de cette offre en surenchère en France, en Allemagne et aux États-Unis en septembre 2004, Sanofi-Synthelabo a acquis 98,03 % du capital et 98,09 % des droits de vote de la société.

2 L'offre publique simplifiée de France Télécom sur sa filiale Wanadoo : coordination avec la mise en bourse de PagesJaunes, filiale de Wanadoo

La séquence des opérations menées par France Télécom sur ces deux filiales Wanadoo et PagesJaunes en 2004 a requis certains engagements de la part de France Télécom pour garantir une parfaite transparence dans l'enchaînement des opérations.

En avril 2004, en effet, France Télécom a procédé à une offre publique qui visait les actions de Wanadoo non détenues par elle (environ 30 % du capital), et avait annoncé son intention de procéder après l'offre à l'introduction en bourse du groupe PagesJaunes, l'une des activités de Wanadoo, sans en perdre le contrôle. Après la réalisation de ces deux opérations et ayant recueilli plus de 95 % du capital de Wanadoo, France Télécom a ensuite lancé avec succès une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur Wanadoo au même prix.

L'offre publique simplifiée initiale se décomposait en :

- une offre mixte à titre principal : remise, pour 40 actions Wanadoo présentées, d'une somme de 195 euros et de 7 actions France Télécom à émettre,
- une offre d'achat subsidiaire au prix de 8,86 euros par action Wanadoo,
- une offre d'échange subsidiaire : remise, pour 18 actions Wanadoo présentées, de 7 actions France Télécom à émettre.

Chacune des deux offres subsidiaires était plafonnée à un nombre d'actions Wanadoo tel que la proportion globale de 55 % en numéraire et 45 % en actions France Télécom ne soit pas altérée afin de maintenir la participation de l'État dans France Télécom au-dessus du seuil de 50 %.

Si le prix de 8,86 euros par action offrait une prime significative sur le cours de bourse de Wanadoo, il présentait néanmoins une forte décote par rapport à la valeur historique d'introduction de 19 euros datant de juillet 2000. Pour répondre à la demande de nombreux actionnaires et garantir un prix cohérent avec le futur prix d'introduction de PagesJaunes, France Télécom proposait que les actionnaires de Wanadoo ayant apporté leurs actions à l'offre puissent recevoir une rémunération additionnelle optionnelle si la valeur du groupe PagesJaunes retenue pour la fixation du prix d'introduction en bourse était supérieure à la valeur de référence retenue dans le cadre de l'offre (3,95 milliards d'euros), étant précisé que cette rémunération additionnelle optionnelle ne serait due par France Télécom que si l'introduction intervenait dans les 12 mois suivant l'offre, et si les bénéficiaires en faisaient la demande⁽¹⁾. Cette option n'aura finalement pas été utilisée, la valorisation de PagesJaunes au moment de l'introduction ayant été fixée au-dessous de cette limite. En complément, France Télécom offrait également à ces actionnaires une « prime de fidélité » en leur permettant de bénéficier d'une allocation prioritaire lors de la mise sur le marché de PagesJaunes et proposait en outre aux investisseurs venant à l'offre à prix ouvert, essentiellement des particuliers, de souscrire au prix du placement global garanti diminué de 0,30 euro, soit une décote d'environ 2 %.

Enfin, compte tenu de l'écart entre le prix d'offre et celui de l'introduction et du calendrier des suites de l'offre, la note d'information a été complétée d'éléments détaillés du plan de développement, de la stratégie de France Télécom vis-à-vis de sa filiale, des opérations envisagées à la suite de l'offre et de la valeur comptable de Wanadoo dans les comptes de France Télécom.

Entre le 8 juillet 2004, date de l'introduction, et le 31 décembre 2004, le cours de l'action de PagesJaunes a progressé de 26 %.

¹ Cette rémunération additionnelle était optionnelle pour éviter aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'offre d'échange de voir

l'opération requalifiée fiscalement et d'être imposés si la soulte ainsi perçue représentait plus de 10 % de la valeur des titres reçus en échange.

3 L'offre publique d'achat sur les titres Grandvision : dirigeants associés à l'initiateur d'une offre

L'offre publique d'achat visant les actions de la société Grandvision présentée par la société Multibrands SAS, contrôlée indirectement par la société HAL Holding NV, posait le problème de la légitimité des montages dans lesquels les dirigeants sont associés à une offre aux côtés d'un repreneur financier ou industriel et sont intéressés financièrement à la performance future du nouvel ensemble.

Les dirigeants et fondateurs de Grandvision avaient en effet apporté leurs titres à la *holding* non cotée Multibrands en échange d'une participation au capital de cette *holding*, initiatrice de l'offre sur Grandvision. Cette opération comportait des dispositions sur le fonctionnement de Grandvision et de Multibrands et certains droits ou obligations de sortie des actionnaires cédants matérialisés par des options de vente à HAL Holding NV ou des options d'achat par HAL Holding NV de leurs actions Multibrands, reposant sur des formules de prix pouvant évoluer à la hausse ou à la baisse en fonction de la performance de Grandvision. Sur la base des données 2003, l'application de la formule de calcul de prix des options de vente consenties aux dirigeants et fondateurs qui devaient évoluer en fonction du chiffre d'affaires consolidé et de l'EBITDA⁽¹⁾ donnait un prix par action de 25 euros, prix auquel les apports et cessions à Multibrands avaient été effectués.

La prime de 2 % en faveur du public (le prix de l'offre était de 25,50 euros) n'était pas destinée à compenser la valeur de l'option de vente dont bénéficiaient les dirigeants. En effet, la valorisation d'une option de vente à trois ans ne comportant pas de prix plancher, sur une valeur illiquide de surcroît, était difficilement réalisable.

Ce traitement différencié des dirigeants n'a pas été considéré comme susceptible de porter atteinte au principe d'égalité des actionnaires dans la mesure où le regroupement des actions Grandvision détenues par HAL Holding NV et par les dirigeants au sein de Multibrands (véhicule commun initiateur de l'offre), s'est opéré au prix de 25 euros et où les engagements de liquidité souscrits par HAL Holding NV vis-à-vis des dirigeants reposaient sur une formule de détermination

de prix identique à celle ayant conduit au prix de 25 euros, sans garantie de prix plancher, les prix pouvant varier à la hausse comme à la baisse.

4 L'offre publique d'achat sur les titres de l'Institut de Participation de l'Ouest : compatibilité entre offre obligatoire et condition suspensive liée à une décision des autorités de la concurrence

L'offre publique d'achat du Crédit Industriel et Commercial (CIC) sur l'Institut de Participation de l'Ouest (IPO) a révélé une difficulté d'application aux offres publiques obligatoires de l'article 231-12 du règlement général de l'AMF⁽²⁾.

Cette offre faisait suite à l'acquisition d'actions IPO par le CIC. Le contrat relatif à cette acquisition incluait une condition résolutoire relative à l'obtention de l'autorisation des autorités de contrôle de la concurrence et de la concentration. Par ailleurs, l'acquisition de ces titres faisait franchir au CIC le seuil du tiers du capital et des droits de vote de IPO, l'obligeant à déposer une offre publique sur les titres IPO restant en circulation.

Or, il apparaissait que l'insertion dans une offre d'une condition suspensive à l'autorisation des autorités de la concurrence telle que prévue par le règlement général de l'AMF était difficilement compatible avec la situation d'offre obligatoire. Cette disposition en effet, bien qu'insérée dans le chapitre général du règlement relatif aux offres, n'avait concerné jusque-là que les offres dites spontanées.

En l'espèce, si l'autorité de la concurrence interdisait le rapprochement des deux sociétés, la condition résolutoire impliquait l'annulation de l'acquisition par le CIC des actions IPO et avait pour conséquence le franchissement à la baisse du seuil du tiers par CIC dans IPO. Parallèlement, l'application de l'article 231-12 du règlement général devait rendre l'offre caduque, ce qui permettait de faire coïncider les deux mécanismes.

En revanche, dans l'hypothèse où l'autorité de la concurrence passait en phase d'enquête approfondie, la condition résolutoire ne devait pas jouer et le franchissement du seuil du tiers dans le capital d'IPO par le CIC était confirmé alors que dans le même

¹ Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

² Article 231-12 du règlement général de l'AMF (ancien article 5-1-3-3 du règlement général du CMF) : Si le projet d'offre publique doit faire l'objet, au titre du contrôle des concentrations,

d'une notification à la Commission européenne, au ministre chargé de l'économie, à l'autorité compétente à cet égard d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou membre des États-Unis, l'initiateur de cette offre peut y stipuler une condition suspensive d'obtention de

la décision prévue à l'article 6-1 a ou b du règlement (CE) n° 139/2004, de l'autorisation prévue à l'article L. 430-5 du code de commerce ou de toute autorisation de même nature délivrée par l'État étranger. L'initiateur qui entend se prévaloir de ces dispositions remet à l'AMF une copie

des notifications faites aux autorités concernées et la tient informée de l'avancement de la procédure. L'offre est caduque dès lors que l'opération projetée fait l'objet de l'engagement de procédure de l'article 6-1 c du règlement (CE) n° 139/2004, de la saisine du Conseil de la concurrence au titre du

dernier alinéa du III de l'article L. 430-5 du code de commerce ou de l'engagement d'une procédure de même nature par l'autorité compétente de l'État étranger. L'initiateur fait connaître s'il poursuit l'examen de l'opération projetée avec les autorités ainsi saisies.

temps l'application de l'article 231-12 du règlement général rendait l'offre caduque. Cette situation faisait apparaître une incompatibilité entre les deux mécanismes même si le CIC gardait la possibilité de redéposer un projet d'offre dans le cas où l'autorité de la concurrence donnait *in fine* son feu vert à l'opération de rapprochement.

Il apparaissait en définitive que la structure de cette opération n'était pas totalement satisfaisante car, généralement, face à une contrainte liée aux autorités de la concurrence de cette nature, deux schémas sont utilisés : soit l'acquisition est réalisée sous condition suspensive des autorités de la concurrence et l'aval de cette dernière entraîne ladite acquisition et le dépôt d'un projet d'offre, soit l'acquisition est réalisée dans l'offre sous la forme d'un engagement d'apport à l'offre par les actionnaires cédants, l'offre pouvant alors être soumise à la condition prévue à l'article 231-12 du règlement général.

Par conséquent, pour éviter toute ambiguïté, l'AMF a décidé de ne statuer sur le projet d'offre qu'une fois connue la décision de l'autorité de la concurrence. Ainsi, si cette décision était positive, l'offre pouvait être déclarée recevable et dans l'hypothèse d'une décision négative, l'offre n'avait plus lieu d'être. L'offre, lancée en mai 2004 après l'obtention de l'autorisation des autorités de la concurrence, a finalement permis au CIC d'acquérir 76,60 % du capital et 77,71 % des droits de vote de IPO.

5 L'offre publique d'achat simplifiée sur les titres de la société IMS-International Metal Services : prix d'offre inférieur au cours de bourse

L'Autorité des marchés financiers a été saisie le 8 octobre 2004 d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée initié par la société Financière Mistral, contrôlée par Chequers Capital, visant les titres de la Société IMS-International Metal Services (IMS). Cette offre faisait suite à l'acquisition par la société Financière Mistral de deux blocs de titres au prix de 5 euros par action, représentant 51 % du capital et 53,37 % des droits de vote d'IMS, auprès de Merrill Lynch et auprès de la Société Produits d'Usines Métallurgiques (PUM), filiale du groupe Arcelor.

La société Financière Mistral s'engageait irrévocablement à acquérir au prix unitaire de 5 euros la totalité des actions IMS existantes non détenues par elle. Ce prix de 5 euros, qui résultait d'une transaction ayant permis à l'initiateur de prendre

le contrôle d'IMS, présentait néanmoins une décote non négligeable par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des 60 dernières séances de bourse avant l'annonce de l'opération retenue par la banque présentatrice, soit 6,58 euros.

Par courrier, l'AMF a demandé à l'initiateur de modifier le projet d'offre déposé de sorte qu'il puisse être déclaré recevable, considérant que le prix de 5 euros n'était pas corroboré par l'analyse multicritère comme les textes et la jurisprudence l'exigent.

La société a ensuite relevé le prix de son offre à 5,83 euros, prix pour lequel la banque présentatrice retenait dans une analyse multicritère la référence à l'acquisition du contrôle d'IMS par Financière Mistral, soit 5 euros par action avec une pondération double compte tenu du caractère majeur de cette référence, la référence à une moyenne de cours de bourse sur une période de trois mois, soit 6,58 euros par action et le haut de fourchette telle que dégagée par la méthode de l'actualisation des *cash flows* futurs, soit 6,73 euros par action.

En outre, pour la bonne information des actionnaires, l'avis de recevabilité mentionnait les deux rapports relatifs aux éléments d'évaluation de la société IMS, établis par les conseils financiers d'actionnaires minoritaires et qui retenaient des fourchettes d'évaluation comprises respectivement entre 8,1 et 9,80 euros d'une part et 8,7 et 10 euros par action.

La note d'information visée par l'AMF clarifiait également une opération de couverture entre Usinor (puis Arcelor) et Merrill Lynch, utilisant des produits dérivés, conclue à la suite de l'acquisition en 1999 par Merrill Lynch auprès d'Usinor d'une participation de 15 % dans le capital de la société IMS. Cette opération permettait à Merrill Lynch, qui avait l'intention de céder progressivement ses titres sur le marché, de bénéficier d'une protection à la baisse au cas où les actions IMS seraient vendues au-dessous de leur prix d'acquisition, soit 9,07 euros par action, en contrepartie d'un partage des éventuels bénéfices avec Usinor. Ce contrat ayant été renégocié en 2003 avec comme nouvelle valeur de référence 4,05 euros et Merrill Lynch ayant cédé sa participation au prix de 5 euros par actions, Merrill Lynch avait versé *in fine* au groupe Arcelor la différence entre 5 euros et 4,05 euros.

L'Autorité a, par conséquent, estimé que la référence à la transaction qui a permis à la société Financière Mistral de détenir le contrôle d'IMS était pertinente et que l'existence du contrat de dérivés n'était pas de

nature à l'écartier, car la société Financière Mistral avait bien acquis le contrôle d'IMS par achat d'actions au prix unitaire de 5 euros, les cédants avaient effectivement perçu 5 euros par action lors de la cession de leurs blocs à Financière Mistral et le contrat de dérivés, auquel Financière Mistral n'était pas partie, n'avait eu pour effet que de garantir à Merrill Lynch le prix auquel elle avait acquis son bloc en septembre 1999.

Sur ces bases, il apparaissait que le prix modifié de 5,83 euros par action IMS tenait compte, d'une part, de la référence à la transaction qui avait permis à Financière Mistral de détenir le contrôle d'IMS et, d'autre part, d'une évaluation de la société effectuée en fonction de critères d'évaluation objectifs et usuellement retenus et des caractéristiques de cette société. En conséquence, l'AMF a déclaré l'offre recevable au prix de 5,83 euros par action IMS, le 16 décembre 2004. Néanmoins, la société Financière Mistral n'a acquis à cette occasion aucune action supplémentaire.

6 La garantie de cours d'Altarea sur les actions de la société Imaffine : traitement des bons de souscription d'actions annexes

La société Altarea a acquis le 2 septembre 2004 le contrôle de la société Imaffine au prix unitaire de 38,08 euros auprès de la société Affine. Elle a ensuite déposé auprès de l'AMF une garantie de cours au même prix. La société indiquait qu'à l'issue de cette garantie de cours, elle procéderait à la fusion absorption de la société Altarea par Imaffine avant le 31 décembre 2004, la parité d'échange devant être de 0,77 action Imaffine pour 1 action Altarea, laquelle a été déterminée à partir du seul critère de l'actif net réévalué des sociétés au 30 juin 2004.

En outre, le protocole d'accord prévoyait d'accorder à Affine, par l'intermédiaire de bons de souscription d'actions, la possibilité de souscrire à une augmentation de capital d'un maximum de 300 000 actions Altarea pendant une période d'une année fixée entre le 1^{er} février 2005 et le 31 janvier 2006 à un prix par action compris entre 46 euros et 50 euros en fonction de la date d'exercice des bons. Par application de la parité de fusion, ces 300 000 bons de souscription devaient permettre de souscrire 4,3 % du capital d'Imaffine à un prix de souscription compris entre 59,74 euros et 64,94 euros.

Malgré l'existence des bons, l'AMF n'a pas jugé souhaitable de requalifier cette opération en offre publique simplifiée car le prix d'exercice de ceux-ci

était bien supérieur au niveau du cours de bourse, leur valeur étant nulle et leur attribution ne nuisait pas à l'égalité des actionnaires. En outre, Imaffine avait été correctement valorisée par l'actionnaire majoritaire. S'agissant d'une « coquille vide », l'analyse de la valorisation selon une approche multicritère en application de la procédure d'offre publique simplifiée ne s'imposait pas.

7 L'OPRA et l'OPAS concomitantes initiées par la société Nord Est

Pour racheter ses propres titres, la société Nord Est a lancé une offre publique visant ses propres actions sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) à titre principal, assortie d'une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) dans le cadre de son programme de rachat d'actions à titre subsidiaire.

Dans des cas similaires antérieurs, les deux offres, bien que concomitantes, étaient réalisées de façon indépendante l'une de l'autre. Les actionnaires pouvaient ainsi choisir d'apporter leurs titres à l'une ou l'autre des offres ou aux deux, en fonction essentiellement du régime fiscal auquel ils préféraient être soumis, étant précisé que l'OPAS est plus intéressante fiscalement que l'OPRA pour les personnes physiques.

Au cas d'espèce, les deux offres étaient liées et les actionnaires avaient la possibilité d'apporter leurs actions Nord Est soit à l'OPRA, soit à l'OPAS, soit en combinant l'OPRA et l'OPAS. Les demandes de rachat d'actions Nord Est dans le cadre de l'OPRA devaient être intégralement servies et dans le cas où le nombre d'actions présentées à l'OPAS atteignait le nombre maximal prévu pour cette branche de l'offre, il était prévu une réduction des ordres proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'OPAS par chaque actionnaire

Pour protéger les actionnaires personnes physiques dont le choix était dirigé par leur intérêt fiscal, il a été demandé à l'émetteur de donner aux actionnaires la possibilité de préciser sur leur ordre de vente qu'en cas de réduction de leurs ordres d'apport à l'OPAS, ils ne souhaitent pas que leurs ordres non exécutés soient basculés sur l'OPRA. Cette possibilité a été décrite dans la note d'information et mise en œuvre de façon satisfaisante.

À l'occasion de cette affaire, l'AMF a émis le souhait que le régime fiscal des OPRA pour les personnes physiques soit aligné sur celui des OPAS.

8 L'OPRA sur les titres de la société Prosodie : décision de l'actionnaire principal de ne pas apporter ses titres à l'offre

Lors de l'offre publique de rachat de la société Prosodie, l'actionnaire principal avait annoncé son intention de ne pas apporter les actions Prosodie qu'il détenait à l'offre. L'OPRA avait pour conséquence d'accroître de plus de 2 % sa participation en capital et en droits de vote en moins de douze mois, ce qui l'obligeait à demander une dérogation à l'obligation de dépôt d'une offre en application de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF. En cas de succès de l'offre, sa participation devait être portée à 47,79 % du capital et 49,34 % des droits de vote.

Le 5^e tiret de l'article 234-8 du règlement général permet à l'AMF d'accorder une dérogation à l'obligation de déposer une offre résultant de la réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total de droits de vote existants dans la société visée. Or, dans l'esprit de cet article, le demandeur, pour justifier d'une demande de dérogation, ne doit pas être à l'origine du facteur déclenchant de l'offre, à savoir la réduction du nombre total d'actions et de droits de vote. Ce n'était pas le cas en l'espèce puisque le demandeur de la dérogation avait une influence déterminante sur l'adoption, par l'assemblée générale extraordinaire, de la résolution relative à la réduction de capital.

L'obligation d'offre résultait d'une réduction du nombre d'actions et de droits de vote de la société, elle-même consécutive à une offre à laquelle tous les actionnaires n'avaient pas la faculté de voir tous leurs titres retenus, puisque dans le cas où le nombre d'actions présentées en réponse était supérieur au nombre d'actions visées par l'offre, il devait être procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifiait être propriétaire.

Afin d'éviter que l'actionnaire principal dépasse de cette façon le seuil de 48 % du capital ou des droits de vote, et ne soit donc définitivement pas soumis à l'offre obligatoire, en application de l'article 234-5, ce dernier s'est engagé, à la demande de l'AMF, à ramener son niveau de détention dans Prosodie à un niveau inférieur à 47,9 % en capital ou en droits de vote, si son niveau de détention devait effectivement être supérieur à ce niveau postérieurement à l'offre, et ce dans un délai

d'environ trois mois. Bénéficiant en outre de bons de souscription d'actions, il lui a également été demandé de ne pas exercer ses bons.

9 La requête d'un actionnaire minoritaire pour obtenir le dépôt d'une offre publique de retrait

L'AMF a été saisie par un actionnaire minoritaire d'une société cotée qui souhaitait obtenir le dépôt d'une offre publique de retrait dans le cadre de l'article 236-1⁽¹⁾ du règlement général.

L'examen de ces demandes par l'AMF, en droite ligne avec la pratique du CMF confirmée par la jurisprudence de la cour d'appel de Paris saisie de recours, consiste à vérifier, d'une part, la liquidité du marché afin de déterminer s'il est possible au demandeur de céder des titres sur le marché dans des conditions normales de cours et de délai et d'autre part, les conditions d'acquisition des titres pour lesquels l'actionnaire demandeur requiert une possibilité de sortie.

Il ressortait de cette vérification que la liquidité du marché de l'action ne permettait effectivement pas la vente des titres dans des conditions normales : le titre avait été coté en moyenne une séance pour quatre séances de bourse durant les douze derniers mois et dans des volumes très faibles.

Toutefois, s'agissant des conditions dans lesquelles l'actionnaire minoritaire avait acquis ses titres, il apparaissait que les achats sur le marché avaient été réalisés après une offre initiée par l'actionnaire majoritaire et après la publication de la situation de l'actionnariat de la société en résultant. L'actionnaire demandeur avait donc constitué sa position dans des conditions de marché qu'il ne pouvait pas ignorer. En outre, il n'était pas actionnaire de la société lors de l'offre et, par conséquent, ne pouvait pas exciper du fait que l'offre n'avait pas été faite à des conditions financières lui paraissant intéressantes.

Ainsi, ces acquisitions s'analysaient comme la constitution d'une position significative destinée à venir à l'appui de la requête présentée, intervention estimée comme contraire à l'esprit de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, ce qui justifiait par conséquent le rejet de cette requête.

¹ Article 236-1 du règlement général de l'AMF (R. CMF – Titre V – Article 5-6-1). Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce au moins 95 % des droits de vote d'une société

dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut

demander à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait. Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, l'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu

notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur. Si elle déclare la demande recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires

alors tenus de déposer, dans un délai fixé par l'AMF, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

10 L'OPRO visant les actions de la société Grande Paroisse présentée par la société Atofina : coexistence de l'OPRO et l'action *ut singuli* initiée par des actionnaires minoritaires

La société Grande Paroisse a subi une importante dégradation de ses fonds propres à la suite de l'explosion survenue le 21 septembre 2001 dans l'usine de Toulouse, et en raison notamment de la prise en charge d'une partie des opérations d'indemnisation des victimes du fait de la présomption de responsabilité pesant sur elle. La nécessité de reconstituer les fonds propres de Grande Paroisse et la faible probabilité de pouvoir trouver des sources de financement auprès du marché avaient conduit Atofina à considérer que la cotation des actions Grande Paroisse ne se justifiait plus et par conséquent, à déposer un projet d'OPRO auprès de l'AMF.

À la suite de ce dépôt d'offre, certains actionnaires minoritaires avaient assigné d'actuels et d'anciens administrateurs de Grande Paroisse au nom et pour le compte de cette dernière dans le cadre d'une action sociale (dite *ut singuli*). Sur le fond, cette action visait à faire établir une faute de gestion au motif, d'une part, que la couverture d'assurance souscrite par la société n'était pas suffisante compte tenu des risques attachés à son activité, et, d'autre part, que les rapports de gestion du conseil d'administration de Grande Paroisse ne contenaient pas l'information appropriée concernant les risques liés à l'exploitation du site. Les actionnaires minoritaires sollicitaient la condamnation *in solidum* des défendeurs à indemniser Grande Paroisse à hauteur de 960 millions d'euros, ledit montant correspondant à la provision passée par Grande Paroisse pour faire face aux indemnisations non couvertes par ses assurances.

Or, il apparaissait que le retrait obligatoire devait éteindre l'action *ut singuli* en faisant perdre aux demandeurs leur qualité d'actionnaires. Selon une jurisprudence constante⁽¹⁾ en effet, l'exercice de l'action *ut singuli* par un actionnaire ne peut prospérer que si celui-ci a la qualité d'actionnaire à la date de l'assignation et la conserve pendant le déroulement de l'instance. L'application de ce principe au droit des offres conduit à constater que la mise en œuvre d'une OPRO, qui aboutit à l'expropriation des actionnaires de la société visée, a pour effet de rendre l'actionnaire demandeur à la procédure irrecevable en son action *ut singuli*. Dès lors la question se posait, pour l'AMF, de

savoir si elle pouvait se prononcer sur la recevabilité de l'offre déposée par la société Atofina alors qu'une action *ut singuli* était exercée par certains actionnaires minoritaires.

Il est rappelé que, par un arrêt du 30 mai 2000, la cour d'appel de Paris, saisie d'un recours en annulation d'une décision du CMF ayant déclaré irrecevable le projet d'OPRO visant les actions de la société Cedp, avait considéré que « l'existence de procédures n'est susceptible d'affecter la recevabilité d'une OPR que si ces procédures peuvent constituer un élément de valorisation de la société qui aurait dû être pris en compte pour le prix auquel l'offre est libellée ou si, compte tenu de la nature et de l'objet de ces procédures, le retrait obligatoire peut causer aux actionnaires minoritaires des conséquences irréversibles ».

Sur les conséquences irréversibles, la cour avait précisé : « qu'il apparaît [...] que dans le contexte procédural [...], le retrait envisagé est susceptible de causer aux porteurs de titres visés par ce retrait des conséquences irréversibles avec les règles de protection des actionnaires et des transactions prévues par la loi ou le règlement général du CMF ; [...] À cet égard, [...] l'opération litigieuse peut avoir pour effet de priver certains actionnaires contraints de céder leurs titres des produits de l'action judiciaire engagée à leur initiative avant le dépôt de l'offre de retrait au mépris du principe de l'égalité des actionnaires ».

La cour d'appel de Paris dans le même arrêt avait également précisé : « que l'aléa inhérent à toute procédure contentieuse n'exclut pas nécessairement que cette procédure puisse être prise en considération pour l'évaluation d'un titre de société ».

En juillet 2001, la Cour de cassation a affirmé que « l'existence d'une procédure en cours [en l'espèce une procédure pénale] n'est susceptible d'affecter la recevabilité d'une OPRO qu'à la condition que cette circonstance soit de nature à affecter un élément de valorisation qui aurait dû être pris en compte pour l'établissement du prix de l'offre⁽²⁾ ».

En l'occurrence, l'action *ut singuli* est une circonstance de nature à affecter un élément de valorisation d'une société visée par une OPRO. Elle a en effet pour finalité la réparation d'un préjudice subi par la société du fait d'une faute commise par ses administrateurs. Cette

¹ Cour de cassation, ch.com 26 janvier 1970 (Sodiva), cour d'appel de Paris 6 avril 2001 (SA Akar holding International).

² Cour de cassation, com Elyo, 17 juillet 2001.

action appartient à la société elle-même, quand bien même elle est exercée par un actionnaire, de sorte que le montant des dommages et intérêts susceptibles d'être alloué est versé à la société et non à l'actionnaire.

Il est à noter qu'en prenant en compte la valorisation de la société, la Cour a permis d'éviter de paralyser toute demande d'OPRO dès lors qu'une action *ut singuli* est engagée. On pouvait se demander en effet quel serait l'intérêt des actionnaires minoritaires de paralyser une offre de retrait en raison de l'existence d'une action *ut singuli* si toutes les conséquences de leur action ont déjà été prises en compte dans la valorisation de la société au moment du dépôt du projet d'offre.

Il résulte de la jurisprudence que si elle est de nature à priver d'effet l'action *ut singuli*, l'OPRO ne cause pas aux actionnaires des conséquences irréversibles dès lors que la valorisation proposée dans le cadre de cette offre tient compte de l'objet de l'action *ut singuli*, c'est-à-dire que le prix d'offre intègre le montant des sommes demandées dans le cadre de cette action. En l'espèce, l'évaluateur rappelait qu'en cas de succès, la valeur de Grande Paroisse pouvait être augmentée du montant des dommages et intérêts versés par les défendeurs. Or, selon l'évaluateur, cette incidence théorique était d'ores et déjà prise en compte dans le prix de l'offre puisque, à supposer que les actionnaires minoritaires obtiennent gain de cause à hauteur de 960 millions d'euros (soit 2,46 euros par action) et que les défendeurs soient solvables, le prix par action ne ressortirait au mieux qu'à 2,61 euros soit, en toute hypothèse, substantiellement moins que le prix d'offre de 3,50 euros par action.

En conséquence, l'AMF a considéré qu'au vu des principes dégagés par la jurisprudence, l'existence de l'action *ut singuli* n'était pas un élément devant l'amener à déclarer le projet l'offre irrecevable dès lors que, comme c'était le cas en l'espèce, le prix auquel l'OPRO était libellé tenait compte des conséquences que pouvait avoir cette action sur le patrimoine de la société.

F Les dérogations au dépôt obligatoire d'un projet d'offre

Durant l'année 2004, les décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre en application des articles 234-6 à 234-9 du règlement général ont été au nombre de 38 (comprenant six examens relatifs à des mises en concert – article 234-6 du règlement

général). Sept d'entre elles ont concerné des sociétés en situation de difficultés financières avérées (article 234-8 2° du règlement général). En outre, sept décisions relatives à des examens sur la mise en œuvre d'une offre publique de retrait (article 236-6 du règlement général) ont été publiées.

Parmi ces dernières, en 2003 et 2004, l'AMF a été interrogée plusieurs fois sur l'obligation d'offre publique de retrait au titre de l'alinéa 1 de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF⁽¹⁾, dans l'hypothèse de la dissolution anticipée d'une société.

Il est rappelé que la cessation d'activité d'une société et sa dissolution ne sont pas des causes expressément prévues par l'article 236-6 néanmoins, *a priori*, une telle dissolution peut être considérée comme une modification radicale du pacte social qui équivaut à une modification significative des statuts telle qu'énoncée dans cet article.

Dans le cas de NetValue, fin 2003, une dérogation avait pu être accordée au motif que l'actionnaire principal s'était engagé à faire en sorte que les actionnaires minoritaires perçoivent dans le cadre de la liquidation le même montant que celui offert dans le cadre d'une offre publique d'achat réalisée plusieurs mois auparavant.

Dans le cas de Cac Systèmes, également en fin d'année 2003, une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire faisait suite à une opération de recapitalisation de la société, et s'inscrivait dans le contexte de la dissolution anticipée de la société décidée par l'assemblée générale extraordinaire réunie préalablement à l'offre. Toutes ces opérations avaient été réalisées sur la base du même prix (changement de contrôle, garantie de cours, recapitalisation et OPRO).

L'AMF a également examiné le cas d'une société dont la situation financière était dégradée. Au cas particulier, il est apparu probable que dans le cadre d'une procédure collective éventuelle et d'un possible dépôt de bilan, les actionnaires ne pouvaient pas obtenir une meilleure indemnisation que dans le cadre d'une liquidation conventionnelle. Ainsi au cas d'espèce, il a été considéré en l'état que l'offre publique de retrait n'offrait pas une meilleure protection aux actionnaires et qu'en conséquence, la dissolution envisagée n'induisait pas la mise en œuvre d'une telle offre.

¹ Article 236-6 du règlement général de l'AMF (ancien article 5-6-6 du règlement général du CMF).
 La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société informent l'AMF :
 1° Lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale

extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés ;

2° Lorsqu'elles décident le principe de la fusion absorption de cette société par la société qui en détient le contrôle, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant

plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital.
 L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a

lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait. Le projet d'offre, qui ne peut comporter de condition minimale, est libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

G Les franchissements de seuils

Il est apparu nécessaire de rappeler aux actionnaires des sociétés cotées les délais dans lesquels doivent s'effectuer ces déclarations⁽¹⁾.

L'article L. 233-7 du code de commerce définit en effet les obligations déclaratives des actionnaires en cas de franchissements de seuils. S'il a impérativement fixé les conditions de délai dans lesquelles doivent être effectuées les déclarations de franchissement de seuils légaux, le législateur n'a en revanche rien imposé en matière de délai de déclaration des franchissements de seuils statutaires, lesquels peuvent être fixés de 0,5 % en 0,5 % du capital ou des droits de vote. En conséquence, l'AMF ne peut que confirmer que le délai de cinq jours fixé par la loi du 1^{er} août 2003 en matière de déclaration des franchissements de seuils légaux ne s'applique pas de plein droit aux franchissements de seuils statutaires, dont le régime de déclaration relève de la seule décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

En outre, l'AMF a été saisie d'une demande d'autorisation de franchissement temporaire du seuil du tiers des droits de vote d'une société cotée par un

actionnaire de cette dernière qui arguait principalement du fait qu'un autre actionnaire allait obtenir à brève échéance des droits de vote double, ce qui devait avoir pour conséquence de diluer sa participation, celle-ci repassant alors sous le seuil du tiers des droits de vote.

L'actionnaire s'engageait notamment à ne voter à la prochaine assemblée générale de la société qu'à hauteur du tiers des droits de vote. Néanmoins, il apparaissait que l'actionnaire cherchait essentiellement à gérer sa participation dans la société de manière à demeurer au plus près du seuil du tiers des droits de vote au fur et à mesure des modifications des droits de vote de la société.

L'AMF a rappelé à cette occasion à cet actionnaire les règles applicables en cas de franchissements temporaires tels que prévus à l'article 234-4 du règlement général de l'AMF⁽²⁾. Cet article, en effet, est très rarement utilisé et n'a été prévu que pour permettre de traiter les dépassements accidentels du seuil du tiers, ce qui n'était pas le cas en l'espèce car l'actionnaire connaissait sa situation et gérait sa participation en toute connaissance de cause. Il lui a été demandé en conséquence de ramener immédiatement et de façon continue sa participation en deçà du seuil du tiers des droits de vote.

3 Le contentieux de la recevabilité des offres et de l'information

A Cour d'appel de Paris, ordonnance du Premier Président, 1^{er} mars 2004⁽³⁾, arrêts constatant l'extinction des instances, 11 mai 2004⁽⁴⁾, OPA mixte Sanofi-Synthélabo sur Aventis

Le 3 février 2004, l'AMF a déclaré recevable le projet d'offre publique mixte à titre principal, assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'achat et d'une offre publique d'échange initiée par la société Sanofi-Synthélabo sur les titres de la société Aventis et le 12 février 2004, a apposé son visa sur la note d'information mise à la disposition du public à l'occasion de cette offre.

La société Aventis a déposé un premier recours en annulation à l'encontre de la décision de recevabilité puis un second à l'encontre de la décision de visa.

Parallèlement, elle a saisi le Premier Président de cette même cour d'une requête tendant à obtenir le sursis à l'exécution de la décision de recevabilité du projet d'offre.

Par une ordonnance du 1^{er} mars 2004, le délégué du Premier Président a considéré qu'il n'y avait pas lieu à statuer sur la requête en sursis à exécution, après avoir donné acte à l'AMF de l'engagement qu'elle prenait, dans l'intérêt du marché et à titre conservatoire, de différer le prononcé de la date de clôture de l'offre, en sorte que la clôture intervienne au moins huit jours après le prononcé de l'arrêt de la cour d'appel de Paris sur le recours en annulation formé à l'encontre de la décision de recevabilité.

Cette solution, déjà appliquée lors de précédentes contestations portant sur des décisions de recevabilité

¹ Revue mensuelle de l'AMF n° 9 de décembre 2004.

² L'AMF peut autoriser, dans des conditions qui sont rendues publiques, le franchissement temporaire du seuil du tiers visé aux articles 234-2 et 234-3 si le dépassement porte sur moins de 3 % du capital

et des droits de vote et si sa durée n'excède pas six mois. La ou les personnes concernées s'engagent à ne pas exercer, pendant la période de reclassement, les droits de vote correspondants.

³ CA Paris, Ordonnance du 1^{er} mars 2004, 1^{re} Ch. H, RG 2004/03091.

⁴ CA Paris, Arrêts du 11 mai 2004, 1^{re} Ch. H, RG 2004/03547 et RG 2004/03073.

du Conseil des marchés financiers, présente l'avantage de ne créer aucune situation irréversible pour quiconque.

L'offre publique visant les actions de la société Sanofi, qui était ouverte depuis le 17 janvier 2004, a finalement été clôturée le 30 juillet 2004, après que la cour d'appel de Paris eut constaté, dans ses arrêts du 11 mai 2004, que la société Aventis se désistait des instances en annulation des décisions de recevabilité et de visa. La date de clôture retenue tenait également compte des délais inhérents à l'information et à la réception des ordres ainsi que des délais engendrés par l'instruction par les autorités de la concurrence américaines du dossier de rapprochement de la société cible et de la société initiatrice de l'offre⁽¹⁾.

B Cour d'appel de Paris, 6 avril 2004, OPRO France Télécom sur Orange

Les arrêts de rejet de la cour d'appel de Paris du 6 avril 2004 relatif à l'OPRO initiée par la société France Télécom sur les titres de la société Orange font l'objet de pourvois en cassation :

- le premier pourvoi reproche à l'arrêt⁽²⁾ d'avoir jugé mal fondé le recours, introduit par l'ADAM, en annulation de la décision de recevabilité de l'offre prise par le CMF le 13 novembre 2003 (n° 203C1920) ;
- le second pourvoi reproche à l'arrêt⁽³⁾ du même jour d'avoir considéré comme mal fondé le recours introduit par un actionnaire individuel à l'encontre de la décision par laquelle la COB a apposé son visa le 17 novembre 2003 (n° 03-1012) sur le projet de note d'information conjointe préparé par les deux sociétés.

C Cour d'appel de Paris, 7 décembre 2004⁽⁴⁾, OPRO Acxiom European Holdings Limited sur Consodata

La cour d'appel de Paris a prononcé l'irrecevabilité de la déclaration d'appel remise, le 2 août 2004, par deux actionnaires minoritaires.

Cette déclaration était formée contre la décision de l'Autorité des marchés financiers n° 204C0937 du 22 juillet 2004, déclarant recevable le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire déposé par la société Acxiom European Holdings Ltd (Acxiom) visant les actions de la société Consodata, au prix unitaire de 11,23 euros par action.

Le 30 mars 2004 la société de droit anglais Acxiom a acquis l'intégralité de la participation de la société Seat Pagine Gialle dans Consodata, au prix de 0,01 euro par action, détenant alors 98,59 % du capital et des droits de vote.

Le 7 juin 2004 Acxiom déposait un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Consodata non détenues par elle, au prix unitaire de 11,23 euros, en précisant qu'elle déposerait dès la clôture de cette offre, un projet d'offre publique de retrait obligatoire visant les actions demeurées dans le public. À l'issue de cette offre publique d'achat simplifiée dont la recevabilité avait été prononcée le 23 juin 2004, Acxiom détenait, le 13 juillet 2004, 99,38 % du capital et des droits de vote de Consodata.

L'initiateur s'engageait irrévocablement à acquérir au même prix les actions restantes, ainsi que celles susceptibles d'être émises en raison de l'exercice d'options de souscription d'actions et par suite de l'exercice de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise.

Le 22 juillet 2004, l'Autorité a prononcé la recevabilité de cette offre. Par avis du 27 juillet, elle fixait au 28 juillet l'ouverture de l'offre publique de retrait, et sa clôture au 10 août 2004. Par décision du 9 août 2004, à la suite de la déclaration de recours, l'Autorité informait le marché de ce que l'offre était prolongée jusqu'à plus amples informations, la procédure centralisée et la clôture de l'offre de retrait reportées.

L'arrêt du 7 décembre 2004 ayant déclaré ce recours irrecevable, la date de clôture de l'offre a finalement été fixée au 16 décembre 2004⁽⁵⁾ et son résultat donné le 22 décembre 2004⁽⁶⁾.

La cour a rappelé dans son arrêt que :

- l'article 28 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003, selon lequel les parties et l'AMF ont la faculté de se faire assister par un avocat ou représenter par un avoué près la cour d'appel de Paris, ne fait pas obstacle à ce qu'un avocat, ayant reçu mandat à cette fin, forme pour compte de ses mandants un recours devant la cour d'appel de Paris ;
- l'appel, qui tend à faire réformer ou annuler par la cour d'appel un jugement rendu par une juridiction de premier degré, n'est pas ouvert contre les décisions de nature administrative émanant de l'AMF. En effet, ces

¹ Voir supra chapitre III pages 105-106.

² CA Paris, Arrêt du 6 avril 2004, 1^{re} Ch. H, RG n° 2003/19984/Rapport annuel AMF 2003, pages 86 à 88.

³ CA Paris, Arrêt du 6 avril 2004, 1^{re} Ch. H, RG n° 2003/19927/Rapport annuel AMF 2003, pages 89 et 87.

⁴ CA Paris, Arrêts du 7 décembre 2004, 1^{re} Ch. H, RG 2004/13137.

⁵ AMF, Décisions et Informations du 16 décembre 2004, n° 204C1581.

⁶ AMF, Décisions et Informations du 22 décembre 2004, n° 204C1493.

décisions ne peuvent être contestées devant le juge judiciaire que dans le cadre prévu à l'article L. 621-30 du code monétaire et financier, soit devant la cour d'appel de Paris selon la voie de recours spéciale prévue par la loi pour contester certaines décisions de nature administrative prises par l'AMF ;

- au surplus, en vertu de l'article 28 du décret du 21 novembre 2003, la déclaration de recours doit préciser, à peine d'irrecevabilité, l'objet de ce recours.

4 Les aspects comptables

A Le passage aux normes IFRS

Dans la perspective du changement de référentiel comptable, rendu obligatoire à compter du 1^{er} janvier 2005 par le règlement⁽¹⁾ qui s'applique aux comptes consolidés des sociétés européennes cotées sur un marché réglementé, l'essentiel⁽²⁾ des normes IAS et IFRS a été adopté par l'Union européenne.

1 Les obligations réglementaires existantes

Sur la base des seules obligations figurant dans les normes IFRS et des textes réglementaires, jusqu'en 2004 les émetteurs ont communiqué uniquement en normes françaises. En 2005, ils prépareront leurs comptes consolidés selon les normes IFRS mais ne les publieront qu'en 2006. En effet, la norme IAS 34 n'étant pas d'application obligatoire, les émetteurs ne sont pas obligés de publier des comptes semestriels en IFRS. Ce n'est donc qu'en 2006 que l'investisseur découvrira les états financiers annuels complets conformes aux normes IFRS. Or, compte tenu de l'obligation de présenter un exercice comparatif dans le même référentiel comptable, la date réelle de transition aux normes IFRS est le 1^{er} janvier 2004 (premier jour de l'exercice fourni à titre de comparaison).

Jusqu'en 2004, les émetteurs ont communiqué uniquement en normes françaises compte tenu des textes réglementaires. L'introduction des normes IFRS en Europe à compter du 1^{er} janvier 2005 conduit à l'établissement de comptes consolidés 2005, publiés en 2006, suivant ce nouveau référentiel qui n'impose pas obligatoirement la présentation de comptes semestriels⁽³⁾. Ce n'est donc qu'en 2006 que l'investisseur découvrira les états financiers consolidés annuels complets conformes aux normes IFRS. Or, l'obligation de présenter des états financiers consolidés 2004 comparatifs à ceux établis pour 2005 conduit à

une transition effective aux normes IFRS dès le bilan d'ouverture établi au 1^{er} janvier 2004.

Attendre 2006 pour connaître l'impact de la nouvelle réglementation n'aurait pas permis aux marchés de s'acclimater aux changements attendus et présentait un risque de déstabilisation des investisseurs. Les régulateurs européens (CESR) ont donc engagé dès 2002 une réflexion complémentaire sur le calendrier de communication financière adapté à cet exercice complexe et inédit.

Par ailleurs, en France, le règlement général de l'AMF (article 221-5) impose de publier des comptes semestriels complets (états financiers et annexe). Ces obligations s'appliquant à l'exercice 2005, il était nécessaire de préciser les modalités de production des comptes semestriels 2005.

2 La transition aux normes IFRS : les recommandations du CESR et de l'AMF

Le 10 février 2004, l'AMF a fait sienne la recommandation du CESR sur la transition aux normes IFRS⁽⁴⁾. Elle a demandé aux entreprises cotées sur un marché réglementé d'appliquer cette recommandation ou de justifier les raisons qui les conduiraient à ne pas le faire.

Cette recommandation, élaborée par les régulateurs européens de valeurs mobilières, a été publiée le 30 décembre 2003. Le processus recommandé par le CESR se déroule en quatre étapes.

- Première étape

Dès 2003, il avait été demandé aux émetteurs cotés de fournir des informations non quantifiées sur les plans de transition et les différences entre leurs pratiques comptables et celles qu'ils auraient à suivre en 2005.

¹ Règlement CE 1606/2002 du 19 juillet 2002.

² La norme IAS 39 ayant été adoptée avec des exclusions temporaires portant sur :
- l'option juste valeur sur les passifs retirée du règlement au motif qu'elle est contraire à l'article 42 de la quatrième directive qui interdit d'évaluer les passifs à la juste valeur ;

- les parties relatives à la comptabilité de couverture restreignant la prise en compte des dépôts à vue. Entre le 16 juillet 2003 et le 30 novembre 2004, l'ARC (Accounting Regulatory Committee) a adopté toutes les normes IAS 1 à 41 (après

Improvements), l'IFRS 1, les IFRS 3 à 5, ainsi que l'interprétation IFRIC 1. La norme IFRS 2 (share-based payments) a été retenue par l'ARC le 20 décembre 2004 et adoptée le 7 janvier 2005.

³ Le règlement 1606/2002 ne vise pas les comptes semestriels.

⁴ Revue mensuelle de l'AMF, n° 1 de mars 2004.

- Deuxième étape

À l'occasion des rapports annuels pour 2004, les régulateurs ont souhaité que les émetteurs fournissent, dès que possible, une information quantifiée sur l'impact du passage aux IFRS sur leurs comptes 2004.

- Troisième étape

Afin que le marché ne soit pas induit en erreur par la communication de résultats intermédiaires⁽¹⁾ basés sur des normes locales, le CESR a considéré que, pour les comptes intermédiaires 2005, les émetteurs devraient appliquer les méthodes et principes qui seront utilisés lors de l'élaboration de leurs comptes consolidés 2005. Par conséquent, les comptes semestriels, s'ils sont obligatoires, devront être établis sur la base des normes IFRS. Les comptes semestriels 2004 seront retraités en IFRS pour permettre des comparaisons.

- Quatrième étape

Au début de 2006, les comptes consolidés 2005 ainsi que les comptes 2004 comparatifs seront publiés en IFRS. Les comptes 2003 pourront ne pas être retraités en IFRS dans les documents de référence et prospectus. Mais il devra être indiqué très clairement que l'information au titre de 2003 a été présentée sous un autre référentiel comptable.

En pratique, pour les sociétés qui présentent trois années de comptes (en cas d'établissement d'un prospectus ou d'un document de référence) quatre colonnes seront présentées en 2005 (2003 et 2004 en normes françaises, 2004 et 2005 en normes internationales).

Dans une lettre adressée aux émetteurs le 2 juillet 2004⁽²⁾, le Président de l'AMF a insisté sur :

- l'importance des efforts pédagogiques à mettre en œuvre par les émetteurs afin de permettre au plus grand nombre d'utilisateurs de s'approprier le nouveau référentiel. Le but doit être de limiter la période d'incertitude engendrée par ce changement radical de références. En effet, si les explications des émetteurs sont insuffisantes, analystes et investisseurs risquent, par manque de connaissance, d'adopter une attitude de défiance ;
- la nécessité de mettre en place la collecte des données chiffrées au 30 juin 2004, pour fournir des éléments assurant la comparabilité des données au 30 juin 2005 ;

- la possibilité pour les sociétés ayant un exercice décalé (par exemple au 31 mars 2004) de suivre les indications du CESR en décalant dans le temps les différentes phases (par exemple, au 31 mars 2004 : explication du projet IFRS ; au 31 mars 2005 : présentation du tableau de passage chiffré sur les comptes clos à cette date, etc.).

3 Le suivi de la transition aux normes IFRS

Tout au long de l'année 2004, l'Autorité des marchés financiers a communiqué⁽³⁾ sur ses recommandations pour la transition des normes comptables actuelles vers les normes internationales.

En décembre 2004, la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) a produit un guide méthodologique dont l'objectif est de définir les diligences que devront mettre en œuvre les commissaires aux comptes lors de la préparation de la transition et à l'occasion de la communication des informations relatives à l'impact des normes IFRS.

Enfin, les services de l'AMF ont régulièrement été contactés par des sociétés souhaitant discuter des problématiques spécifiques qu'elles rencontraient dans la communication sur leur transition vers le référentiel IFRS. Dans sa revue mensuelle de janvier 2005, l'AMF a publié un article faisant l'état de la réglementation et des pratiques professionnelles en France et proposant une synthèse des prises de position effectuées au cours des derniers mois de 2004. En conclusion de cette communication, l'AMF a rappelé aux sociétés concernées par la mise en œuvre obligatoire des normes IFRS au 1^{er} janvier 2005 qu'elles doivent respecter les grands principes suivants lorsqu'elles communiqueront sur les incidences du changement de référentiel comptable :

- il n'est pas souhaitable de communiquer sur des informations non auditées (ou présentées comme telles). Pour éviter que les éléments chiffrés ne soient ultérieurement corrigés, avant d'être communiqués au public, il est souhaitable qu'ils aient été soumis à la revue et à l'approbation à la fois du comité d'audit et des commissaires aux comptes et que ces contrôles soient portés à la connaissance du public ;
- compte tenu du principe énoncé ci-dessus, l'AMF estime préférable qu'un émetteur diffère sa communication en expliquant les raisons qui le conduisent à cette décision plutôt que de fournir une

¹ Lorsque des résultats intermédiaires sont requis par la réglementation locale ou les pratiques de marché.

² Revue mensuelle de l'AMF, n° 5 de juillet-août 2004.

³ Interventions lors de diverses manifestations, article de presse, document pédagogique sur le site de l'AMF, etc.

information quantitative insuffisamment fiabilisée ou non exhaustive (donc éventuellement biaisée) lors de la présentation de ses comptes 2004. Un émetteur se trouvant dans cette situation dispose d'un délai jusqu'à la date de présentation de ses comptes semestriels pour fournir une information quantitative ;

- la plus grande transparence doit être faite sur les options retenues lors du changement de référentiel. Cette transparence exige que l'ensemble des options retenues soit porté à la connaissance des utilisateurs des états financiers, compte tenu de la portée de ces options dans le temps ;
- enfin, l'AMF insiste sur les efforts de pédagogie qui doivent être mis en œuvre. La complexité de certains aspects des normes IFRS rend ces efforts indispensables. L'AMF estime qu'à défaut, l'information fournie aux utilisateurs risquerait soit d'être trop simplifiée (et donc de ne pas fournir l'ensemble des informations pertinentes), soit d'être compréhensible seulement par un nombre limité d'experts.

B L'évolution de la réglementation comptable française

En 2004, le Conseil national de la comptabilité (CNC) et le Comité de la réglementation comptable (CRC) ont publié de nombreux textes (règlements, avis et communiqués). Les services de l'AMF ont contribué, dans la mesure où ces textes étaient susceptibles de concerner des sociétés faisant appel public à l'épargne, à l'élaboration de ces documents.

1 Les entreprises de tous secteurs

a) Les règlements sur les entités *ad hoc*

En application de l'article L. 133 de la loi 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière (LSF), qui fait suite à la recommandation de la COB et de la Commission bancaire de novembre 2002⁽¹⁾ sur les montages déconsolidants et les sorties d'actifs, le CRC a, par trois règlements distincts⁽²⁾, modifié les alinéas relatifs aux entités *ad hoc* dans les trois règlements⁽³⁾ applicables aux comptes consolidés des entreprises, des banques et des entreprises d'assurance.

Ils modifient les dispositions des règlements susvisés relatives à la composition de l'ensemble à consolider. Ils prévoient que le contrôle exclusif ne s'applique pas uniquement aux entités dont l'entreprise consolidante

est actionnaire ou associée, mais également à celles avec lesquelles aucun lien en capital n'existe. Cette suppression du lien en capital est également étendue aux entités *ad hoc*.

Concernant ces dernières, le règlement précise les critères permettant d'identifier le contrôle de fait, ainsi que l'analyse qui doit être réalisée des mécanismes d'autopilotage. Parmi les trois critères d'analyse du contrôle, le premier, relatif au pouvoir de décision, est jugé prédominant, mais il doit être combiné avec l'un des deux autres critères (respectivement la majorité des avantages économiques et la majorité des risques) afin de confirmer le contrôle de fait. La combinaison des deux derniers critères peut conduire à la consolidation de l'entité *ad hoc*.

Ces dispositions ne s'appliquent pas aux fonds communs de créances, mais des informations spécifiques sur les actifs, passifs et résultats de ces entités doivent être fournies en annexe.

b) Les règlements sur la juste valeur des instruments financiers

Le 23 novembre 2004, le CRC a adopté différents règlements⁽⁴⁾ permettant la transposition en droit français de la directive 2001/65/CE du Parlement européen dite juste valeur. Ces règlements sont applicables à tous les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2004 et en cours au 23 novembre 2004.

Ces différents règlements exigent des informations supplémentaires sur les instruments financiers. Ces informations, à fournir au sein de l'annexe aux comptes, portent selon les cas sur :

- le volume, la valorisation et la nature de ces instruments financiers à la date de clôture ;
- la juste valeur des instruments dérivés ou des titres d'investissement ;
- le montant des moins-values latentes des titres d'investissement.

c) Les autres règlements du CRC

- **Le règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées**

¹ Bulletin mensuel COB, n° 373 de novembre 2002.

² Règlements CRC n° 2004-03, n° 2004-04, n° 2004-05 du 4 mai 2004.

³ Respectivement les règlements CRC n° 99-02, 99-07 et 2000-05.

⁴ Règlements CRC n° 2004-14, n° 2004-15, n° 2004-16, n° 2004-17, n° 2004-18, n° 2004-19 du 23 novembre 2004.

Ce règlement s'applique à la comptabilisation dans les comptes individuels, de toutes les opérations de fusions et opérations assimilées rémunérées par des titres et retracées dans un traité d'apport prévu à l'article L. 236-6 du code de commerce (fusions, fusions simplifiées, apports partiels d'actifs). Il concerne les opérations postérieures au 1^{er} janvier 2005.

Pour l'essentiel, ce nouveau règlement affirme la référence obligatoire au traité d'apport puisque les apports sont inscrits dans les comptes de la société bénéficiaire pour les valeurs figurant dans le traité d'apport, et consacre la méthodologie des valeurs d'apport, à savoir que la possibilité d'utiliser la valeur comptable ou la valeur réelle est fonction de la situation donnée. En effet, les apports sont évalués à la valeur comptable ou à la valeur réelle, selon la situation de contrôle au moment de l'opération (entités sous contrôle commun ou sous contrôle distinct) et éventuellement le sens de l'opération (fusion à l'endroit ou à l'envers). Pour déterminer les situations de contrôle, cette méthodologie s'inspire des comptes consolidés car la notion de contrôle d'une société est définie au paragraphe 1002 du règlement n° 99-02 du CRC relatif aux comptes consolidés des sociétés commerciales et entreprises publiques modifié par le règlement CRC n° 2004-03.

Le traitement comptable du *mali* a été précisé. En effet, le *mali* non représentatif d'une dépréciation des titres est inscrit à l'actif en immobilisation incorporelle. De manière extra-comptable, ce *mali* technique est affecté aux différents actifs apportés pour permettre le suivi de sa valeur dans le temps. Au-delà du *mali* technique, le solde du *mali* qui peut être représentatif d'un complément de dépréciation de la participation détenue dans la société absorbée doit être comptabilisé dans le résultat financier de la société absorbante de l'exercice au cours duquel l'opération est réalisée.

Concernant le cas particulier des opérations de confusion de patrimoine, définies à l'article 1844-5 du code civil, et bien qu'un traité d'apport ne soit pas expressément prévu pour ces opérations, celles-ci doivent respecter le nouveau règlement et, s'agissant d'opérations réalisées entre entreprises sous contrôle commun, les actifs et passifs transmis sont effectués à leur valeur comptable.

- Le règlement CRC n° 2004-06 du 23 novembre 2004 relatif à la définition, la comptabilisation et l'évaluation des actifs

Ce règlement (qui modifie le règlement CRC n° 99-03) précise et modifie un certain nombre de notions relatives aux actifs. Ce faisant, il réduit les sources de divergences entre la réglementation comptable française et les normes IFRS en matière de définition, de comptabilisation et de méthodes d'évaluation des actifs.

Ce règlement est applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005. Une application anticipée à compter du 1^{er} janvier 2004 est autorisée. L'impact de ce règlement doit être traité comme un changement de méthode comptable. Les éléments qui ne répondent plus aux définitions et critères de comptabilisation des actifs doivent être sortis du bilan. Cette règle ne s'applique toutefois pas aux parts de marché reconnues dans les comptes consolidés à l'occasion d'un regroupement d'entreprises, celles-ci devant faire l'objet de dispositions ultérieures.

- Le règlement CRC n° 2004-08 du 23 novembre 2004 relatif à la comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre

Faisant suite à l'avis n° 2004-C du Comité d'urgence du CNC, ce règlement précise les modifications qui sont apportées au plan comptable général afin de permettre la comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre. Il est d'application immédiate.

d) Les avis du Comité d'urgence⁽¹⁾

Les principaux avis émis par le Comité d'urgence du CNC au cours de l'année 2004 sont présentés ci-après.

- Avis n° 2004-A du 21 janvier 2004 sur le traitement comptable des modifications du montant des engagements relatifs aux indemnités de fin de carrière, résultant de l'application de la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites

Le Comité d'urgence a été saisi par l'AMF d'une question sur les incidences de la loi du 21 août 2003 sur la comptabilisation des engagements relatifs aux indemnités de fin de carrière. En effet, cette loi prévoit l'allongement de la durée de cotisation et modifie sensiblement les modalités de départ à la retraite.

⁽¹⁾ Le Comité d'urgence du CNC est chargé de l'interprétation des normes comptables françaises.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

Le Comité considère que pour les sociétés appliquant déjà la recommandation du CNC n° 2003-R.01 (soit totalement, soit partiellement), les modifications résultant de la loi doivent être considérées comme résultant d'un changement de régime d'avantages postérieurs à l'emploi. En conséquence, pour les comptes des exercices clos après le 22 août 2003, les incidences doivent être comptabilisées selon un mode linéaire sur la durée résiduelle moyenne d'activité des salariés bénéficiaires.

Pour les sociétés qui n'appliquaient pas la recommandation du CNC n° 2003-R.01, les conséquences de la loi constituent, selon le Comité, un changement d'estimation. L'écart par rapport à l'estimation antérieure doit être comptabilisé immédiatement en résultat si l'incidence des modifications engendrées par la loi n° 2003-775 ne peut être identifiée.

À la suite de la recommandation du CNC n° 2003-R.01 et en prévision également de l'application à compter du 1^{er} janvier 2005 de la norme IAS19, l'AMF a analysé l'information présentée par les entreprises du CAC40 au titre de l'exercice 2002.

Cette étude a permis de montrer l'étendue des progrès restant à accomplir par les sociétés du CAC40 en matière d'information financière, pour atteindre le niveau d'exigence fixé par la recommandation du CNC. L'AMF a donc rappelé ces exigences et invité les entreprises à donner des informations pertinentes par zones géographiques et à fournir des éléments permettant d'évaluer les prévisions de rendement des actifs de couverture grâce aux rendements réellement observés.

Cette problématique des engagements de retraite et avantages assimilés a été identifiée comme une source potentielle de divergence significative avec les comptes présentés selon le référentiel IFRS.

- Avis n° 2004-C du 23 mars 2004 relatif à la comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre dans les comptes individuels et consolidés

Cet avis traite des quotas d'émission de gaz à effet de serre mis en place dans l'Union européenne par la directive 2003/87/CE. Le Comité a distingué les cas d'utilisation dans le cadre d'une activité industrielle et les cas de négoce. Pour les entreprises industrielles,

le Comité a estimé que les quotas d'émission reçus ou acquis correspondent à la définition d'un actif incorporel. Ils doivent être évalués initialement par référence à des marchés actifs ou à défaut à dire d'expert. Par ailleurs, les émissions de gaz font naître une obligation qui doit se traduire par un passif. À la date de clôture des comptes, une compensation est effectuée entre les quotas figurant à l'actif et ce passif. Le cas échéant, une provision est constatée pour tenir compte d'émissions excédant les quotas disponibles. À l'inverse, un test de dépréciation doit être mis en œuvre pour les quotas excédentaires.

Le Comité a considéré pour les entreprises de négoce que, bien que les quotas ne constituent pas des instruments financiers, il est nécessaire de les comptabiliser parmi les « autres titres conférant un droit de propriété ». Les plus-values et moins-values sont comptabilisées en résultat de l'exercice et une dépréciation est constatée le cas échéant pour faire face à une baisse de valeur.

- Avis n° 2004-D du 13 octobre 2004 relatif aux dispositions particulières concernant la consolidation des fonds communs de créances et des organismes étrangers

À la suite des règlements du CRC n°s 2004-03, 2004-04 et 2004-05, un groupe de travail a été réuni pour définir les situations dans lesquelles la présomption de conservation du pouvoir de décision serait levée pour les opérations de titrisation.

Le Comité a considéré que cette présomption était levée et que le fonds ne devait pas être consolidé lorsque les quatre conditions suivantes sont réunies :

- la société de gestion a la capacité effective de changer de prestataire pour effectuer le recouvrement des créances ;
- la société de gestion ne peut déléguer à la société cédante d'autre rôle que celui lié au recouvrement ;
- hormis certaines exceptions limitées, la société cédante ne peut racheter les créances cédées ;
- la garantie accordée par le cédant au fonds est limitée en montant et ne doit pas être évolutive en fonction de la performance de tout ou partie des créances transférées.

- Avis n° 2004-E du 13 octobre 2004 relatif à la comptabilisation des droits à réduction ou avantages en nature (produits ou services) accordés par les entreprises à leurs clients

Le Comité d'urgence a été saisi par la CNCC du traitement comptable des avantages qui peuvent être accordés à des clients sous forme de droits à réduction ou avantages en nature. Ces avantages visent les réductions accordées au titre des ventes passées et utilisables à l'occasion de ventes futures (chèques cadeaux, chèques réduction, cartes de fidélité, etc.) et les avantages en nature restitués aux clients sous forme de produits (prélevés sur les marchandises de l'entreprise ou acquis à l'extérieur) ou services (rendus par l'entreprise ou par des tiers).

Le Comité a considéré que les transactions conduisant à accorder des réductions monétaires ou des avantages en nature doivent donner lieu, dès la vente initiale, à la comptabilisation d'une provision sur la base du coût de revient de l'avantage accordé. Pour les entreprises qui ne comptabilisaient pas cette obligation, le Comité a estimé que ce nouveau traitement devait être traité comme un changement de méthode comptable. Pour les entreprises qui comptabilisaient déjà ce type d'obligation à un niveau au moins égal à la provision obtenue par le traitement susvisé, le Comité a considéré que le principe de permanence des méthodes devait conduire à maintenir les traitements antérieurs.

- Avis n° 2004-F du 13 octobre 2004 relatif à la comptabilisation du droit individuel à la formation

Cet avis fait suite à la loi n° 2004-391 qui reconnaît aux salariés de droit privé un droit individuel à la formation (DIF) de 20 heures par an. Ce droit est cumulable sur plusieurs années mais plafonné à 120 heures par salarié. Il est mis en œuvre à l'initiative du salarié, cependant, le choix de la formation doit être approuvé par l'employeur. En cas de désaccord persistant durant deux années consécutives, un organisme paritaire agréé assure la prise en charge de l'action de formation.

Dans son analyse, le Comité a distingué deux cas de figure. En cas d'accord entre salarié et employeur, l'obligation est jugée certaine. Cependant, le Comité a considéré que l'on pouvait présupposer qu'une contrepartie future au moins équivalente serait obtenue du salarié. Par ailleurs, le Comité a relevé que les dépenses au titre du DIF sont imputables sur l'obligation légale de l'entreprise de participer

au développement de la formation professionnelle continue. En conséquence, il a estimé que les dépenses engagées dans le cadre du DIF constituent, dans ce cas de figure, des charges de période.

Concernant les cas de désaccord (deux années durant), de licenciement ou de démission, le Comité a considéré qu'une obligation est créée soit par l'accord du Fongecif sur la demande du salarié, soit par la demande du salarié licencié ou démissionnaire à bénéficier du DIF (si cette demande intervient avant la fin du délai congé). Cette obligation doit, selon le Comité, donner lieu à la constatation d'un passif.

2 Les entreprises d'assurance

a) Les règlements du CRC

- Règlement CRC n° 2004-10 du 23 novembre 2004 modifiant le paragraphe 30013 (provision pour risque d'exigibilité) du règlement CRC n° 2000-05 du 7 décembre 2000 du Comité de la réglementation comptable relatif aux règles de consolidation et de combinaison des entreprises régies par le code des assurances et des institutions de prévoyance régies par le code de la sécurité sociale ou par le code rural

Ce règlement supprime la provision pour risque d'exigibilité des comptes consolidés des entreprises d'assurance. Ce changement de méthode est applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2004. La disparition de cette provision doit s'accompagner de la modification corrélative des impôts différés correspondants.

b) Les avis du Comité d'urgence

- Avis n° 2004-G du 16 décembre 2004 relatif au traitement comptable des primes émises par les organismes d'assurance

Par cet avis, le Comité a confirmé que les primes et cotisations encaissées avant la date d'effet d'un contrat d'assurance constituent des acomptes et doivent être comptabilisées au passif du bilan. Le Comité a considéré que la prise d'effet de la garantie constitue le fait générateur de la comptabilisation de ces primes et cotisations en compte de résultat.

En conséquence de cette confirmation d'interprétation, les modifications de comptes résultant de cet avis doivent être traitées comme des corrections d'erreur.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

C La surveillance de la profession de commissaire aux comptes

L'année 2004 a été marquée par la mise en place progressive de la nouvelle architecture institutionnelle en matière de surveillance de la profession de commissaire aux comptes, issue de la loi de sécurité financière.

1 L'évolution de la régulation de l'audit en France

La création du Haut Conseil du commissariat aux comptes (HCCC) par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 s'inscrit dans le mouvement général constaté au plan international après la série de scandales comptables intervenus, visant à mettre un terme à l'autorégulation de la profession d'auditeur. Le nouveau dispositif institue ainsi en France deux niveaux de responsabilité :

- le Haut Conseil est chargé, pour la défense de l'intérêt public, de la surveillance générale de la profession et concourt, par ses avis et décisions, au développement d'un cadre normatif rigoureux et exigeant pour la profession de commissaire aux comptes ;
- la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), organe professionnel, prête son concours au Haut Conseil pour la réalisation effective de certaines tâches.

Après son installation officielle par le Garde des Sceaux en décembre 2003, le Haut Conseil du commissariat aux comptes a démarré ses activités opérationnelles portant sur les trois grandes missions que lui confie la loi : la déontologie et en particulier l'indépendance, le contrôle qualité et la normalisation des diligences.

Les premiers résultats des travaux du Haut Conseil sont analysés ci-dessous au travers des avis et décisions qu'il a rendus publics.

Le Haut Conseil est également investi de compétences disciplinaires en qualité d'organe d'appel des décisions des chambres régionales en matière de discipline et d'inscription.

La Compagnie nationale des commissaires aux comptes fournit en application de cette loi au Haut Conseil les concours et moyens nécessaires à la réalisation de

ses objectifs. En particulier, la Compagnie effectue les contrôles périodiques et occasionnels prévus par l'article L. 821-7 du code de commerce. Elle a également conservé la mission d'élaborer les projets de normes d'exercice professionnel, avant leur homologation par le Garde des Sceaux.

Dans ce nouveau dispositif, l'AMF intervient à deux niveaux :

- son Président est membre de droit du Haut Conseil et participe ainsi à la régulation de l'ensemble de la profession ;
- elle entretient une relation directe avec les commissaires aux comptes des personnes faisant appel public à l'épargne, l'article L. 621-22 du code monétaire et financier définissant les droits et obligations particuliers de ceux-ci en matière d'information de l'AMF tout au long de leur mandat (notamment la nomination et le renouvellement du mandat, les difficultés dans la certification des comptes, la procédure d'alerte, le signalement des irrégularités et inexactitudes)⁽¹⁾.

2 Les avis rendus par le Haut Conseil du commissariat aux comptes

a) En matière de déontologie

- Avis du 1^{er} juillet 2004 relatif au projet de norme relative aux prestations entrant dans les diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes

La loi de sécurité financière a abrogé l'article L. 225-224 du code de commerce qui interdisait dans son 4^o au commissaire aux comptes de recevoir de la société ou de ses dirigeants de salaire ou de rémunération quelconque à raison d'une autre activité que celle de commissaire aux comptes (avec une exception notable relative aux missions particulières de révision effectuées par le commissaire aux comptes pour le compte de la société dans les sociétés comprises dans le périmètre de consolidation ou destinées à y entrer). Désormais, le commissaire aux comptes est autorisé à accomplir toute mission auprès de la société, de sa mère ou de ses filiales, dès lors que cette mission fait partie des diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes, telles que définies par les normes d'exercice professionnel. De ce point de vue, l'avis du Haut Conseil du commissariat aux comptes du 1^{er} juillet

¹ La présentation complète de ces dispositions figure dans le rapport annuel de l'AMF 2003, pages 96 et 97.

2004⁽¹⁾ apporte une précision importante sur la définition des diligences directement liées à la mission : « Le Haut Conseil rappelle que les normes d'exercice professionnel ayant pour objet de déterminer les diligences directement liées à la mission du commissaire aux comptes se distinguent des normes établissant des diligences qui relèvent de la mission même de certification des comptes et qui figurent dans le référentiel normatif actuel de la Compagnie nationale.

Cette distinction implique que ce référentiel comporte à l'avenir des normes correspondant à deux catégories de diligences, celles relevant de la mission légale de commissaire aux comptes et celles qui sont liées directement à cette mission.

C'est pourquoi il reviendra à la Compagnie nationale de compléter ce référentiel ou de le moderniser en introduisant des normes sur les diligences à mettre en œuvre à l'occasion notamment :

- d'opérations d'acquisition ;
- d'opérations de cession ;
- de consultations demandées aux commissaires aux comptes ayant un impact direct sur les comptes ;
- de vérifications à faire dans un contexte de fraude ;
- de l'élaboration du rapport sur le contrôle interne ;
- des interventions du commissaire aux comptes dans l'entreprise en difficulté ;
- des interventions du commissaire aux comptes en matière environnementale.

Le Haut Conseil précise que cette liste n'a en aucun cas un caractère exhaustif.

Le Haut Conseil rappelle aussi que le code de déontologie précisera les missions interdites aux commissaires aux comptes. »

Cet avis donne ainsi une première idée du contenu des diligences directement liées à la mission du commissaire aux comptes, se situant entre les diligences relevant de la mission légale habituelle et les missions interdites.

- Avis du 27 décembre 2004 sur l'avant-projet de code de déontologie élaboré par la CNCC

Le projet de code de déontologie constitue une étape décisive dans la mise en œuvre de la loi de sécurité financière et un élément majeur pour la structuration des relations entre les commissaires aux comptes

et les entreprises, en particulier les groupes faisant appel public à l'épargne. Aussi, l'avis rendu par le Haut Conseil au terme de six mois de travaux intensifs revêt-il une importance particulière. Il souligne l'attention portée par le Haut Conseil à quatre thèmes figurant dans le projet (les principes fondamentaux de comportement, les réseaux, les interdictions et les incompatibilités), puis propose au Garde des Sceaux une version réécrite de celui-ci. Il appartient désormais à la Chancellerie d'arrêter la version définitive du texte qui sera approuvé par décret.

L'AMF a contribué à l'élaboration de cet avis à raison de sa participation aux travaux du Haut Conseil. Elle a également été amenée à se prononcer directement sur le projet de code de déontologie, son avis⁽²⁾ étant requis par l'article L. 822-16 du code de commerce dans la mesure où les dispositions dudit code de déontologie s'appliquent aux commissaires aux comptes intervenant auprès des personnes faisant appel public à l'épargne.

L'analyse comparée des deux avis sur le sujet primordial des prestations autres que l'audit et rendues par les entités membres des réseaux des commissaires aux comptes aux filiales françaises et étrangères des entreprises, notamment cotées, témoigne d'une grande convergence de vue entre les deux institutions : pour l'AMF, la séparation stricte du contrôle légal des comptes et du conseil exercés par un réseau pour le compte du même client devrait s'étendre aux prestations autres que le contrôle légal des comptes, fournies aussi bien à la société tête de groupe qu'à ses filiales françaises et étrangères, et être précisée par le code ainsi que le prévoit la loi. Pour le Haut Conseil, le projet de code « est trop limitatif, en ce sens que ne sont pas pris en compte le groupe dans lequel interviennent ces situations [d'incompatibilité] et le réseau en tant que prestataire de services ». La nouvelle rédaction de l'article 25⁽³⁾ du projet de code, suggérée par le Haut Conseil dans son avis, répond de manière adaptée à ces observations en donnant une liste détaillée de prestations des réseaux qui affectent l'indépendance des commissaires aux comptes. Pour le Haut Conseil, « le régime des incompatibilités ainsi proposé est extrêmement novateur et sans précédent pour la profession. Il s'inscrit toutefois dans le droit fil de la loi de sécurité financière ».

¹ Relatif à un projet de norme relative aux prestations entrant dans les diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes.

² Non publié.

³ Relatif à la fourniture de prestations de services par un membre du réseau à une personne contrôlée ou qui contrôle la personne dont les comptes sont certifiés.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

En ce qui concerne la définition des réseaux, le Haut Conseil « n'est pas d'avis de définir dans un code de déontologie la notion de réseau dont les éléments constitutifs figurent dans la loi ». Pour sa part, l'AMF avait marqué son accord avec l'orientation proposée par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, fondant la définition du réseau sur le concept de « communauté d'intérêt économique significatif et durable ». Il convient de noter à ce sujet que le projet de révision de la 8^e directive européenne de droit des sociétés, relative au contrôle légal des comptes, comporte une définition des réseaux. Ce projet est actuellement en débat devant le Parlement européen. Son adoption attendue au cours de l'année 2005 aura nécessairement une incidence sur la définition des réseaux en France.

b) En matière de contrôle qualité

- Décision n° 1 concernant les orientations, le cadre, les modalités et le suivi de la campagne de contrôle 2003-2004 des commissaires aux comptes

Les orientations de la campagne de contrôle qualité des commissaires aux comptes avaient été définies en mai 2003 par la CNCC et les contrôles ont été effectués à partir de septembre 2003 en application de celles-ci. Par décision du 13 mai 2004, le Haut Conseil a donné son accord à la poursuite et à l'achèvement de la campagne de contrôle 2003-2004. Il a aussi décidé d'assurer le suivi de l'ensemble des contrôles périodiques et occasionnels effectués par la Compagnie au cours de la campagne 2003-2004 et il a, en conséquence, demandé à cette dernière de lui transmettre les résultats de ces contrôles.

Le Haut Conseil n'a pas rendu publics les résultats de ces contrôles.

- Décision n° 2 relative au cadre, aux orientations et aux modalités des contrôles périodiques de la campagne de contrôle 2004-2005 des commissaires aux comptes

Le Haut Conseil a décidé le 10 juin 2004 du cadre, des orientations et des modalités des contrôles périodiques applicables à la campagne 2004-2005. Il a demandé à la CNCC de lui soumettre les conditions selon lesquelles elle envisageait de mettre en œuvre les contrôles en application de cette décision.

Cette décision modifie sensiblement l'organisation du contrôle qualité des commissaires aux comptes, tel qu'il fonctionnait sous le régime juridique antérieur à la loi de sécurité financière :

- les différents niveaux de contrôle (examens régionaux et plurirégionaux, examen national) sont supprimés au profit d'un niveau unique, dénommé « Contrôle National de Qualité ». Le Haut Conseil demande de coordonner et d'homogénéiser au niveau national le contrôle qualité dans son ensemble ;
- le Haut Conseil demande à la Compagnie nationale de combiner le contrôle « horizontal⁽¹⁾ » et le contrôle « vertical⁽²⁾ » et de globaliser les deux approches.

En ce qui concerne plus précisément le contrôle qualité des commissaires aux comptes des personnes faisant appel public à l'épargne :

- le Comité d'examen national d'activité est supprimé. Une Commission qualité « entités d'intérêt public » est mise en place ;
- l'accord-cadre entre la Commission des opérations de bourse et la CNCC⁽³⁾ est déclaré caduc par le Haut Conseil.

L'effet le plus significatif de cette réforme est d'homogénéiser le contrôle qualité de la profession au niveau qui était celui du Comité d'examen national d'activité (CENA) sous le régime antérieur et n'a donc que peu d'incidence sur le contrôle de la qualité des audits des sociétés cotées.

c) En matière de diligences professionnelles

- Avis du 8 juin 2004, rendu au titre des bonnes pratiques professionnelles et relatif aux diligences du commissaire aux comptes en matière de communication financière durant la période de transition précédant l'application obligatoire des normes comptables internationales.

Avis technique de la CNCC portant sur la communication financière durant la période de transition vers les normes IFRS – Diligences du commissaire aux comptes au titre de l'exercice 2003.

Cet avis technique a été élaboré à la suite des recommandations de l'AMF encourageant les sociétés françaises concernées par le passage aux normes IAS/IFRS à l'échéance 2005 à une communication comptable et financière progressive pour les exercices

¹ Les contrôles « horizontaux » sont des contrôles de procédures de cabinet complétés par la vérification de l'application de ces procédures sur certains dossiers. Ces contrôles sont réalisés selon une périodicité prédéfinie.

² Les contrôles « verticaux » sont des contrôles de diligences spécifiques répondant aux orientations décidées par le Haut Conseil.

³ Accord de 1985, renouvelé en 1989, 1994 et en 2000.

clos en 2003, 2004 et 2005. Il est destiné à indiquer aux commissaires aux comptes les diligences qu'il leur appartient de mettre en œuvre, au titre de l'exercice 2003, dans le contexte de cette communication et à préciser l'incidence sur leur rapport des constats faits dans ce cadre. Il décrit le dispositif en quatre étapes, prévues par l'AMF pour la transition vers les normes IFRS, et précise les points suivants pour l'audit des comptes et la vérification du rapport de gestion de l'exercice 2003 :

- le commissaire aux comptes doit prendre connaissance de l'état de préparation de la société au changement de référentiel comptable. Il doit considérer les actions engagées ou prévues, afin d'identifier les difficultés et les risques qui nécessiteraient, le cas échéant, une information appropriée des personnes constituant le gouvernement d'entreprise ;
- il vérifie que les changements comptables opérés dans la perspective du changement de référentiel sont conformes à la réglementation comptable française ;
- il lit les informations narratives relatives à la transition figurant dans le rapport de gestion afin de relever, le cas échéant, les informations qui lui apparaîtraient manifestement incohérentes et il vérifie la sincérité et la concordance avec les comptes des éventuelles informations quantitatives sur les divergences entre les deux référentiels.

Avis rendu par le Haut Conseil du commissariat aux comptes

Bien que sa saisine ait été trop tardive pour que son avis porte spécifiquement sur les éléments devant figurer dans le rapport annuel 2003, le Haut Conseil a confirmé les options prises dans l'avis technique, au moyen d'un certain nombre de commentaires, dont la nécessité pour le commissaire aux comptes de signaler, le cas échéant, dans son rapport sur le rapport du Président relatif aux procédures de contrôle interne, le fait que les procédures mises en place par la société seraient insuffisantes pour permettre un passage aux normes comptables internationales dans des conditions satisfaisantes. Le Haut Conseil a également insisté sur la nécessaire vigilance dont doit faire preuve le commissaire aux comptes durant l'ensemble de la période de transition vers les IFRS.

- **Deux avis du 4 mars 2004**⁽¹⁾, rendus au titre des bonnes pratiques professionnelles concernent :
 - l'obligation faite au commissaire aux comptes d'une

- personne morale dont il est appelé à certifier les comptes, de « justifier de ses appréciations » ;
- le nouveau rapport établi par le commissaire aux comptes sur le rapport émis par le Président du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance relatif aux procédures de contrôle interne.

3 La contribution de l'AMF au contrôle de la profession

L'émergence d'un régulateur de la profession de commissaire aux comptes est un élément extrêmement favorable dans la démarche de consolidation de la confiance des investisseurs.

Toutefois, la loi confie également à l'AMF un rôle spécifique dans la surveillance de la profession, en particulier du fait qu'elle entretient une relation permanente avec les commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne. Celle-ci se concrétise tout autant dans les droits et obligations du commissaire aux comptes au cours de son mandat, rappelés ci-dessus, que lors de l'intervention de ceux-ci dans la vérification des prospectus ou encore dans les enquêtes relatives à l'information financière des émetteurs ou dans les inspections des commissaires aux comptes prévues par l'article L. 821-8 du code de commerce.

En ce qui concerne ses relations avec les commissaires aux comptes, encadrées par l'article L. 621-22 du code monétaire et financier, l'AMF considère, s'appuyant en cela sur les travaux parlementaires de préparation de la loi de sécurité financière, que les commissaires aux comptes sont encouragés par le législateur à l'interroger pour toute question rencontrée dans l'exercice de leur mission et susceptible d'avoir un effet sur l'information financière d'une société cotée⁽²⁾. Une telle démarche positive adoptée par le commissaire aux comptes apparaît de nature à limiter sa responsabilité dans le cadre d'un examen *a posteriori* de ses diligences par l'AMF, lors d'une inspection ou d'une enquête.

En matière de contrôle périodique de la qualité des diligences, il apparaît tout à fait nécessaire d'appliquer la loi de sécurité financière dans sa lettre comme dans son esprit, c'est-à-dire en reconnaissant la contribution significative qu'a eue depuis 1985 la Commission des opérations de bourse au bon fonctionnement de l'examen national d'activité. Le nouvel accord qui doit

¹ Voir rapport annuel AMF 2003 page 98.

² Il en va ainsi, par exemple, des traitements comptables appelant des réserves de leur part.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

être passé avec la CNCC pour organiser le concours légal de l'AMF au contrôle qualité des commissaires aux comptes intervenant auprès de personnes faisant appel public à l'épargne devra tenir compte de cet acquis.

Il convient également de noter que l'évolution de la législation européenne consolide la position du régulateur financier vis-à-vis des auditeurs puisque tant la directive 2003/71/CE concernant les prospectus, que la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence des émetteurs imposent que le régulateur financier puisse exiger des auditeurs qu'ils fournissent des informations et des documents.

Enfin, rappelons que la communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses de la part d'un commissaire aux comptes, par l'intermédiaire de ses rapports, peut engager sa responsabilité au regard des règlements de l'AMF et éventuellement conduire à une décision de sanction ⁽¹⁾.

5 Le rapport de l'AMF sur les agences de notation

L'AMF a publié le 26 janvier 2005 son premier rapport sur les agences de notation financière ⁽²⁾, en application de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, qui a demandé à l'AMF de « publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers » ⁽³⁾.

Animé par trois acteurs (Fitch, Moody's et Standard and Poor's), le marché de la notation financière a connu depuis la fin des années quatre-vingt-dix un développement important, qui est le résultat de la montée en puissance des émissions de titres de dette par les acteurs privés (entreprises non financières et sociétés financières) et des instruments de transfert du risque de crédit (titrisation, dérivés de crédit, etc.). Cette contribution de l'activité de titrisation au développement de la notation financière apparaît d'ailleurs largement dans la structure des revenus des trois agences, lesquels sont de plus en plus dépendants de cette activité.

Pour ce qui concerne les utilisateurs, le recours aux notations d'agence est largement répandu parmi les gestionnaires d'actifs financiers pour le compte de tiers. Plus précisément, une enquête menée auprès de sociétés de gestion montre que les notations sont considérées comme un élément conditionnant largement la définition des stratégies d'investissement en titres de dette des gérants d'OPCVM. De la même manière, une référence aux notations d'agence apparaît souvent au sein de contrats de financement bancaire, à travers l'existence de clauses contingentes. Ces dernières

peuvent stipuler une révision des termes du contrat de prêt (échancier, taux d'intérêt, etc.) en cas d'évolution de la notation du débiteur.

Certaines questions relatives au mode de fonctionnement des agences et aux relations qu'elles entretiennent avec les différents acteurs de la place sont posées dans le rapport :

- le principal risque susceptible d'altérer la qualité de la prestation réside dans le conflit d'intérêts potentiel découlant d'une configuration où ce sont les émetteurs (et non les investisseurs) qui rémunèrent les agences de notation pour leur service d'évaluation du risque de crédit ;
- l'activité de notation conduit les analystes des agences à posséder des informations confidentielles, c'est-à-dire des informations non communiquées au marché par les émetteurs. La gestion de ce type d'informations doit être considérée avec attention du point de vue à la fois de l'information équitable du marché et de la protection des intérêts des entreprises (non-divulgaration d'informations concernant les projets commerciaux, industriels, etc.) ;
- certaines agences offrent des services annexes, notamment des services d'évaluation de projets stratégiques. Ce type de services, qui consistent en l'estimation de l'évolution de la notation en cas de fusion, d'acquisition, etc., peut entrer en conflit avec le service de base d'évaluation du risque de crédit. Enfin, certaines agences pratiquent la notation non sollicitée. Cette pratique pose la question de la qualité de ce type de notation, qui se fonde parfois sur la seule information publique et sans collaboration de l'émetteur.

¹ Voir *infra* chapitre VI, décision de sanction du 18 novembre 2004 à l'encontre de Messieurs Jacques Point, Dominique Donval et Denis Emonard, présentée à la page 196 du présent rapport.

² Revue mensuelle de l'AMF, n° 11 de février 2005.

³ Article L. 544-4 du code monétaire et financier.

Pour l'ensemble de ces sujets, les agences ont mis en place des règles de bonne conduite internes dans le cadre d'un processus d'autorégulation. L'indépendance économique découlant d'une situation d'oligopole constitue par ailleurs un élément de résistance face aux pressions éventuelles que pourraient exercer les différents acteurs (émetteurs, investisseurs, etc.), et de ce fait un facteur de respect de ces règles internes. Toutefois, le rapport souligne le caractère hétérogène de ces règles et conclut que les trois agences devraient s'efforcer à une plus grande harmonisation. L'ensemble de ces éléments serviront à alimenter les débats européens et internationaux ouverts sur la question des agences de notation⁽⁴⁾.

⁴ Voir supra chapitre II pages 46-47.