



« PRIVATE EQUITY » ET NOUVEAUX RISQUES JURIDIQUES

DOMINIQUE NOUVELLET *
ANTOINE LARCENA **

Il eut été possible de se faire l'écho dans cette étude sur « *Private equity* et nouveaux risques juridiques » de certains articles de presse et de présenter une analyse descriptive de ce qu'il est désormais commun d'appeler l'effet de bulle de certains LBO¹ ainsi que de la réaction en chaîne qui pourrait s'en suivre, et d'intituler cet article « chronique d'une chute possible », tant, semble-t-il, une certaine spéculation se serait emparée de ce marché. Nous aurions pu tenter d'expliquer les excès générés par quelques opérations de grands LBO ou par une euphorie générale qui pourrait être à l'origine d'un décrochage entre la valeur réelle des entreprises et leur prix d'achat par les fonds d'investissement, et ainsi entraîner peut être perte de confiance, faillites et probables mises en jeu de la responsabilité des différents acteurs de ces opérations : les fonds d'investissement et les banquiers bailleurs de fonds.

Ce n'est pas l'objet de cette modeste étude, et ce serait suivre un effet de mode alors que le capital investissement est une notion à la fois ancienne et protéiforme, que les dérives de certains sont heureusement loin d'être généralisées et que le développement des opérations de *private equity* correspond à une tendance de fond qui accompagne la période d'incertitude dans laquelle le monde économique est désormais entré comme à certaines périodes de son histoire.

* Président et co-fondateur du Groupe Siparex.

** Directeur Juridique du Groupe Siparex.



Ancienne, puisque dès le IV^{ème} siècle avant J.-C., les « prêts à la grande aventure » financent les commerçants de Corinthe en vue de leurs campagnes maritimes, pratique généralisée notamment à la Renaissance dans les places financières de Gênes, de Florence, de Lyon, de Nantes et des cités hanséatiques, pour ne citer que quelques exemples. Sait-on d'ailleurs que bien avant que le *venture capital* soit recréé aux États-Unis, ce sont des « prêts à la grande aventure » consentis par les banquiers lyonnais qui ont financé la découverte de New York par Jean de Verrazane, lui-même natif de cette ville même s'il était originaire de Florence ?

Protéiforme, en raison de la complexité et du nombre de ses mécanismes, le capital investissement devra ici être entendu au sens large, comme regroupant l'ensemble des opérations de capital investissement, c'est-à-dire le capital-risque amorçage (ou *seed-capital*), le capital-risque création, le capital-risque de développement et le capital-risque transmission (y compris l'activité dite de LBO).

Même s'ils ne sont pas tous de la même ampleur à chaque stade de financement d'une entreprise, ces modes d'investissement comportent tous le même type de risque : la perte par l'investisseur financier de la totalité de son investissement en capital. Ce risque, essence même du capitalisme, est d'ailleurs accepté par les bailleurs de fonds propres. C'est aussi la raison pour laquelle les professionnels de cette activité ont coutume de dire qu'ils sont d'accord pour prendre des risques financiers, mais qu'ils n'acceptent pas de prendre des risques juridiques excessifs. Si le droit était une science exacte, ce souhait serait facile à exaucer.

Le capital investissement peut s'analyser comme une série d'opérations matérialisées par des contrats d'investissement (souscription ou achat de valeurs mobilières, signature de pacte d'actionnaire, de garantie de passif...) reliant, d'une part les fondateurs/dirigeants/actionnaires d'une entreprise en quête de fonds propres pour développer une technologie ou une production de biens ou de services, et d'autre part, un ou plusieurs investisseurs financiers. La richesse, la complexité et l'infinité de combinaisons techniquement possibles, et légalement de moins en moins limitées, répondant aux différents stades de financement d'une entreprise fournissent une dynamique intellectuelle passionnante mais qui peut avoir des conséquences juridiques redoutables pour les acteurs de ce métier, d'autant plus que les juges habitués aux opérations de crédit comprennent souvent difficilement les opérations de capital investissement.

Sous l'angle strictement juridique, l'activité de capital investissement (ou capital-risque) se définit comme la prise de participations, minoritaires ou majoritaires, en fonds propres dans des sociétés non cotées en vue de réaliser, à terme, une plus-value, accompagnée d'une collaboration



plus ou moins active entre l'investisseur et l'équipe dirigeante ; ces participations nécessitant l'instauration de protections conventionnelles le plus souvent demandées par les investisseurs.

L'activité de capital investissement (que l'on appelle désormais, le « *private equity* ») présente donc pour ses acteurs (ainsi que pour les bailleurs de fonds qui souscrivent aux fonds qu'ils gèrent) un risque financier de perte de l'investissement réalisé au sein d'une participation.

Elle peut présenter également un certain nombre de risques juridiques, dont les conséquences financières ne sont pas immédiatement quantifiables, à l'occasion, par exemple, de la survenance d'une action en comblement de passif ou de mise en jeu d'une responsabilité pour faute en qualité de mandataire social, de droit ou de fait.

C'est notamment pourquoi l'activité d'une société de capital-risque (SCR) ou d'un fonds commun de placement à risques (« FCPR ») s'inscrit dans un cadre réglementaire spécifique et contraignant. La nature de cette activité a ainsi conduit le législateur à prévoir certains ratios de divisions des risques. Par exemple, une SCR ne peut juridiquement employer en titres émis par une même société plus de 25 % de sa situation nette comptable. Sur un plan fiscal, les participations dites éligibles ne doivent pas conférer directement à la SCR (ou à l'un de ses actionnaires direct ou indirect) la détention de plus de 40 % des droits de vote dans une même société. Les FCPR sont soumis à des dispositions analogues.

Compte tenu de la judiciarisation croissante de la vie des affaires et de l'activité du capital investissement en particulier, les acteurs du *private equity* sont directement exposés à un risque de contentieux en défense. Ils peuvent être amenés également à faire valoir leurs droits en demande.

Comme nous allons le décrire, les risques encourus par les acteurs du *private equity* (les gestionnaires) sont multiples. Ils sont exposés principalement à deux grands types de risques : les risques pris à l'égard de leurs clients (souscripteurs de fonds ou actionnaires des sociétés gérées) et ceux encourus dans le cadre de la prise de participation et le suivi des sociétés dans lesquelles les véhicules gérés ont investi.

*« PRIVATE EQUITY » ET NOUVEAUX RISQUES :
LES RISQUES ENCOURUS PAR LE GESTIONNAIRE
ET LES CAUSES DE MISE EN JEU DE SA RESPONSABILITÉ*

Il convient de rappeler, à titre liminaire, que les acteurs du *private equity*, qu'ils s'agissent de gestionnaires de sociétés d'investissement (type SCR) ou de FCPR, sont soumis à des règles légales et déontologiques strictes. Certaines d'entre elles, applicables principalement aux

sociétés de gestion, sont inspirées par le principe de « la primauté exclusive de l'intérêt des investisseurs² » posées voilà bientôt dix ans, tant par la Loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 que par les règlements de la Commission des opérations de Bourse (devenue « Autorité des marchés financiers » ou « AMF ») (notamment l'ancien Règlement COB n° 96-06, article 2).

Ainsi, pour assurer le respect de ces principes et protéger leurs actionnaires ou porteurs de parts contre des prises de risque excessives, les acteurs du capital investissement se fixent des normes prudentielles d'investissement fondées essentiellement sur la « division des risques » et le principe élémentaire de précaution.

En vertu de l'article L. 214-28 du Code monétaire et financier, une société de gestion est responsable - le cas échéant solidairement avec le dépositaire du fonds - envers les tiers ou envers les porteurs de parts d'un fonds, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux fonds gérés, soit de la violation du règlement desdits fonds, soit encore de ses propres fautes. Un raisonnement analogue, bien sûr, peut être suivi en matière de SCR, puisque le dirigeant, personne morale ou physique, est responsable envers les actionnaires de la SCR, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés de capital-risque (respect des ratios fiscaux, par exemple), soit de la violation des statuts de la SCR gérée, soit de sa propre faute.

Par ailleurs, en application de l'article L. 231-6 alinéa 2 du Code monétaire et financier : « Le tribunal saisi de l'action en responsabilité prévue à l'article L. 214-28 peut prononcer à la demande de tout porteur de parts la révocation des dirigeants de la société de gestion ou de ceux du dépositaire ».

Dès lors, toute société de gestion craint légitimement de voir sa responsabilité engagée par ses clients, les porteurs de parts d'un fonds, s'il était démontré qu'elle a manqué à ses obligations légales et/ou réglementaires et/ou contractuelles et que de tels manquements ont causé un préjudice aux porteurs de parts.

La nécessaire distinction entre l'obligation de moyens et l'obligation de résultat

La souscription des parts émises par un fonds commun de placement est, par nature, une opération comportant un risque. Sauf engagement exprès contraire, le gérant du fonds n'est pas tenu de garantir les plus-values ou résultats du fonds qui restent soumis à de nombreux aléas, compte tenu notamment de la conjoncture économique.

La société de gestion est donc seulement tenue d'une *obligation de moyens* quant au succès de l'investissement réalisé, la simple existence

d'une moins-value ne pouvant, en soi, par exemple, caractériser l'existence d'une faute de gestion. En effet : « La perte de tout ou partie de l'actif confié à un gestionnaire, n'est pas, en soi, un motif suffisant pour intenter une action judiciaire à caractère civil ou pénal, il faut, en effet, apporter la preuve que le gestionnaire a commis une faute constitutive d'un manquement à ses obligations contractuelles sur le plan civil et/ou qu'il a commis un délit sur le plan pénal »³.

En revanche, la société de gestion est tenue d'une *obligation de résultat* s'agissant du bon fonctionnement du fonds au regard des dispositions législatives, réglementaires et contractuelles.

Ainsi, par cinq arrêts désormais célèbres du 24 septembre 2002 (rendus dans l'affaire dite des « fonds turbo »), la Cour de cassation a considéré que les gérants et dépositaires de fonds communs de placement étaient « tenus d'une obligation de résultat quant à la délivrance d'un certificat de crédit d'impôt conforme à sa destination, c'est-à-dire propre à permettre aux souscripteurs de bénéficier des dispositions fiscales relatives aux parts de fonds communs de placement ».

La faute doit être prouvée lorsque l'obligation est qualifiée de « moyens », mais elle est présumée dans le cas d'une obligation de « résultat », le débiteur de l'obligation devant alors démontrer l'absence de faute pour s'exonérer de sa responsabilité. Ainsi, la seule baisse, même importante, de la valeur liquidative d'un fonds ne saurait, en l'absence d'obligation de résultat quant aux performances du fonds, caractériser l'existence d'une faute présumée de la société de gestion susceptible d'engager sa responsabilité. Si une telle baisse résultait d'une faute caractérisant une violation des dispositions légales, réglementaires ou encore contractuelles, il en irait autrement.

Les manquements susceptibles d'être invoqués par les clients

La liste est longue des obligations mises à la charge des professionnels du *private equity* ; ainsi, les manquements aux obligations suivantes peuvent, notamment, être invoqués par des porteurs de parts à l'appui d'une action en responsabilité :

- obligation d'information et de conseil lors de la souscription des parts ;
- obligation d'information postérieurement à la souscription des parts ;
- obligation de diligence.

L'étendue de ces obligations varie selon la nature de la *clientèle* visée. Il convient à cet égard de rappeler qu'une loi du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière a appliqué au capital investissement la distinction existant entre les OPCVM⁴ bénéficiant d'une procédure allégée et ceux qui n'en bénéficient pas. Ainsi, deux types de FCPR coexistent :



- les FCPR dits « allégés » : ils sont destinés à certains « investisseurs qualifiés » définis par la réglementation et ne font pas l'objet d'un agrément mais d'une simple déclaration auprès de l'AMF ;
- les FCPR dits « agréés » : ils sont destinés au grand public à qui ils ne peuvent être offerts sans avoir obtenu un agrément préalable de l'AMF (les fonds communs de placement dans l'innovation, FCPI, ou les fonds d'investissement de proximité, FIP, font, par exemple, partie de cette catégorie et peuvent être commercialisés auprès d'un grand nombre de souscripteurs).

Obligation d'information et de conseil lors de la souscription

Il convient de rappeler que le Règlement général de l'AMF vient de nouveau de préciser les obligations à la charge du prestataire en vue d'améliorer la qualité de l'information des investisseurs. Les sociétés de gestion sont donc tenues par un devoir de conseil de leurs clients, matérialisé par l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier et les articles 322-63 et 322-64 du Règlement général de l'AMF. Ces textes précisent que le prestataire qui fournit un service de gestion pour le compte de tiers doit s'enquérir des objectifs de son mandant, de son expérience en matière d'investissement et de sa situation financière. Le Règlement général de l'AMF précise également, dans son article 321-46, que le prestataire doit évaluer les compétences professionnelles de son client s'agissant de la maîtrise des opérations envisagées et des risques que ces opérations peuvent comporter.

En matière de gestion individuelle de portefeuille, la jurisprudence a rappelé que si la banque gestionnaire est tenue à une obligation de conseil à l'égard de ses clients, l'étendue de ses devoirs doit être examinée au regard, à la fois, des connaissances que le client possède en la matière et de la mission contractuelle du banquier gestionnaire. La Cour de cassation a ainsi jugé, par exemple, dans un arrêt du 18 février 2004 que la responsabilité d'une société de gestion ne pouvait être recherchée dès lors qu'il apparaissait que l'investisseur est un opérateur expérimenté habitué.

Dans un arrêt du 18 mai 1993, la Cour de cassation a, par ailleurs, considéré que l'obligation d'information et de conseil du banquier devait s'apprécier au regard de la complexité des opérations envisagées et des connaissances personnelles du client : « (...) quelles que soient les relations contractuelles entre un client et une banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il en a connaissance ».

En matière de fonds commun de placement, la société de gestion est susceptible d'engager sa responsabilité pour manquement à son

obligation d'information et de conseil si elle ne fournit pas une information complète aux investisseurs non professionnels lors de la souscription des parts. La Cour d'appel de Paris a ainsi jugé, par exemple, dans un arrêt du 26 mars 1999, que dès lors que l'établissement financier n'agissait pas sur les marchés à terme, le client était suffisamment informé par l'avertissement figurant dans le bulletin de souscription initial : « (...) suivant lequel les investissements étaient effectués dans des valeurs mobilières soumises aux aléas de la conjoncture boursière, aucune garantie ne pouvant être donnée sur les plus-values à attendre, ne pouvait être considéré comme une simple clause de style ».

De même, la Cour de cassation a jugé, dans un arrêt du 18 février 2004, que des investisseurs ne pouvaient se méprendre sur la nature de l'investissement qu'ils réalisaient en parts de sociétés civiles immobilières dès lors qu'ils avaient reçu, lors de leur souscription, des notes de présentation des placements proposés « énonçant avec clarté leurs caractéristiques essentielles à savoir la responsabilité indéfinie des associés dans la proportion de leur souscription au capital social, l'absence de garantie de reprise des parts (...), la nature variable et aléatoire des revenus attendus malgré une rentabilité prévisionnelle ».

Obligation d'information postérieure à la souscription

La société de gestion doit fournir une information complète, claire et détaillée aux porteurs de parts du fonds qu'elle gère. Cette obligation d'information concerne notamment la transmission d'informations annuelles (certification des comptes par un Commissaire aux comptes, mise à disposition de la clientèle des comptes annuels, communication de la valeur liquidative des parts...) ou occasionnelles.

L'existence d'une faute serait alors caractérisée par la simple violation, par la société de gestion, de ses obligations d'information légales et/ou réglementaires et/ou contractuelles, qui constituent, comme nous l'avons vu, des obligations de résultat.

Pour faire prospérer leur action sur le plan civil, les porteurs de parts doivent toutefois démontrer, outre l'existence d'une faute, l'existence et l'étendue de leur préjudice, ainsi que l'existence d'un lien direct entre le préjudice allégué et la faute.

Obligation de diligence

L'obligation de diligence d'un prestataire de services d'investissement implique que celui-ci exerce son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, *au mieux des intérêts des porteurs* et de l'intégrité du marché (article L. 533-4-2° du Code monétaire et financier).

*L'insuffisance des moyens et compétences de la société de gestion*

La société de gestion doit, en permanence, disposer de moyens adaptés à l'exercice de ses activités. Cette obligation implique notamment : (a) la présence de collaborateurs compétents ; (b) l'existence de moyens techniques suffisants ; et (c) une organisation interne adéquate permettant de justifier en détail l'origine, la transmission et l'exécution des ordres, et notamment l'individualisation des opérations effectuées.

Ainsi, dans une décision en date du 25 janvier 2001, le Conseil de discipline de la gestion financière a sanctionné une société de gestion au motif notamment que « des opérations sur les marchés dérivés, qui n'avaient d'autre objet que d'améliorer les mauvaises performances des fonds gérés, ont été conduites (...) sans que [la société de gestion] dispose d'un système d'information lui permettant de prendre la mesure, en temps réel, du niveau précis des risques encourus, en méconnaissance des prescriptions de l'article 23 du règlement 96-03 de la Commission des opérations de Bourse⁵ ; »

De mauvais résultats de gestion pourraient ainsi être imputés à la société de gestion si celle-ci ne dispose pas des moyens techniques ni de la compétence nécessaire pour mener à bien sa mission et si les mauvais résultats étaient la conséquence directe de telles insuffisances. Dans une récente décision du 16 mars 2004, l'AMF a d'ailleurs sanctionné une société de gestion de portefeuille et son gérant notamment aux motifs que :

- la société de gestion n'était pas dotée de dirigeants effectifs et expérimentés ;
- la société de gestion avait omis à deux reprises d'informer la COB d'un changement de gérant de portefeuille ;
- l'emploi à temps partiel des quelques gérants salariés de la société de gestion ne pouvait suffire à faire face à l'ampleur des portefeuilles individuels et des OPCVM dont elle avait déclaré à la COB avoir la responsabilité de la gestion, et la permanence de la gestion effectuée par elle pouvait difficilement être assurée dans des conditions normales.

Dans cette affaire, l'AMF a également pris le soin d'indiquer que l'absence d'un contrôle interne effectif constituait un manquement aux règles de bonne conduite, et ce en dépit du contrôle externe opéré par le dépositaire et le commissaire aux comptes.

La primauté de l'intérêt des clients (porteurs de parts ou actionnaires)

Les sociétés de gestion, qui ont pour activité principale la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, sont soumises à une procédure d'agrément de l'AMF. Ainsi les prestataires fournissant une activité de gestion, y compris donc les sociétés de gestion active dans le secteur du *private equity*, obéissent aux mêmes règles, qu'il s'agisse de l'adéquation



de leurs moyens, de leur organisation et de leurs procédures. Ces règles sont détaillées dans le Règlement général de l'AMF.

Ces règles s'articulent autour des principes d'honnêteté, de loyauté, de diligence, d'obligation de moyens, d'information du client, de prévention des conflits d'intérêts et de respect des règles de marchés. Elles rappellent ainsi le principe de la primauté de l'intérêt du client, d'indépendance au regard du choix des investissements et des intermédiaires et de l'exercice des droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM. Dans le cadre de l'activité de gestion pour le compte de tiers, le respect de ces principes suppose que la société de gestion organise :

- l'autonomie de sa gestion ;
- un contrôle interne efficient ;
- une séparation stricte des fonctions susceptibles d'engendrer des conflits d'intérêts ;
- la mission de la personne en charge de la déontologie de ses collaborateurs ;
- les relations avec le mandant ou le porteur de parts ou d'actions d'OPCVM caractérisées par une bonne connaissance de ces derniers et de leurs attentes, et par la délivrance de toute l'information utile.

La notion de primauté de l'intérêt des porteurs n'a pas été strictement définie par l'AMF⁶. À notre sens, les conflits d'intérêts sont ceux notamment susceptibles de caractériser une contradiction avec la primauté de l'intérêt du client.

La notion de conflit d'intérêts est précisée par le règlement de déontologie des OPCVM de l'Association française de la gestion financière (AFG). Selon ce règlement, un conflit d'intérêts résulterait de la prise en compte par la société de gestion de l'intérêt d'un tiers, au détriment de l'intérêt des porteurs de parts. Il précise, par ailleurs, qu'un conflit d'intérêts pourrait résulter notamment d'une absence de séparation des métiers et des fonctions au sein d'établissements ou de groupes exerçant plusieurs activités. D'autres situations de conflit d'intérêts sont visées aux termes du règlement de déontologie précité et du code de déontologie des sociétés bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement (AFG-AFIC). À cet égard, la perception d'une rémunération par un gestionnaire ne saurait être contestée dès lors que les modalités de rémunération retenues n'induisent aucune situation de conflits d'intérêts et que cette rémunération correspond à des prestations effectuées et non fautive.

La jurisprudence semble confirmer cette analyse. En effet, dans le cadre de l'affaire dite des « *fonds turbo* »⁷, la Cour de cassation s'est prononcée sur une demande de remboursement des commissions de gestion versées aux gestionnaires alors que ces derniers avaient manqué



à leur obligation de résultat de délivrer des certificats de crédit d'impôt exempts de vice et emportant valeur libératoire.

Après avoir rappelé que « l'existence de la cause des obligations que comporte un contrat synallagmatique doit s'apprécier au moment de la formation de celui-ci », les juges ont estimé : « qu'en l'espèce, la cause du paiement des commissions était, au moment où se sont formés les contrats, l'achat ou la vente de parts de fonds communs de placement, dont la gestion devait permettre l'obtention des crédits d'impôt, et ce quels que fussent les redressements intervenus par la suite ». Contrairement à ce que soutenaient les demandeurs dans cette affaire, l'absence de rentabilité de l'opération ne justifiait pas, à elle seule, le remboursement des commissions de gestion dès lors que les achats et ventes de parts de fonds communs de placement avaient été effectués par les gestionnaires conformément aux stipulations contractuelles.

*« PRIVATE EQUITY » ET NOUVEAUX RISQUES :
LA RESPONSABILITÉ DU CAPITAL INVESTISSEUR
EN TANT QU'INVESTISSEUR EN FONDS PROPRES*

10

*La responsabilité du capital investisseur en tant que dirigeant
de droit ou de fait de ses participations*

Une société de gestion (ou une société de capital-risque dont l'objet, rappelons-le, est de concourir au renforcement des fonds propres de sociétés non cotées afin d'en faciliter la création, le développement, la reprise ou la transmission) peut voir sa responsabilité engagée au titre de son statut de dirigeant de droit, ou de fait, des sociétés de son portefeuille.

Les modalités d'implication des recours au capital investissement sont variées. Tout d'abord, les financiers se doivent de fournir à leurs clients des informations obligatoires : les positions d'actionnaire et surtout d'administrateur le plus souvent, leur permettent aisément d'obtenir des informations auprès des sociétés de leur portefeuille.

Ainsi les modalités d'implication dans la gestion des participations sont-elles diverses : elles vont de l'exercice d'un mandat d'administrateur (qui est dirigeant de droit) à l'exercice de droits particuliers au titre d'un pacte d'actionnaire (droit de préférence, droit de retrait, droit à l'information, le cas échéant droit de veto...).

Les rapports entre la société de gestion et les dirigeants des participations sont souvent complexes : il s'agit d'un équilibre difficile entre des intérêts parfois divergents, tels que la perspective d'investissement à moyen terme (généralement 3 à 5 ans pour l'investisseur financier)

et la perspective long terme et patrimoniale d'un groupe d'actionnaires familial dans le cadre d'une opération minoritaire de capital développement.

Nous l'avons déjà dit, une opération de capital investissement est une opération à haut risque, puisque l'investisseur financier peut être amené à perdre tout ou partie de sa mise de départ en cas de déconfiture de la société dans laquelle il prend une participation. Cependant, en plus de ce risque, les sociétés de gestion (ou les SCR) prennent un autre risque majeur qui, lui, n'est pas toujours quantifiable : la mise en cause de leur responsabilité par les sociétés dans lesquelles elles ont investi, par les actionnaires de ces sociétés, leurs dirigeants, des tiers (comme leurs créanciers) ou encore par les organes de la procédure collective en cas d'ouverture d'une procédure judiciaire.

Il n'est pas possible ici de rentrer dans le détail de la technique contractuelle propre au *private equity*. Cet exercice est d'autant plus long et délicat qu'il existe plusieurs types de conventions en fonction de l'activité (les contrats seront différents, par exemple, s'il s'agit d'une opération de LBO ou de capital développement ou encore d'une opération de capital-risque). Très schématiquement, cependant, les souhaits majeurs que l'investisseur en capital souhaite voir réglés dans la documentation mise en place au moment de la réalisation de son investissement peuvent être résumés ainsi :

- disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour pouvoir préserver ses droits ;
- disposer d'une position de contrôle privilégiée sur l'information et sur certaines décisions ;
- valoriser au mieux sa position d'actionnaire ;
- pouvoir détenir des moyens de contrôle du mode et de la date du processus de sortie ;
- échapper à tout risque d'implication dans une procédure collective.

Aussi, afin de réaliser ses objectifs, l'investisseur voudra, par exemple, aménager les statuts de la société ou mettre en place un pacte d'actionnaire. Afin d'éviter les contestations des autres associés ou d'associés non signataires du pacte d'actionnaire, les statuts de la société pourront prévoir tels ou tels avantages. Ces avantages peuvent prendre la forme d'émission d'actions de préférence (actions disposant, en l'espèce, d'avantages particuliers pouvant porter sur la répartition des bénéfices, mais également sur la répartition des pouvoirs de gestion et de contrôle au sein de la société).

À cet égard, les risques encourus peuvent être importants d'autant plus que les tribunaux n'ont, hélas, pas toujours la conscience ou la compréhension de tous les mécanismes propres à cette activité ou des conditions de l'intervention des financiers.

Les dirigeants de droit

Il s'agit dans les sociétés anonymes des administrateurs, des directeurs généraux, ou par exemple, dans les sociétés anonymes à structure dite « duale », des membres du Directoire. Il convient de rappeler à cet égard que les représentants permanents des personnes morales membres d'un conseil d'administration ou de surveillance encourent la même responsabilité que celle des personnes morales qu'ils représentent.

Dans les sociétés par actions simplifiées, il s'agit du Président ou des personnes dont la qualité de dirigeant est celle définie dans les statuts.

La responsabilité des dirigeants est fondée sur les dispositions de l'article L. 225-251 du Code de commerce qui dispose : « les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion. Si plusieurs administrateurs ou plusieurs administrateurs et le directeur général ont coopéré aux mêmes faits, le tribunal détermine la part contributive de chacun dans la réparation du dommage ». Le texte est également applicable aux sociétés à directoire et conseil de surveillance et aux sociétés par actions simplifiées.

Les fautes susceptibles d'être reprochées sont principalement de trois ordres :

- la violation des dispositions législatives ou réglementaires ;
- la violation des statuts ;
- les fautes de gestion.

Sur le dernier point, la notion de faute ne fait pas l'objet de définition légale, mais de nombreuses décisions de jurisprudence. Cette définition pourrait être la suivante : « la responsabilité d'un dirigeant implique toujours la commission personnelle par lui d'une faute lors d'un acte de gestion ne relevant que de la collectivité des associés, étant observé que si celui-ci est tenu d'une obligation générale de compétence, de diligence et d'action dans l'intérêt de la société, il ne contracte sur ce point qu'une obligation de moyens, sans que le mauvais état des affaires sociales ne permette de présumer sa faute de gestion, dont la charge de la preuve incombe à la partie qui s'en prévaut ».

À noter que si les associés peuvent engager une action à l'encontre des dirigeants, ce ne peut être qu'au titre d'un préjudice personnel distinct qu'ils pourraient subir, étant rappelé que, jusqu'à présent, pour la jurisprudence, la diminution de la valeur de leurs actions n'est pas un préjudice distinct du préjudice subi par la société elle-même. À cet égard, il convient de rappeler que l'article 31 du Nouveau Code de procédure civile précise que « l'action est ouverte à tous ceux qui ont un intérêt légitime au succès ou au rejet d'une prétention (...) ».



La jurisprudence a souvent eu l'occasion de confirmer ce principe. Ainsi, la Cour d'appel de Paris dans un arrêt du 20 octobre 1998 a jugé que : « si le patrimoine des actionnaires se compose pour partie des parts sociales dont chacun est propriétaire, il n'en demeure pas moins que ces titres représentent le capital de la société, personne morale distincte des personnes physiques qui la composent. Si la faute d'un tiers porte atteinte au capital social (...), le préjudice direct est subi par la personne morale, qui peut seule en poursuivre l'indemnisation ; les actionnaires, qui n'en subissent qu'un préjudice indirect, ne peuvent exercer une action qui ne leur appartient pas ».

C'est également le sens de la jurisprudence de la Cour de cassation qui a rappelé, dans un arrêt du 1^{er} avril 1997, que le préjudice subi par un actionnaire du fait de la perte de valeur de ses actions dans la société n'a pas de caractère personnel puisqu'il n'est que le corollaire du dommage causé à la société elle-même et que l'action en justice engagée par l'actionnaire n'est donc pas recevable.

Il s'agit là d'une position heureusement bien établie : l'action en indemnisation des actionnaires au titre de la dépréciation de la valorisation de leur société est irrecevable.

Un arrêt récent de la Cour d'appel de Paris, rendu le 21 janvier 2003, est d'ailleurs venu rappeler qu'était « irrecevable, en application des dispositions de l'article 31 du Nouveau Code de procédure civile, l'action individuelle exercée, fut-ce à l'encontre de tiers, par les actionnaires ou anciens actionnaires d'une société commerciale, dès lors que le préjudice dont ils demandent réparation ne leur est pas personnel mais n'est que le corollaire de celui qui aurait été subi par la société elle-même ».

Par ailleurs, l'action à l'encontre d'un dirigeant peut correspondre au manquement à son devoir d'information ou encore à son devoir de loyauté.

En principe, enfin, l'action en responsabilité du tiers s'exercera contre la société, la responsabilité personnelle d'un dirigeant pouvant cependant être mise en cause lorsque la faute est détachable de ses fonctions de direction.

Les dirigeants de fait

Le dirigeant de fait est celui qui exerce une activité de gestion et effectue en conséquence de manière habituelle et répétée des opérations relevant en réalité de la compétence des dirigeants de droit, par exemple : un actionnaire intervenant dans la gestion quotidienne de l'entreprise, une société qui se réserve, dans une autre société, la prise de décisions d'embauche ou de licenciement, la définition de la politique générale des prix, la négociation des contrats ou encore la politique commerciale.



À l'inverse, il n'y a pas nécessairement direction de fait lorsqu'un associé exerce un contrôle en vertu de la loi ou des statuts ou encore, par exemple, de sa seule détention de la quasi-totalité du capital.

Les dirigeants de fait peuvent donc être poursuivis comme les dirigeants de droit. Il en est ainsi en matière de droit des sociétés comme en droit des procédures collectives.

C'est en matière de procédure collective que le risque de l'investisseur peut être particulièrement important. Ici les risques de responsabilité sont principalement de trois ordres : les actions en comblement de passif, les mesures de redressement ou de liquidation judiciaire et les sanctions personnelles.

*Le régime du comblement de passif mérite ici d'être souligné*⁸. Il s'agit d'une action qui appartient aux organes de la procédure collective.

L'article L. 624-3 du Code de commerce en donne la définition suivante : « lorsque le redressement judiciaire ou la liquidation judiciaire d'une personne morale fait apparaître une insuffisance d'actif, le tribunal peut, en cas de faute de gestion ayant contribué à cette insuffisance d'actif, décider que les dettes de la personne morale seront supportées, en tout ou partie, avec ou sans solidarité, par tous les dirigeants de droit ou de fait, rémunérés ou non, ou par certains d'entre eux ».

L'action se prescrit par trois ans à compter du jugement qui arrête le plan de redressement ou à défaut, du jugement qui prononce la liquidation judiciaire.

En matière d'action en comblement de passif, la faute de gestion elle-même n'est pas définie par les textes. Il s'agit d'une question de fait laissée à l'appréciation souveraine des juges du fond. Il peut s'agir d'actes positifs ou de simple négligence, voire même d'abstention. La jurisprudence a ainsi pu relever les fautes suivantes :

- l'absence de déclaration de cessation des paiements dans le délai légal ;
- la poursuite d'une activité déficitaire ;
- l'erreur d'analyse financière. Ainsi, la Cour de cassation, par un arrêt du 23 novembre 1999, a retenu la faute au titre de la création d'une société avec des fonds propres insuffisants, aucune mesure n'ayant ensuite été prise pour y remédier. Cet exemple illustre les risques potentiels attachés aux investissements réalisés en matière de LBO ou dans le *venture capital*, par exemple, où la pertinence des montages ou du *business plan* pourrait être critiquée par les juges.

La faute de gestion relève de l'appréciation souveraine du juge et peut être appréhendée de façon très large, puisque les dirigeants, même s'ils sont financiers, sont tenus à une obligation de compréhension, par exemple, et ce, y compris dans le secteur du capital-risque technologique où la dimension technique peut être importante et particulièrement complexe. Ceci doit conduire les investisseurs à appuyer leurs décisions



financières par des avis techniques émis par des experts indépendants du management, à la fois pour conforter les hypothèses retenues dans les plans de financement et pour faciliter leur défense si, ultérieurement, ils sont mis en cause.

Enfin, une extrême attention doit toujours être portée à la trésorerie de l'entreprise, le conseil d'administration étant tenu de prévoir, en termes de besoins de financement, l'impact de ses décisions sur l'évolution de la trésorerie. C'est un reproche qui pourrait être adressé aux investisseurs financiers, administrateurs personnes morales de la société.

À cet égard, un arrêt intéressant de la Cour d'appel de Versailles du 29 avril 2004 mérite d'être cité car il développe une notion importante et dangereuse pour les acteurs du *private equity* : la notion de direction de fait par personne interposée. Une banque a ainsi été condamnée au comblement du passif d'une entreprise, et considérée comme dirigeant de fait de cette entreprise, par l'interposition de deux de ses cadres qui étaient administrateurs et donc dirigeants de droit de cette société.

Une action en comblement de passif ayant été intentée en application des dispositions de l'article L. 624-3 du Code de commerce, la Cour d'appel a considéré que les deux collaborateurs de la banque qui avaient été désignés en qualité d'administrateurs, dans le cadre de l'exercice de leur contrat de travail, sous le contrôle et les directives et pour le compte de leur employeur, étaient en réalité dépendants de cet employeur. Elle en a déduit que cet employeur était donc dirigeant de fait de cette société, et en cette qualité, l'a condamné à combler le passif, en raison des fautes commises dans l'administration, le contrôle et la surveillance de la société. La Cour d'appel a également condamné les deux dirigeants de droit, à combler solidairement avec la banque l'insuffisance d'actif pour des montants significatifs.

Le véritable administrateur de la société serait donc la banque, ses collaborateurs n'étant que les prête-noms de celle-ci. Quant à la condamnation des deux salariés de la banque, il convient de rappeler qu'un dirigeant de droit ne peut pas se décharger de sa responsabilité en invoquant son obéissance aux injonctions du dirigeant de fait ou sa qualité de prête-nom.

Enfin, la passivité de l'administrateur est également blâmable aux yeux des juges. Un arrêt rendu par la Cour de cassation le 20 janvier 2000 illustre l'un des cas de condamnation d'un acteur de capital investissement, dans lequel un actionnaire financier minoritaire était détenteur de trois sièges sur quatre au conseil d'administration. Dans cette affaire, les juges ont relevé que la « société (...) ne s'est pas comportée en administrateur diligent et sa carence a empêché que ne soient prises en temps utile les mesures destinées à éviter l'aggravation du passif de la société, dont la situation était gravement obérée quelques



jours après son immatriculation ». La faute évoquée consistait, en l'occurrence, en l'absence de présence à une réunion d'un conseil d'administration important et en l'absence de contrôle pendant dix mois (aucune demande de renseignement sur la marche des affaires n'ayant été effectuée). L'investisseur financier a ainsi été condamné à combler une partie du passif (375 millions de francs en première instance, puis £ 200 millions de francs en appel) alors même que l'investisseur n'était pas directement responsable de la situation dont a été victime la société dans laquelle il avait investi, l'origine des difficultés reposant « sur un détournement (...), commis dans les jours suivant la constitution, par ses dirigeants et avait tardé à réagir en demandant la nomination d'un administrateur provisoire et en refusant d'approuver les comptes. »

L'étendue même de la contribution au passif social relève également de l'appréciation du juge du fond qui détermine le montant de l'indemnisation et sa répartition (« le tribunal (...) peut décider que les dettes de la personne morale seront supportées en tout ou partie, avec ou sans solidarité (...)»). À cet égard, l'article L. 642 du Code de commerce, en utilisant les termes « *ayant contribué* », facilite la constatation par le juge d'un lien de causalité entre la faute et l'insuffisance d'actif (la survenance d'un fait dommageable dans la réalisation du dommage est suffisante pour être considérée comme une cause).

Les décisions rendues par la Chambre commerciale de la Cour de cassation dans la désormais célèbre affaire NASA⁹ le 3 janvier 1995 illustrent cette situation : Chaterhouse (ainsi que son représentant permanent) qui détenait 5 % du capital et un poste sur sept au conseil d'administration, ont été solidairement condamnés à combler le déficit de la société à hauteur de 400 millions de francs. Parmi les fautes retenues par cette série d'arrêts qui a fait trembler la profession du *private equity*, il convient de citer notamment : (x) la succession de fautes de gestion imputables aux dirigeants de NASA qui avait conduit à la création puis à la prolongation d'une exploitation déficitaire, ces fautes ayant contribué en grande partie à produire l'insuffisance d'actif et (y) le défaut de surveillance de l'action des dirigeants, tous les administrateurs ayant contribué pendant la dernière année de l'exploitation à masquer aux tiers l'état désespéré de la société et ayant tous coopéré aux actions ou omissions fautives en relation avec la formation du passif. Dès lors, le dirigeant d'une personne morale peut être condamné à supporter la totalité des dettes sociales, même si sa faute n'est à l'origine que d'une partie d'entre elles.

Les autres sources de responsabilité

La qualité de simple actionnaire (à l'exception de la responsabilité attachée à la détention de parts ou d'actions émises par les sociétés à

responsabilité limitée ou par actions : c'est-à-dire le risque de perte du montant de son apport), ne soumet pas en principe à un régime particulier de responsabilité. Seul le régime de responsabilité de droit commun, délictuelle ou contractuelle, est alors applicable. Il en va de même par exemple pour les censeurs, ou autres organes de type contractuels pour lequel il n'existe pas de risque spécifique *a priori*.

L'investisseur qui n'est pas dirigeant (sous réserve de ce qui a été dit ci-dessus pour la responsabilité du dirigeant de fait), est donc dans une situation nettement moins exposée que l'investisseur titulaire d'un mandat social.

Cependant, il convient de noter que la responsabilité de l'investisseur peut être retenue sur le fondement des dispositions de droit commun, c'est-à-dire sur le terrain de la responsabilité civile délictuelle (article 1382 du Code civil) ou encore contractuelle (article 1134 du Code civil) dès lors que peuvent être démontrées les existences *cumulatives* : d'une faute, d'un préjudice et d'un lien de causalité entre les deux.

Ce peut être le cas lors d'un abus de majorité (ou de minorité) si la décision est contraire à l'intérêt social et prise dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité ou, selon le cas, de la minorité.

L'investisseur peut également, le cas échéant, voir sa responsabilité mise en cause à l'occasion de l'exercice, ou du non exercice, d'un droit contractuel ou statutaire.

Deux exemples peuvent caractériser cette responsabilité :

- la mise en place d'un droit de veto sur des décisions importantes prises par l'entreprise et son exercice abusif ;
- le soutien abusif : le soutien financier accordé par un investisseur à une participation dont la situation est irrémédiablement compromise, peut aggraver le passif de cette société. Le comportement est d'autant plus fautif s'il connaissait la situation de la société. L'auteur du soutien peut, le cas échéant, être appelé à prendre en charge l'accroissement de passif que le soutien abusif aurait pu permettre de créer.

Développée à l'encontre des banques dispensatrices de crédit, cette notion jurisprudentielle de soutien abusif construite sur l'article 1382 du Code civil pourrait être invoquée pour toute opération consécutive d'un prêt (y compris, le cas échéant, en cas de souscription d'obligations ou de mise en place de compte courant) et plus généralement à toute opération de nature à tromper les tiers sur les capacités financières réelles de la société.

*De nouveaux types de litiges :
l'émergence d'un concept de « deep pocket » ?*

Nous l'avons vu, les risques pris par l'investisseur en capital sont protéiformes, et encore tous n'ont pas été évoqués dans cette brève étude.



L'imagination des plaideurs, en cette matière, est féconde, comme l'atteste, par exemple, l'émergence d'actions en responsabilité fondées sur le prétendu « *devoir d'actionnaire* ». Ce devoir serait la conséquence d'une certaine équité : puisque l'investisseur financier a financé une entreprise qui a, par ailleurs, contracté des dettes, pourquoi ne devrait-il pas également (et intégralement !) les supporter ?

Les plaideurs oublient le plus souvent que les acteurs de ce métier n'ont pas tous les poches aussi profondes, l'argent investi par les fonds qu'ils gèrent étant celui de leurs clients, les souscripteurs, et non le leur.

Heureusement, ce devoir d'actionnaire qu'invoquent de temps à autre certains demandeurs, n'existe pas en droit français dans les sociétés de capitaux. Au contraire, l'article 1836 alinéa 2 du Code civil (auquel l'article L. 225-96 du Code de commerce fait écho pour les sociétés anonymes) est très clair : « en aucun cas, les engagements d'un associé ne peuvent être augmentés sans le consentement de celui-ci ». Selon une jurisprudence ancienne et constante, ces dispositions reconnaissent à l'actionnaire, qu'il soit financier ou non, un droit absolu de ne pas augmenter ses engagements financiers, même si la survie de la société est en cause. Ainsi, non seulement ce devoir d'actionnaire n'est pas prévu par la loi, mais il a été, en outre, exclu par la jurisprudence concernant l'article 1836 du Code civil.

Cette notion de « *devoir d'actionnaire* », en revanche, a pu être utilisée par la doctrine à propos de l'application de la loi bancaire prévoyant que les actionnaires d'un établissement bancaire peuvent être « *invités* » par la Banque de France à fournir à la société en difficulté financière, si sa situation le justifie, « *le soutien qui lui est nécessaire* » sans d'ailleurs que cette disposition soit juridiquement contraignante.

Outre le risque de mise en cause de la responsabilité des gestionnaires décrit plus avant dans la première partie, les investisseurs en capital peuvent voir leur responsabilité contractuelle également mise en jeu par les sociétés dans lesquelles les fonds gérés sont investis lors du défaut d'exécution d'une obligation contractuelle ou du refus de participer à des refinancements d'entreprises dans le cadre de nouveaux tours de table, par exemple. Il en va de même en cas de non respect des dispositions d'un pacte d'actionnaire.

Enfin, une dernière série de risques n'a pu être abordée, les risques liés à la sortie, comme la rupture abusive de pourparlers, ou encore le fait de consentir des garanties d'actif ou de passif lors de la cession d'une participation : mais ce risque n'est pas propre au métier du *private equity*, et intéresse tous les acteurs des opérations de fusions acquisitions d'une manière générale.



Affirmer qu'il faut améliorer la gouvernance des entreprises est désormais une banalité. La préoccupation que peuvent avoir les administrateurs ou les membres d'un conseil de surveillance face aux risques de toute nature liés à l'exercice de leur mandat devient grande. Même si peu d'administrateurs font l'objet de poursuites civiles ou pénales, le rappel à l'ordre, lorsqu'il est sonné, est souvent très ferme.

Un conseil d'administration n'est plus le lieu où sont entérinées les décisions qui auraient été déjà prises par le président-directeur général. Juridiquement, c'est bien le lieu de décision et d'élaboration de la stratégie, des nominations, de la rémunération et de la révocation des dirigeants, du contrôle de la mise en œuvre des décisions, du contrôle de l'information financière transmise aux actionnaires et au marché, du suivi des risques...

Une des premières conséquences est donc la nécessité d'établir les missions, les rôles et le mode de fonctionnement des instances composant le gouvernement de l'entreprise : d'une part le conseil d'administration et ses comités s'il y en a, d'autre part la direction générale.

Faute de passer par cette étape, la situation restera peu transparente ou imprécise et ne sera d'ailleurs pas acceptée longtemps par les titulaires de ces mandats, les actionnaires ou encore les investisseurs institutionnels.

La deuxième étape, la plus importante, est celle de la mise en œuvre. Il faudra que les comportements et les habitudes changent. Les administrateurs doivent étudier leur dossier au préalable, demander et parfois exiger des informations complémentaires et exprimer, en la justifiant, leur opinion. De leur côté, les dirigeants devront transmettre toutes les informations permettant la prise des décisions stratégiques par le conseil et fournir toutes données pertinentes. Ce point se heurte évidemment aux habitudes acquises dans les PME, objet fréquent des opérations de *private equity*, dont les dirigeants peuvent, à tort, se croire encore investis de pouvoirs de « droit divin »...

Les manuels de bonne conduite (en vigueur, notamment, dans les sociétés de gestion) et les guides de l'administrateur rappellent ces éléments aux titulaires de ces mandats.

Les nouvelles réglementations, les bonnes pratiques, les études comparatives, la création d'association spécialisées ont fait ainsi émerger un nouveau marché de la gouvernance : l'évaluation des conseils d'administration, le recrutement d'administrateurs indépendants, la formation des administrateurs, la création d'indices fondés sur la *corporate governance*...

Dès son origine, la doctrine, puis les règles de la *corporate governance* aux États-Unis visaient un objectif bien précis, et propre à la nature



même de la répartition de l'actionnariat : compte tenu de la concentration du pouvoir aux mains du management des sociétés, et d'un actionnariat souvent très dispersé, la *corporate governance* avait pour principal objectif de répartir plus équitablement le pouvoir au profit des actionnaires.

En Europe, la *corporate governance* poursuit le même objectif d'équilibre. Même s'il s'agit d'un débat plutôt récent en France, il a une quinzaine d'années environ, il convient de rappeler, même si ce souci du partage des rôles de représentation, de contrôle et de gestion revient au goût du jour, que l'article 90 du décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales (qui n'a pas été modifié depuis), par exemple, disposait déjà que le conseil d'administration pouvait décider de la création de comités chargés d'étudier des questions que lui-même ou son président lui soumettraient pour avis.

La *corporate governance* joue désormais un rôle majeur dans les opérations de capital investissement. L'investisseur, initialement soucieux de l'unique objet de son opération, c'est-à-dire la rentabilisation des fonds qu'il a la charge de gérer, va donc participer à la direction des entreprises, notamment pour optimiser cette rentabilité.

L'investisseur financier risque donc d'être pris, en quelque sorte, entre deux intérêts distincts qui ne sont d'ailleurs pas nécessairement convergents : l'intérêt, qui est réputé exclusif de tout autre, de ses clients qui lui confient des sommes à gérer, et l'intérêt social des participations dans lesquelles ces sommes ont été investies.

Il est à craindre que des juges, mal informés sur le métier d'investisseur en capital, parfois suspicieux, surtout dans notre pays, à l'égard des « capitalistes », saisis par le truchement d'avocats cherchant à faire prospérer les actions de leurs clients même si elles ne sont pas toujours défendables, que ce soit en droit ou en équité, soient amenés à privilégier le second intérêt sur le premier.

Mais ce serait, en attendant les ultimes mais souvent très tardives décisions de la Cour de cassation, ruiner la confiance des épargnants à l'égard du *private equity* et les éloigner, surtout les investisseurs étrangers qui sont les plus riches, d'une activité indispensable pour le renforcement des fonds propres des sociétés non cotées de notre pays et le maintien et la création d'emplois. La globalisation de l'économie et la montée des risques qui l'accompagne impliquent en effet, comme dans toutes les grandes périodes de fracture économique (Renaissance, Révolution industrielle) le développement des opérations d'investissement en capital, et donc des capitaux à risques, à côté des financements réalisés trop exclusivement par emprunt. Il paraît indispensable qu'en ce moment où la judiciarisation progresse, les pouvoirs publics, les autorités de contrôle et les juges aient pleinement conscience de cet enjeu majeur.

NOTES

1. *Leveraged buy out* : un LBO est le rachat des actions d'une entreprise financé très largement par de l'endettement. Concrètement, une société *holding* est constituée, et s'endette pour racheter la société cible. La *holding* paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de la société rachetée.
2. Cf. *infra*.
3. Dictionnaire permanent épargne et produits financiers, gestion de portefeuille pour compte de tiers, § 125 et suivants.
4. C'est-à-dire les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, principalement en droit français les SICAV ou les fonds communs de placement.
5. L'article 23 du Règlement 96-03 disposait en son alinéa 1^{er} que le prestataire doit assurer aux porteurs de parts toute l'information nécessaire sur la gestion du portefeuille, cf. *supra*.
6. Dès septembre 1989, dans son Bulletin mensuel, la COB faisait état du bilan d'application des propositions d'un groupe de travail présidé par M. Gilles Brac de La Perrière. Il était déjà clairement mentionné que les objectifs fondamentaux de la déontologie sont l'intégrité du marché et la primauté des intérêts du client. Il était, alors, indiqué également que la déontologie constitue un ensemble de principes et de recommandations dont la mise en œuvre incombe aux intermédiaires financiers et à leurs organisations professionnelles et de marché, à qui il appartient d'édicter des règles d'application, d'assurer leur contrôle et d'en sanctionner les manquements.
7. Cf. *supra*.
8. Cet article a été écrit avant l'entrée en application de la Loi n° 2005-845 de sauvegarde des entreprises. Il ne tient pas compte des nouvelles solutions instaurées par cette loi.
9. Cass. com., 3 janv. 1995, nos 91-18.044, 91-18.417, 91-18.660 et 91-18.109, Bull. Joly 1995, p. 432.

