

l'investisseur au titre d'opérations non couvertes ne saurait être limité à une simple perte de chance mais s'étend au contraire à l'aggravation du solde débiteur des comptes.

L'espèce n'était guère originale. Un investisseur avait ouvert plusieurs comptes auprès d'un prestataire de services d'investissements, sur lesquels il avait effectué de nombreuses opérations à terme, ayant entraîné de substantielles moins-values en raison d'une conjoncture défavorable. Le prestataire ayant consenti un concours à l'investisseur pour apurer ses pertes, ce dernier forma alors une demande en réparation du préjudice résultant de la méconnaissance de son obligation de couverture, sur le fondement de l'article 1147 du Code civil<sup>2</sup>.

Dans un premier temps, le principe de la responsabilité du prestataire fut reconnu dans un premier arrêt de cassation<sup>3</sup>, ayant censuré la cour d'appel qui avait conclu à une bonne exécution de l'obligation de couverture alors qu'il ressortait du tableau de reconstitution de la couverture que l'investisseur avait effectivement procédé à des achats non couverts. Sur une telle base, la cour d'appel de renvoi avait procédé à l'évaluation du préjudice, qu'elle avait limité à une perte de chance de ne pas s'exposer au risque de perte financière. La somme allouée était faible, compte tenu de l'absence de toute demande de couverture de ses positions par l'investisseur, ainsi que d'opérations bénéficiaires réalisées avant la liquidation de chaque position.

Ce raisonnement se trouve censuré au visa de l'article 1147 au motif que le prestataire « devait répondre de l'aggravation du solde débiteur des comptes [...], causée par sa faute ». La chambre commerciale réitère ainsi une

solution que l'on peut dire désormais constante et sur laquelle s'appuyait le pourvoi : le préjudice ne saurait être limité à une simple perte de chance mais s'étend bien, en cas de défaut d'appel de couverture, à la perte en capital subie<sup>4</sup>.

Cette solution apparaît protectrice et cohérente avec la finalité assignée à l'obligation de couverture étendue, depuis le célèbre arrêt *Société Coral*<sup>5</sup>, à la protection de l'intérêt propre du donneur d'ordre, non plus qu'à celui du prestataire et afin de pourvoir à la sécurité des marchés. Devenue instrument de protection de l'intérêt privé de l'investisseur contre les risques de perte<sup>6</sup>, l'obligation de couverture se trouvait « contractualisée » et devenait ainsi le rempart permettant d'éponger *a priori* les pertes encourues par effet de la décision d'investissement. Ainsi transformée en préalable à la prise de risque par l'investisseur, la volonté de protection de la Cour de cassation se répercute sur l'assiette du préjudice indemnisable par suite de l'inexécution de l'obligation de couverture. Ce n'est pas une simple perte de chance qui est engendrée mais bien l'intégralité de la perte subie. L'acceptation extensive de la causalité qui rejaillit sur la qualification du préjudice est ainsi au service de l'effectivité de la protection fournie par les appels de couverture contre les pertes subies. ■

2. Dont la substance figurera à compter du 1<sup>er</sup> octobre prochain dans un nouvel article 1231-1.

3. Com. 13 sept. 2011, n° 10-19.008, inédit.

4. Com. 22 mai 2012, préc.

5. Com. 26 févr. 2008, n° 07-10.761, Bull. civ. IV n° 42; RTD Com. 2008, p. 371, obs. M. Storck; Dr. sociétés 2008, n° 161, note T. Bonneau; RD banc. fin. 2008, n° 91, obs. A.-C. Muller.

6. Une protection encore renforcée par l'obligation de liquidation d'office des positions du client en cas de couverture insuffisante, et en dépit du défaut de régularisation de sa position par l'investisseur : Com. 26 juin 2012, n° 11-11.450, Bull. civ. IV n° 133; RD banc. fin. 2012, comm. 199.

## Nouvel acte de transposition de la directive Transparence révisée : Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 portant transposition de la directive 2013/50/UE.

**Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 portant transposition de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.**

Commentaire de Jérôme Chacornac

Une nouvelle étape de transposition de la révision de la directive Transparence est intervenue avec l'Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015, dans le prolongement des premières modifications direc-

tement apportées par l'article 9, II, de la loi DDADUE n° 2014-1662 du 30 décembre 2014<sup>1</sup>. Le I de la même disposition renvoyait en effet à l'ordonnance pour prendre les mesures nécessaires à la transposition de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE.

Sur le fondement de cette habilitation, l'ordonnance du 3 décembre 2015 a donc opéré quatre séries de modification, dont les deux dernières sont les plus importantes. La première a consisté à introduire dans la loi une définition de la notion d'émetteur, ainsi que son extension aux personnes physiques et entités dépourvues de la personnalité morale. La seule définition donnée de la notion d'émetteur ne figurait jusqu'ici que dans l'article 223-1 A du Règlement

1. V. M. Michineau, « Transposition de la directive transparence révisée », *Lettre CREDA-Sociétés* n° 2015-38, 21 déc. 2015.

général de l'AMF. L'article L. 451-1-1 du Code monétaire et financier dispose ainsi désormais de manière compréhensive qu'« un émetteur est une personne ou une entité dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou dont les titres financiers, admis ou non aux négociations, sont représentés par des certificats admis aux négociations sur un marché réglementé ». La deuxième modification concerne la transposition du nouvel article 6 de la directive Transparence, venu remplacer l'obligation faite aux émetteurs de réaliser des déclarations intermédiaires tous les trimestres. Cette nouvelle disposition, intitulée « Rapport sur les sommes versées aux gouvernements », avait déjà été transposée dans un nouvel article L. 225-102-3 du Code de commerce par l'article 12 de la loi du 30 décembre 2014. Elle détermine les seuils et les activités extractives fondant l'obligation qui pèse sur les sociétés concernées de rendre public un rapport sur les paiements effectués au profit des autorités de chacun des États ou territoires dans lesquels elles exercent leurs activités. Cette disposition est enrichie par l'ordonnance d'un nouveau VII, précisant les délais de publication d'un tel rapport pour les émetteurs visés aux I et II de l'article L. 451-1-2.

Les incidences les plus importantes en droit positif proviennent cependant des deux dernières séries de modifications réalisées. Ce sont d'abord les règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils qui connaissent diverses modifications dont toutes ne résultent d'ailleurs pas du texte de la directive.

Ainsi la directive explique la retouche apportée au cas d'assimilation visé à l'article 4° bis de l'article L. 233-9, I. Depuis la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012, le texte disposait, en réaction aux abus engendrés par le recours aux dérivés sur actions à dénouement monétaire que devaient être assimilées les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession des dites actions. Conformément au nouvel article 13 § 1, b) de la directive, le texte vise désormais les actions émises sur lesquelles porte un accord ou un instrument financier ayant un effet similaire à la possession des dites actions, « que cet accord ou instrument donne droit à un règlement physique ou en espèces ». Il est résulté de cette nouvelle définition du cas d'assimilation une modification de la rédaction de l'article 223-11, II du Règlement général de l'AMF, par arrêté du 3 décembre 2015 et l'ajout d'un III d'une liste indicative d'instruments concernés, avec leurs modalités de comptabilisation. N'a pas été modifié, en revanche, le système de double déclaration, en « virtuel » et en « dur », résultant de l'article 223-11-1, qui avait anticipé sur le système d'agrégation résultant de l'article 13 bis de la directive.

Au-delà, une modification incidente mais essentielle, étrangère à la transposition de la directive, a été effectuée. L'article L. 233-7 précise désormais que la déclaration concerne désormais toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder, « directement ou indirectement », un nombre d'actions la portant au-delà de l'un des seuils

visés. Le caractère direct ou indirect de la possession n'était pas exprimé dans la rédaction antérieure. Sans doute était-ce en raison du fait que les situations d'influence indirecte sur l'exercice des droits de vote étaient appréhendées par les cas d'assimilation énumérés par l'article L. 233-9, à la condition toutefois que la personne tenue ait elle-même possédé au moins un titre de l'émetteur concerné, ainsi qu'en avait jugé la cour d'appel de Paris dans l'affaire Eisenberg<sup>2</sup>, à l'encontre de ce qu'avait décidé la Commission des sanctions<sup>3</sup>. En réaction, le législateur vient ainsi conforter la position prise par la Commission des sanctions, pour assurer l'imputabilité des défauts de déclaration aux personnes qui exercent un contrôle sur celles qui acquièrent une participation. À cet égard, le législateur a pris le soin de réécrire l'article L. 233-3 du Code de commerce. L'idée étant de pouvoir remonter jusqu'au véritable décideur et bénéficiaire de l'acquisition des titres, les auteurs de l'ordonnance ont également modifié la rédaction de l'article L. 233-3 du C. com., berceau de la principale définition du contrôle : son I n'indique plus simplement « une société » mais se réfère désormais à « toute personne physique ou morale »<sup>4</sup>. Le texte suffit-il pourtant à appréhender la situation du dirigeant de fait ou du « bénéficiaire économique » qui ne détiendrait lui-même aucune action ? Si certains doutent ont déjà été émis, au motif que la sanction prévue à l'article L. 233-14 du Code de commerce, en visant la privation des droits de vote, s'adresse nécessairement à un actionnaire<sup>5</sup>, il le semble pourtant car le défaut de déclaration de franchissement de seuil appelle d'autres sanctions, qui ont justement été aggravées par l'ordonnance.

Tel constitue précisément la dernière série de modification, résultant de la transposition de l'option ouverte par l'article 28, ter, c) de la directive. Tandis qu'un nouveau I de l'article L. 621-14 confère à l'AMF le pouvoir de rendre publique une déclaration précisant l'identité de la personne physique ou morale qui aurait manqué aux obligations prévues aux articles L. 233-7 et L. 233-8, II du Code de commerce<sup>6</sup>, un nouvel article L. 621-15, III bis dispose désormais que les mêmes comportements sont passibles d'une sanction pécuniaire ne pouvant dépasser 100 millions d'euros ou 5 % du chiffre d'affaires annuel total déterminé sur les bases des comptes annuels du dernier exercice approuvé par l'organe de direction. En définitive, l'appréhension

2. CA Paris, Pôle 5, ch. 5-7, 24 juin 2014, n° 2013/06665 : S. Torck, « Quand la cour d'appel de Paris réécrit de son côté l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. sociétés* oct. 2014, comm. 149.

3. AMF, Comm. Sanct., 28 janv. 2013, SAN-02-2013, sur laquelle, S. Torck, « Quand la Commission des sanctions de l'AMF réécrit l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. sociétés* mai 2013, comm. 86.

4. La critique déjà formulée par un auteur contre le nouveau texte de n'avoir pas réécrit l'article L. 233-4 et d'avoir maintenu des définitions cadres ne se référant qu'aux relations entre les sociétés paraît ainsi peu fondée : F. Martin-Laprade, « Ordonnance de transposition de la directive Transparence : peut-on être tenu de déclarer un franchissement de seuil sans être actionnaire ? », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 2, p. 52.

5. *Idem*.

6. Cette dernière disposition impose la publication mensuelle par les émetteurs du nombre total des droits de vote et actions composant son capital en cas de variation.

des mécanismes d'influence indirecte semble correctement assurée par la lettre du texte comme par les sanctions applicables. Les problèmes d'application résideront donc dans la détermination de situations de contrôles de fait<sup>7</sup>.

7. V. AMF, Comm. Sanct., 1er Sect., 19 déc. 2014, *Sociétés Financière du Vignoble et Vermots Finance, et al.*, SAN-23-2014, sur laquelle S. Torck, « La présomption d'action de concert des époux communs en biens », *Dr. sociétés*, févr. 2015, comm. 31.

Au-delà de ces modifications, resteront alors à transposer d'ultimes règles figurant dans la directive 2013/50/UE relatives au format unique des rapports financiers annuels (art. 4 § 7) et au mécanisme d'archivage européen (art. 22), dont l'entrée en vigueur a été repoussée respectivement à 2020 et 2018<sup>8</sup>. ■

8. M. Michineau, *Lettre CREDA-Sociétés...*, préc.

## ■ RÉGLEMENTATION

De la directive au Règlement : le prospectus comme première pierre à la construction de l'Union des marchés de capitaux

### Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation Bruxelles, le 30 novembre 2015 (COM(2015) 583 final 2015/0268(COD))

Commentaire de Jérôme Chacornac

Les orientations données par le Livre vert – Construire l'union des marchés de capitaux<sup>1</sup> ont déjà trouvé une première concrétisation dans une « Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation »<sup>2</sup>. Visée comme première priorité d'action immédiate dans le Livre vert<sup>3</sup>, la réforme du dispositif applicable au prospectus participe de l'objectif général annoncé au terme de l'introduction du Plan d'action élaboré par la Commission<sup>4</sup> : « l'union des marchés de capitaux renforcera le lien entre épargne et croissance. Pour les épargnants et les investisseurs, elle se traduira par davantage d'opportunités et de meilleurs rendements. Elle offrira aux entreprises un plus large choix de sources de financement aux différents stades de leur développement » (p. 4). Inciter à l'investissement et développer le financement au sein du marché intérieur passeraient donc par de nouvelles retouches aux règles applicables au prospectus et, spécifiquement, par un changement de support. De la directive, on passe au règlement. En effet, si, quant à la forme, le prospectus faisait déjà l'objet d'un règlement permettant son élaboration de manière standardisée<sup>5</sup>, quant au fond, c'est bien toujours la directive qui en détermine

le contenu<sup>6</sup>. Le degré d'harmonisation déjà atteint au fil des textes qui se sont succédé depuis plus de trente ans en la matière<sup>7</sup> ne fait cependant pas du recours au règlement une véritable révolution normative.

En effet, sur le fond, l'examen de la proposition s'inscrit dans une tendance déjà amorcée par la précédente révision de la directive Prospectus, intervenue en 2010<sup>8</sup> : réduire la charge administrative pour les émetteurs et améliorer la pertinence de l'information, objectifs auxquels s'ajoute celui de permettre une convergence accrue entre les prospectus de l'UE et d'autres règles de l'UE en matière de publication d'information (*Prop.*, *exposé des motifs*, p. 3).

En reprenant ces orientations, il apparaît que, au titre de l'allègement des charges pour les émetteurs, la proposition précise les conditions d'élaboration d'un prospectus allégé pour les émissions réalisées par des émetteurs déjà cotés, appelé « régime d'information minimal pour les émissions secondaires » (art. 14). L'introduction d'un nouveau « document d'enregistrement universel » à l'article 9 de la Proposition va dans ce sens. Il s'agit d'un mécanisme optionnel de prospectus de référence pour les « émetteurs fréquents », leur permettant de bénéficier d'une approbation accélérée du prospectus auprès de l'autorité compétente, du fait que la principale composante du prospectus a déjà fait l'objet d'une approbation. Encore dans la perspective de réduire la charge que représente l'élaboration du prospectus, l'article 1er du futur règlement maintient pour l'essentiel inchangé le système des exclusions et exemptions, en modifiant cependant deux seuils aux articles 1 § 3, d), porté de 100 000 à 500 000 euros, et 3 § 2, qui comporte une exemption laissée à la discrétion des États pour les offres réalisées dans un État et dont le montant total calculé sur une période de douze

1. Bruxelles, 18 février 2015, COM(2015) 63 final.

2. Bruxelles, 30 novembre 2015, COM(2015) 583 final – 2015/0268(COD).

3. P. 11.

4. *Communication de la Commission – Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux*, Bruxelles, 30 sept. 2015 – COM(2015) 468 final.

5. Règlement (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE.

6. C'est-à-dire la directive Prospectus 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003.

7. Rappelant que le premier texte en la matière a été la directive 80/390/CEE du Conseil du 17 mars 1980, M. Michineau, « Révision de la directive Prospectus – Périilleux exercice de conciliation d'intérêts contradictoires », *Lettre CREDA-Sociétés* n° 2015-36, 7 décembre 2015.

8. Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010. La directive Prospectus modifiée a depuis fait l'objet d'autres modifications par différents règlements délégués.