

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**JEAN-JACQUES DAIGRE**

Professeur de droit  
Université Paris I



**JÉRÔME  
CHACORNAC**

Maître  
de conférences  
Université Paris 2



**ANNE-CLAIRE ROUAUD**

Agrégée des facultés de  
droit  
Professeur  
Université Paris 1  
Panthéon-Sorbonne



**FRIDA MEKOUÏ**

Juriste financier à la DAJ  
de la Société Générale,  
chargée d'enseignement à  
l'Université Paris XI

### ■ JURISPRUDENCE

#### **AMF – Enquête – Entrave – Manquement – Première sanction.**

AMF, Com. sanct., 7 mai 2018, décision n° 5.

**Le dirigeant d'un émetteur qui a supprimé de très nombreux courriels de sa messagerie préalablement à la remise d'une copie de celle-ci aux enquêteurs de l'AMF et après que ceux-ci la lui ont demandée commet un manquement particulièrement grave à son obligation de coopérer à une enquête, en ce que la suppression des documents avait pour objet d'induire en erreur les enquêteurs sur le contenu de la messagerie, de dissimuler des éléments pertinents pour l'enquête et, en conséquence, de faire obstacle à la manifestation de la vérité.**

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Cette décision de la Commission des sanctions de l'AMF est signalée parce qu'elle est la première qui applique le manquement d'entrave. En l'occurrence, l'émetteur et son dirigeant étaient poursuivis et ont été sanctionnés pour plusieurs manquements à la bonne information du public lors d'une offre publique et postérieurement à celle-ci, mais il n'en sera pas question tant les faits retenus caractérisent ces manquements. Le plus intéressant est ailleurs. Au cours de l'enquête, les enquêteurs avaient demandé au dirigeant de leur communiquer la copie de sa messagerie professionnelle « comprenant l'intégralité des messages et documents s'y trouvant », sur une certaine période. Le lendemain, celui-ci a transmis la copie, en précisant : « vous constaterez afin qu'il n'y ait aucun malen-

tendu, que j'ai laissé l'ensemble de mes mails, contacts, et agendas personnels, même si ceux-ci sont clairement identifiés comme tels ». Cependant, ne trouvant aucun élément relatif aux opérations critiquées, les enquêteurs ont fait procéder à une expertise, qui a révélé que plus de 38 000 courriels avaient été supprimés définitivement de la messagerie, que cette suppression massive avait eu lieu peu de temps après la demande des enquêteurs et qu'elle ne pouvait être détectée qu'au moyen d'un logiciel d'investigation. Le dirigeant a soutenu que cette suppression avait en réalité eu pour but de réaliser un transfert des fichiers pour faciliter leur extraction.

Constatant que la suppression était intervenue dès après la demande des enquêteurs, que le dirigeant n'avait pas informé ceux-ci qu'il s'agissait prétendument d'un transfert, qu'il avait au contraire certifié que la copie remise contenait l'intégralité des éléments demandés et que les conditions de cette suppression la rendaient difficilement détectable, la Commission des sanctions a considéré que « la suppression par M. [...] de plus de 38 000 courriels de sa messagerie préalablement à la remise d'une copie de celle-ci aux enquêteurs de l'AMF est particulièrement grave, en ce qu'elle avait pour objet d'induire en erreur ces derniers sur le contenu de cette messagerie, de dissimuler des éléments pertinents pour l'enquête et, en conséquence, de faire obstacle à la manifestation de la vérité ».

La loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 avait créé le délit d'entrave, qui subsiste toujours (art. L. 642-2 CMF). Mais celui-ci étant difficile à mettre en œuvre pénalement et l'AMF ayant du mal à le faire appliquer par les juridictions judiciaires, cette dernière a sollicité le législateur pour que celui-ci crée un manquement d'entrave. C'est ce qu'il a fait par la loi du 26 juillet 2013. Depuis lors, l'AMF maîtrise de bout en bout le processus d'enquête puisqu'elle peut même faire sanc-

tionner, par sa Commission des sanctions, toute résistance injustifiée des personnes soumises à contrôle ou enquête. On peut comprendre qu'elle se soit fait accorder un tel pouvoir par le législateur et l'on ne critiquera pas sa première application dans la présente affaire. Même s'il est étonnant, de prime abord, qu'une institution soit

à la fois juge et partie, l'indépendance de la Commission des sanctions neutralise toute critique. Au final, ce que l'on retiendra, c'est que la décision prend bien soin de dégager les éléments matériels du manquement et va même jusqu'à caractériser un élément intentionnel, ce que postule le texte : « Toute personne qui [...] refuse [...] ». ■

## Modalités et portée de la sanction d'une non-déclaration de franchissement de seuils.

Com. 27 juin 2018, n° 15-29.366, à paraître au Bulletin.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Destinées tant à établir la transparence sur la géographie du capital des émetteurs qu'à assurer la progressivité des changements de contrôle, les déclarations de franchissement de seuils font l'objet d'un lourd appareil de sanctions tant administratives<sup>1</sup> que pénales mais aussi et surtout, civiles.

En la matière, la sanction civile apparaît, d'une certaine manière, comme la sanction reine puisqu'elle vient frapper le ou les actionnaires en anéantissant directement l'influence acquise de manière dissimulée au sein de l'émetteur, en les privant de leurs droits de vote. Il s'agit, pour le dire simplement, d'un bon exemple d'adéquation de la technique de sanction à la finalité d'une institution.

Cette correspondance exacte entre l'objet de la sanction et la finalité du dispositif qui tend à faire connaître la réalité de la répartition du pouvoir dans les sociétés cotées implique la juste détermination des conditions de mise en œuvre de la sanction et de sa portée, gages de son efficacité.

L'arrêt commenté vient conforter les acquis de la jurisprudence à ce double égard, en mettant fin à une affaire particulièrement tumultueuse.

En l'espèce, une société cotée sur le marché libre Nyse-Euronext avait autorisé l'augmentation différée du capital par voie d'émission d'obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (OBSAAR), puis l'émission des obligations correspondantes, dont près de la moitié fut souscrite par certains de ses actionnaires. Après exercice par ces derniers, dont deux fonds d'investissement, de leurs bons de souscription seulement quatre jours avant la tenue de la prochaine assemblée générale, le bureau de l'assemblée décida de limiter les droits de vote de ce groupe d'actionnaires à 5 % du capital social, constatant l'absence de déclaration successive des seuils compris entre 5 et 25 % à la société dans le cadre d'une action de concert. La même limitation des droits de vote fut appliquée à ces actionnaires au cours de l'assemblée générale suivante, ce qui les conduisit à agir en annulation des décisions de privation des droits de vote prises par le bureau de l'assemblée.

La demande fut une première fois rejetée en appel, sur la base de l'une des présomptions d'action de concert visée à l'article L. 233-10, II, 3° du Code de commerce. Cette motivation fut censurée dans un premier arrêt rendu par la Cour de cassation le 10 février 2015<sup>2</sup>, au triple visa des articles L. 233-7, L. 233-10 et L. 233-14 du Code de commerce, selon un attendu de principe repris de l'arrêt rendu dans la célèbre affaire ayant opposé Sacyr et un certain nombre d'autres actionnaires agissant de concert avec elle à Eiffage<sup>3</sup>, aux termes duquel : « aucun texte n'attribue au bureau de l'assemblée des actionnaires le pouvoir de priver certains d'entre eux de leurs droits de vote au motif qu'ils n'auraient pas satisfait à l'obligation de notifier le franchissement d'un seuil de participation dès lors que l'existence de l'action de concert d'où résulterait cette obligation est contestée ». En ayant déduit de la présomption d'action de concert, règle de preuve, l'existence d'un pouvoir reconnu au bureau, la cour d'appel avait en réalité privé de base légale sa décision au regard de la première, faute d'avoir constaté l'absence de contestation de l'action de concert lors de la première assemblée générale litigieuse<sup>4</sup>.

C'est donc sur renvoi après cette première cassation que la cour d'appel de Paris prit soin de constater que l'existence du concert invoquée devant le bureau de l'assemblée n'avait pas fait l'objet de contestation.

La remise en cause de la motivation de renvoi, conforme à la doctrine dégagée par la première cassation, n'était ainsi guère aisée<sup>5</sup> et c'est de façon relativement embarrassée que le pouvoi de l'un des actionnaires entreprenait en substance de critiquer le constat de « l'absence de contestation ». En vérité, l'argumentation du moyen, articulée autour de l'idée que le bureau ne saurait qu'être une « juge de l'évidence », frappait pour l'essentiel à côté de la question posée, en suggérant que c'est l'existence du concert qui n'avait pas été correctement caractérisée, faute pour le bureau d'avoir relevé les liens d'appartenance à un même groupe des concertistes ou d'avoir bien établi l'existence d'une politique commune.

2. Com. 10 févr. 2015, n° 13-14.778, Dalloz actualité, 20 mars 2015, obs. X. Delpèch ; D. 2015. 430 ; Bull. Joly 2015. 182, note H. Le Nabasque.

3. Com. 15 mai 2012, n° 10-28.151, Rev. sociétés 2012. 514, note Y. Paclot ; Bull. Joly juill. 2012, p. 557, n° 315, note H. Le Nabasque. Pour un exposé critique de l'ensemble des pans de l'affaire, H. Synvet, « Propos désenchantés sur le traitement judiciaire de l'affaire Sacyr-Eiffage », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Dalloz 2013, p. 669.

4. V. la confrontation de cette espèce avec l'arrêt Eiffage finement opérée par H. Le Nabasque, dans sa note précitée, Bull. Joly 2015. 182.

5. Ibid., observant : « Juridiquement, la solution est imparable, car dès l'instant que la présomption légale est susceptible de preuve contraire (et elle l'est, au cas particulier), elle dispense – certes – le bureau d'avoir à faire la preuve que le concert existe (c'est toute la différence avec l'arrêt Eiffage), mais, comme elle est réfragable, elle ouvre, en cas de contestation, un débat (celui de l'établissement de la preuve), lequel appelle la compétence du juge et non plus du bureau. »

1. D'ailleurs réhaussées et modifiées à plusieurs reprises à la faveur des incessantes réécritures de l'article L.621-15 du Code monétaire et financier.

Le moyen ne pouvait ainsi qu'être rejeté car, précisément, la discussion intervenait trop tard : pour légitimer la privation des droits de vote par le bureau consécutive à la non-déclaration de franchissement de seuil résultant d'une action de concert, seule compte l'absence de contestation. Faute d'avoir été contestée lors de l'assemblée, la réalité du concert se trouve établie. Le pourvoi se trouve ainsi sommairement écarté par la Chambre commerciale qui juge qu'à défaut de toute contestation observée par la cour d'appel, c'est à bon droit que celle-ci a déduit « qu'il était de la compétence de ce bureau de la constater et d'appliquer les limitations de droits de vote résultant du défaut de déclaration de franchissements de seuil opérés de concert ».

Ce rejet attendu n'en fait pas moins apparaître avec netteté le caractère un peu brutal de la solution retenue par la Cour de cassation depuis 2012. Passée l'assemblée générale, la démonstration du concert ne prête finalement plus à discussion, quand les difficultés de cerner cette réalité pourraient conduire à souhaiter une analyse plus fine dans le cadre d'une instance judiciaire.

Ce serait toutefois méconnaître que l'efficacité de la privation des droits de vote résulte de son instantanéité au moment clé. Autoriser les contestations tardives par des actionnaires conduirait d'abord à la menace d'une annulation des décisions prises en assemblée mais aussi, dans les faits, à dissuader le bureau d'exercer son pouvoir de constater l'évidence : là où celui-ci affirme l'existence d'un concert, il ne lui appartient pas de nuancer sa propre appréciation à défaut de toute contestation par les supposés concertistes.

Allant assurément au détriment des actionnaires, la solution semble toutefois la seule à même d'assurer l'efficacité de la sanction qui tend à la neutralisation des influences acquises par certains actionnaires de manière occulte. Avec prudence donc, cette réitération de sa jurisprudence par la Cour de cassation peut sans doute être approuvée non tant parce qu'elle serait pleinement satisfaisante mais plutôt parce qu'il est douteux qu'il en existe de meilleure.

L'actionnaire auteur du pourvoi contestait, dans un second moyen, l'interprétation du champ d'application temporel de la sanction de privation des droits de vote à hauteur de la fraction non déclarée. Selon une formulation tortueuse, le moyen soutenait en substance que le délai de privation des droits de vote prévu par l'article L. 233-14 du Code de commerce se trouvait plafonné à deux ans à compter du jour de la régularisation et ne pouvait donc avoir commencé à courir qu'à compter de la régularisation. Argument était pris d'une importante décision du Conseil constitutionnel rendue en 2014 sur une question prioritaire de constitutionnalité soulevée dans la même affaire<sup>6</sup> ayant jugé conforme à la Constitution les deux premiers alinéas de l'article L. 233-14.

Le pourvoi se trouve rejeté sans surprise sur le fondement d'une lecture littérale du texte dont la décision rendue par le Conseil constitutionnel n'avait nullement pour effet de modifier la lecture, contrairement à ce que soutenait

le pourvoi : « attendu que, selon l'article L. 233-14 du Code de commerce, la privation des droits de vote se poursuit jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification ; qu'ayant constaté qu'aucune déclaration de franchissement de seuil n'avait jamais été régularisée, la cour d'appel en a déduit à bon droit que la privation était toujours en cours ».

Cette lecture des dispositions de l'article L. 233-14 s'impose. Si ce texte a fait l'objet de multiples réécritures, la formulation du champ d'application temporel de la sanction n'a cependant pas évolué au fil des ans par rapport à celle en vigueur à l'époque des faits<sup>7</sup> aux termes de laquelle les actions non déclarées « sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification ». Si le texte énonce désormais que c'est l'actionnaire qui se trouve privé des droits de vote attaché aux actions à hauteur de la fraction non déclarée, la sanction continue de s'appliquer « pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification ».

L'analyse de la lettre paraît suffire à rejeter le pourvoi car, à défaut de tout point de départ, énoncer que la sanction s'étend jusqu'à un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification signifie bien que celle-ci trouve déjà à s'appliquer, le texte ayant autrement été rédigé pour fulminer la sanction « à compter de la régularisation ». Outre sa contrariété à la lettre, l'interprétation proposée surprend pour le moins, en ce qu'elle reviendrait d'une part, à n'appliquer la sanction qu'à partir du moment où l'actionnaire aurait pour finir satisfait aux règles de transparence qui s'imposent à lui et, d'autre part, à maintenir son droit de vote jusqu'à la régularisation.

Cette lecture, dénaturante bien davantage que paradoxale, n'était, en outre, nullement confortée par la décision du Conseil constitutionnel. D'abord, contrairement à ce qu'affirmait le pourvoi, le Conseil constitutionnel n'avait nullement affirmé que la sanction ne pouvait s'étendre que sur une durée maximale de deux ans. Examinant la proportionnalité de l'atteinte portée au droit de propriété de l'actionnaire, le Conseil constitutionnel s'était limité à observer que « la privation des droits de vote cesse deux ans après la régularisation par l'actionnaire de sa déclaration » (cons. 10) et que « compte tenu de l'encadrement dans le temps et de la portée limitée de cette privation des droits de vote, l'atteinte à l'exercice du droit de propriété de l'actionnaire qui résulte des dispositions contestées ne revêt pas un caractère disproportionné au regard du but poursuivi » (cons. 11). Ensuite et toujours en contrariété avec ce que suggère l'étrange lecture proposée par le pourvoi, il résultait bien de la décision du Conseil constitutionnel un examen de la conformité de la sanction aux principes applicables aux sanctions présentant le caractère d'une punition, dont celui de nécessité des peines. Dans un considérant d'ailleurs non exempt d'imperfections<sup>8</sup>, le Conseil constitution-

6. Décision n° 2013-369 QPC du 28 février 2014 – Société Madag [Droit de vote dans les sociétés cotées]

7. Celle issue de l'article 10 de la loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier.

8. Sur l'assimilation erronée de la privation des droits de vote à une « suspension » (cons. 7), au regard de l'autre sanction civile prévue par l'article L. 233-14 alinéa 3 du Code de

nel avait justement retenu que les garanties offertes par l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du

commerce que constitue la suspension judiciaire des droits de vote, nos observations, « La constitutionnalité de la privation du droit de vote dans les sociétés cotées », Lettre *Creda-societes* n° 2014-09, 17 mars 2014. Sur la distinction entre privation et suspension des droits de vote, J. Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Dalloz, 2014, n° 713 et s., p. 413.

### Emprunt structuré – Devoir de mise en garde – Opération spéculative – Risque illimité.

Com. 28 mars 2018, Dexia, n° 16-26.210.

« Le caractère spéculatif d'une opération ne peut résulter de la seule exposition de la collectivité territoriale à des risques illimités [...] »

Commentaire de Frida Mékoui

S'il était déjà établi par la jurisprudence que les opérations de couverture ne constituent pas des opérations spéculatives, l'arrêt rendu le 28 mars 2018 par la chambre commerciale de la Cour de cassation semble définitivement et explicitement exclure qu'un produit puisse être intrinsèquement spéculatif.

Comme de nombreuses collectivités territoriales, la commune de Saint-Leu entendait remettre en cause des emprunts structurés intégrant, pour autant que le franc suisse atteigne un certain cours, une phase à taux variable indexé sur le taux du cours de change de l'euro en franc suisse.

La commune invoquait, entre autres nombreux arguments, la nullité du contrat pour incapacité de la collectivité à réaliser une opération spéculative ou encore la responsabilité du banquier – prestataire de services d'investissement – pour manquement à son devoir de mise en garde de l'investisseur non averti contre le risque de pertes lié à une opération spéculative<sup>1</sup>.

Aucune des qualifications nécessaires à la mise en œuvre de cette responsabilité – caractère non averti de l'investisseur<sup>2</sup> et opération spéculative – n'a ici été retenue par la Haute juridiction.

La commune déduisait le caractère spéculatif de l'opération, d'une part, du risque illimité que lui aurait fait porter l'opération et, d'autre part, de l'existence d'une option adossée au contrat de prêt.

A vrai dire, l'argument tenant à l'existence d'une option avait comme dessein, outre la caractérisation de la nature spéculative de l'opération, l'application des règles de bonne conduite, y compris d'origine prétorienne, incombant aux prestataires de services d'investissement. En effet, sans instrument financier, l'obligation de mise en garde de l'intermédiaire financier en cas d'opération spéculative n'avait pas vocation à s'appliquer. Seul le rôle de « prêteur » de l'établissement de crédit aurait été pertinent. De sorte qu'à défaut de contrat d'option, le caractère spéculatif de l'opération n'importait pas.

citoyen n'étaient justement pas susceptibles de s'appliquer à la sanction de privation des droits de vote, celle-ci n'ayant pas le caractère d'une punition, rendant le grief pris de leur violation inopérant (cons. 7).

Ainsi, les droits fondamentaux ne suggéraient pas davantage que la lettre ou l'esprit de la norme une solution contraire à celle justement retenue par la Cour de cassation. ■

Fort des théories liées au caractère hybride de ces prêts structurés empruntant<sup>3</sup>, sur un plan économique, à la fois aux prêts et aux dérivés, la commune tentait d'établir que le contrat de prêt intégrait un contrat d'option. Pour ce faire, la commune prenait appui sur le caractère conditionnel du passage à un taux variable<sup>4</sup>, arguant du fait que les options ne se réduisaient pas aux facultés de vente ou d'achat à terme.

C'est pourtant bien la définition à laquelle s'en tient la Cour de cassation, en retenant une conception civiliste de l'option (promesse unilatérale de vente ou d'achat). Seule la condition contractuelle liée à une nouvelle manifestation est propre à qualifier une option : « Mais attendu, en premier lieu, qu'ayant relevé que, si le taux d'intérêt de la deuxième phase de remboursement des prêts n'était pas fixé au moment de la signature des contrats, le mode de calcul de ce taux variable était précisément défini, l'arrêt retient que les engagements des parties ont ainsi été définitivement fixés lors de la conclusion des contrats litigieux, sans qu'une nouvelle manifestation de volonté de leur part ne soit requise ; que c'est donc à bon droit que la cour d'appel en a déduit que ces contrats n'incorporaient pas des contrats d'option ».

Si l'arrêt est assez clair sur la qualification d'un contrat d'option, il ne permet pas de répondre sans ambiguïté à la question de la « composition contractuelle » de ces prêts incluant une composante dérivée (*embedded derivative*). En d'autres termes, la question est de savoir si, en l'absence d'un contrat financier formalisé distinctement, il pourrait être considéré qu'un instrument financier à terme est adossé au contrat de prêt structuré. Le simple fait, pour la Cour de cassation, d'avoir analysé la question ne nous semble pas suffisant pour conclure dans un sens ou dans l'autre.

En dépit de l'inexistence d'un contrat d'option, qui exclut de droit l'obligation de mise en garde du prestataire de service d'investissement, la Haute juridiction prend soin de se prononcer sur la nature non spéculative de l'opération.

Tout comme la cour d'appel, la Haute juridiction écarte sans équivoque l'argument tenant à l'existence d'un risque limité : « attendu, en second lieu, qu'après avoir relevé que les contrats de prêts litigieux comportent un aléa, consistant en l'application, pour la deuxième phase de remboursement, d'un taux variable calculé en fonction du taux de variation du cours du change de l'euro en franc suisse, l'arrêt retient qu'ils ne constituent pas, pour autant, des contrats spéculatifs puisque, en les souscrivant, la commune n'a pas cherché à s'enrichir mais seulement à refinancer des investissements réalisés dans l'intérêt général ».

1. Cass. com. 5 nov. 1991, n° 89-18.005, *Buon* : *Bull. civ.*, IV, n° 327.

2. V. note Anne-Claire Rouaud, *Banque et Droit* n° 180, p. 19.

3. Th. Samin et S. Torck, « Le contentieux des emprunts structurés devant la Cour de cassation ! », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 3, mai 2018, comm. 60.

4. Cours de l'euro en franc suisse inférieur au cours pivot de 1,45 franc suisse pour 1 euro.

à des conditions de taux d'intérêt les plus avantageuses possibles; qu'en cet état, et dès lors que le caractère spéculatif d'une opération ne peut résulter de la seule exposition de la collectivité territoriale à des risques illimités, la cour d'appel, qui a procédé à la recherche invoquée par la première branche et n'avait pas à effectuer celle, inopérante, invoquée par la troisième, a légalement justifié sa décision. »

La solution selon laquelle les intentions à l'origine de la conclusion de l'opération, en l'occurrence la volonté de refinancer des investissements, sont déterminantes pour caractériser (ou non) une opération spéculative n'est pas nouvelle<sup>5</sup>. Cette décision a pour mérite de clarifier

que seules ces intentions sont déterminantes. Les caractéristiques du produit concerné ne sont pas de nature à remettre en cause cette qualification, y compris lorsque le risque induit est illimité ou inconnu à la conclusion du contrat. ■

---

*était intervenue pour mettre en place des stratégies de couverture visant à protéger la SMGM, producteur de minerai de nickel, de la baisse du cours de cette matière première dans un contexte haussier, et constaté que les opérations mises en oeuvre n'avaient pas donné lieu à une sur-couverture, la cour d'appel, qui n'avait pas à faire la recherche inopérante visée par la première branche et qui n'a pas méconnu les conséquences légales de ses constatations, a pu, par ces seuls motifs, sans dénaturer le rapport invoqué par la dernière branche, décider qu'en l'absence de produits spéculatifs, la banque n'avait pas de devoir de mise en garde à l'égard de la SMGM ».*

5. Cass. com 17 mars 2015, SMGM c/ Société Générale : « qu'ayant relevé que la banque

## ■ RÉGLEMENTATION

### Modification du règlement général de l'AMF consécutive à l'entrée en vigueur du règlement Prospectus.

Arrêté du 11 juillet 2018 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Instruction DOC-2018-07 – Informations à fournir aux investisseurs dans le cadre d'une offre ouverte au public d'un montant inférieur à 8 millions d'euros.

Instruction DOC-2014-12 – Informations à fournir aux investisseurs par l'émetteur et le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement dans le cadre d'une offre de financement participatif.

Position DOC-2013-03 – Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF.

### Commentaire de Jérôme Chacornac

L'entrée en vigueur le 21 juillet 2018 des dispositions du règlement Prospectus du 14 juin 2017<sup>1</sup> relatives

au seuil d'établissement du prospectus a récemment conduit à une modification du règlement général de l'AMF, elle-même accompagnée de la modification de deux instructions et à l'adoption d'une nouvelle instruction. Ces modifications ne font ici que l'objet d'un bref signalement pour avoir déjà été analysées ailleurs<sup>2</sup>.

Choix principal opéré, celui de fixer au maximum prévu par le règlement à son article 3, 2, b) de 8 millions d'euros, le seuil d'exemption à l'obligation de publier un prospectus en cas d'offre public, sauf à respecter un dispositif d'information appelé document d'information synthétique qui forme précisément l'objet de la nouvelle instruction DOC-2018-07 datée du 19 juillet 2018. ■

1. Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, 30.6.2017, L168/12. La date du 21 juillet est fixée par l'article 49, 2 du Règlement.

2. V. P. H. Conac, « Régime d'information applicable sous le nouveau seuil national de prospectus de 8 millions d'euros », Rev. Soc. 2018, p. 474. Ces modifications font suite à une consultation de Place lancée par l'AMF : Régime d'information applicable sous le nouveau seuil national de prospectus - Consultation publique sur les modifications du règlement général et sur une nouvelle instruction de l'AMF, 6 juin 2018, consultable en ligne sur le site de l'AMF, sur laquelle, P.-H. Conac, « AMF, Consultation publique sur la détermination du nouveau seuil national de prospectus et le régime d'information applicable sous ce seuil », Rev. Soc. 2018, p. 267.

### Orientations de l'ESMA – Évaluation du caractère adéquat – 28 mai 2018.

#### Commentaire de Frida Mékouï

MiFID II et ses textes d'application renforcent l'obligation de vérifier que le produit financier ou le service d'investissement conseillé correspond au profil du client. Pour mémoire, cette évaluation, le fameux « suitability test », doit être réalisée en cas de fourniture d'un service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille pour compte de tiers.

C'est dans ce cadre que l'ESMA (l'autorité européenne des marchés financiers) a publié, en juillet dernier, une

mise à jour de ses orientations (*guidelines*) relatives au *suitability test* adoptées sous l'empire de MiF I. Cette mise à jour a plusieurs objectifs.

**Renforcer la qualité des informations recueillies sur le client.** Entre autres, les orientations visent à prendre en compte les travaux de « finance comportementale » pour évaluer le client. Pour déterminer sa tolérance au risque, il ne suffirait pas de demander au client le niveau de risque qu'il accepterait de supporter, mais il faudrait également pouvoir vérifier cette information en évaluant sa perception du risque.

**Prendre en compte les risques spécifiques liés au robo advice.** Les orientations insistent fortement sur les problématiques spécifiques liées au conseil automatisé en

l'absence de contact humain entre le distributeur et son client. L'un des risques mis en exergue concerne la qualité des informations fournies par le client ; ce dernier aurait tendance à surévaluer ses connaissances ou sa situation financière lorsqu'il est face à un ordinateur. L'accent est donc mis sur l'exhaustivité des questions posées aux clients, leur formulation ainsi que sur les contrôles de cohérence des réponses. Par ailleurs, il faudrait fournir un certain nombre d'informations au client sur l'algorithme utilisé pour le conseil automatisé.

À cet égard, on notera que ces exigences sont reprises dans une position-recommandation de l'AMF publiée le 18 juillet 2018 (position-recommandation 2017-08).

**Assurer l'articulation entre les exigences relatives à la gouvernance produit et le *suitability test*.** Pour mémoire, tandis que le *suitability test* a pour objet de s'assurer que le produit ou le service est adéquat pour tel ou tel client spécifique au moment de la vente ou du conseil, le dispositif de la gouvernance des produits prévu par MiF II impose de s'assurer, dès le stade de la conception du produit (pour le producteur) ou de la décision de commercialisation (par le distributeur), que celui-ci répond aux besoins et objectifs d'une cible de marché spécifique. Les orientations de l'ESMA visent ici à s'assurer qu'un lien sera fait par le distributeur entre sa connaissance du produit concerné et le *suitability test*.

**Clarifier la prise en compte des critères de complexité et de coûts.** Le règlement délégué MiF II<sup>1</sup> sur la protection des investisseurs prévoit que le prestataire met en place des procédures lui permettant de déterminer, en tenant

compte du coût et de la complexité, si des produits équivalents sont susceptibles de correspondre au profil du client. La première obligation consiste à sélectionner la gamme de produits qui pourrait correspondre au profil du client. Étant précisé, que cette sélection peut être faite dans le cadre de la détermination de la stratégie commune de gestion ou d'allocation type d'investissement pour les clients ayant le même profil, et non client par client.

Néanmoins, concernant la prise en compte des coûts et de la complexité, l'ESMA va plus loin, en demandant que le prestataire puisse justifier les situations dans lesquelles il a conseillé un produit plus coûteux ou plus complexe lorsque, dans la gamme de produits sélectionnés, il existait des produits moins coûteux ou moins complexes (par exemple, pour des raisons de diversification, de liquidité ou de niveau de risque).

**Clarifier l'analyse coût/bénéfice dans le cadre des arbitrages.** Le règlement délégué mentionné ci-dessus impose au prestataire, lorsque le conseil en investissement ou le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers implique un arbitrage, de pouvoir raisonnablement être en mesure de démontrer que les avantages de l'arbitrage sont supérieurs aux coûts qu'il induit. Sur ce point, les orientations de l'ESMA précisent que les coûts et bénéfices dont il est question ne sont pas uniquement d'ordre monétaire.

**Enrichir la déclaration d'adéquation.** Aux termes des orientations, le prestataire devrait intégrer dans la déclaration d'adéquation des informations sur l'analyse coûts/bénéfices en cas d'arbitrage. L'ESMA ajoute clairement aux textes de niveau 1 et 2 qui prévoient le contenu de la déclaration d'adéquation. ■

1. Règlement délégué (UE) 2017/565 du 25 avril 2016.

## Contrats de liquidité sur actions – Pratique de marché admise – Autorité des marchés financiers – Autorité européenne des marchés financiers – Abus de marché.

Décision AMF n° 2018-01 du 2 juillet 2018, instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise.

L'Autorité des marchés financiers a publié le 2 juillet 2018 une décision relative à l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital comme pratique de marché admise sous l'empire du règlement Abus de marché, qui remplacera, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019, la pratique actuelle issue de la décision 2011-07. Conformément aux préconisations de l'Autorité européenne des marchés financiers, la nouvelle pratique instaure des limites d'intervention en termes de ressources allouées par l'émetteur, de volumes et de prix, tout en prévoyant des limites plus souples pendant une période transitoire, afin de permettre aux acteurs de la Place de s'adapter au nouveau dispositif.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Après avoir partiellement revu sa copie pour tenir compte des réserves formulées par l'Autorité européenne des

marchés financiers (AEMF)<sup>1</sup>, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a publié le 2 juillet 2018 sa décision relative à l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital comme pratique de marché admise<sup>2</sup>, dans laquelle elle suit les préconisations de l'autorité européenne tout en maintenant une approche plus souple à certains égards, ce dont elle s'explique dans une note publiée le même jour, comme le prévoit le règlement européen relatif aux Abus de marché<sup>3</sup>. La différence d'approche entre l'AMF et l'autorité européenne rappelle que les contrats de liquidité ne font pas consensus au niveau européen, où seuls cinq pays les autorisent à ce jour<sup>4</sup>, et que leur maintien n'est pas toujours allé de soi. Le caractère essentiel de la liquidité pour le marché doit en effet être mis en balance

1. ESMA, Opinion of 11 April 2018 relating to the intended Accepted Market Practice on liquidity contracts notified by the Autorité des marchés financiers, ESMA 70-145-442.

2. AMF, Décision n° 2018-01 du 2 juillet 2018, Instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise.

3. AMF, Note publique prise en application de l'article 13(5) du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché dans le cadre de l'instauration des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise par l'AMF.

4. ESMA, Opinion of 11 April 2018, préc., § 9.

avec la nécessité de préserver l'intégrité du marché et la transparence. C'est essentiellement l'instauration de limites d'intervention en termes de ressources allouées par l'émetteur, de volumes et de prix, qui a cristallisé les divergences d'analyse : l'AMF se montre plus sensible au durcissement résultant de la fixation de tels plafonds et disposée à instaurer une période transitoire pour permettre aux émetteurs et aux intermédiaires de marché de se conformer aux plafonds prévus par l'autorité européenne, tandis que cette dernière, moins convaincue de l'utilité de cette pratique dont elle redoute les effets néfastes pour l'intégrité du marché, cherche à l'encadrer plus étroitement et à assurer une convergence des pratiques nationales<sup>5</sup>.

Par le contrat de liquidité, un émetteur charge un prestataire de services d'investissement d'animer le marché du titre en intervenant à l'achat et à la vente afin de « favoriser la liquidité du marché et la régularité des cotations et d'éviter les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché ». Le prestataire agit pour le compte de l'émetteur, ce qui suppose qu'un programme de rachat d'actions soit autorisé par l'assemblée générale de celui-ci conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce. Le contrat de liquidité se distingue ainsi de la tenue de marché, activité encadrée par la directive MIF II, car le *market maker* agit pour son propre compte<sup>6</sup>. Il se distingue également du contrat d'apporteur de liquidité, par lequel un prestataire de services d'investissement membre de marché s'engage, envers l'entreprise de marché, à se positionner en permanence à l'achat ou à la vente selon les règles fixées par celle-ci, sans agir dans le cadre d'une activité de tenue de marché au sens de la directive MIF II<sup>7</sup>.

La pratique des contrats de liquidité, intéressante notamment pour les sociétés nouvellement introduites en bourse et les émetteurs de taille moyenne, est bien établie en France, où elle est favorisée par les acteurs du marché – plus de 400 sociétés françaises y ont recours<sup>8</sup> – et où son utilité a été reconnue par le régulateur dès 2001<sup>9</sup>.

La réception de cette pratique par les autorités de marché au titre des pratiques de marché admises constitue un enjeu important puisqu'elle assure aux émetteurs et aux prestataires qui y ont recours une protection – qui n'est certes pas absolue – contre le risque de sanction pour manipulation de marché. En ce sens, la première directive Abus de marché a ouvert aux régulateurs nationaux la possibilité de reconnaître comme légitimes certaines pratiques de

marché, et l'AMF a admis à ce titre en 2005<sup>10</sup> les contrats de liquidité sur actions, sous réserve qu'ils respectent les principes énoncés dans une charte de déontologie élaborée par l'Association française des marchés financiers (AMAFI, anciennement AFED) et approuvée par l'AMF. La décision actuellement applicable aux contrats de liquidité sur actions date du 21 mars 2011<sup>11</sup>, le bénéfice de cette pratique ayant entre-temps été étendu aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé. Une décision similaire a admis les contrats de liquidité obligataire en 2012<sup>12</sup>.

Cette faveur n'est toutefois pas partagée dans tous les États membres, et la pratique des contrats de liquidité, dont la légitimité est parfois contestée, a été remise en question lors de la révision de la directive Abus de marché : la proposition initialement élaborée par la Commission prévoyait la suppression de ces pratiques<sup>13</sup>. Elles ont finalement été maintenues dans le texte définitif : l'interdiction des manipulations de marché est écartée, concernant la passation d'un ordre ou la réalisation d'une transaction susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou d'en fixer le cours à un niveau anormal ou artificiel, lorsque ce comportement répond à des raisons légitimes et est conforme aux pratiques de marché admises<sup>14</sup>. Étant rappelé que les interventions qui ne respectent pas les conditions prévues au titre de la pratique de marché admise ne sont pas pour autant interdites ; elles ne bénéficient simplement pas de la dérogation prévue à l'interdiction des manipulations de marché. À l'inverse, le fait que les conditions soient respectées n'exclut pas qu'une manipulation de marché puisse être caractérisée s'il est établi qu'une raison illégitime a motivé ces opérations<sup>15</sup>.

Mais l'AMF a ensuite dû composer avec l'autorité européenne. En effet, si l'admission des pratiques de marché continue de relever des autorités nationales<sup>16</sup> et si le règlement Abus de marché retient des critères similaires à ceux posés dans le cadre de la première directive, il impose à l'autorité nationale de solliciter l'avis de l'AEMF, et de s'en expliquer si elle instaure une pratique

5. ESMA, Opinion, Points for convergence in relation to MAR accepted market practises on liquidity contracts, 25 April 2017, ESMA 70-145-76.  
6. L'activité de tenue de marché est encadrée par la directive MIF II lorsque le membre de marché met en place une stratégie de tenue de marché (art. 17 et art. 48, dir. 2014/65/UE et règl. dél. Comm. UE n° 2017/578 du 13 juin 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation précisant les exigences relatives aux accords et aux systèmes de tenue de marché).  
7. V. les règles de marché harmonisées d'Euronext (art. 4107) et les règles des marchés Euronext Growth (art. 6.5).  
8. AMF, Communiqué de presse du 13 avril 2018.  
9. Instruction COB du 10 avril 2001 approuvant la charte de déontologie relative aux contrats de liquidité rédigée par l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI).

10. Déc. AMF du 22 mars 2005 sur l'acceptation des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise.  
11. Pratique de marché admise AMF n° 2011-07, Contrat de liquidité sur actions et Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité, n° 11-13, 8 mars 2011, et le modèle de contrat de liquidité élaboré par l'AMAFI.  
12. Pratique de marché admise AMF n° 2012-04, Contrat de liquidité obligataire et Charte de déontologie Paris Europlace concernant les contrats de liquidité sur titres de créance, 26 avril 2012.  
13. O. Sabourin, « Les contrats de liquidité : le chant du cygne ? », *BJB* mai 2012, n° 106, p. 200.  
14. Règl. Parl. et Cons. UE n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, art. 12, § 1, a) et art. 13. Seul le contrat de liquidité, relevant d'une pratique de marché admise, ouvre le bénéfice d'une exemption au titre des abus de marché, un membre de marché ne pouvant se prévaloir de cette exemption pour échapper au grief de manipulation de cours pour des opérations effectuées dans le cadre d'un contrat d'apporteur de liquidité (AMF CDS, 8 juillet 2016, SAN-2016-11, *Getco Europe Ltd*).  
15. Règl. UE n° 596/2014, préc., cons. 42.  
16. Ce qui avait un temps été remis en cause lors des négociations en vue de la révision de la première directive Abus de marché : v. X. D. Jalain, « Le devenir des pratiques de marché en matière d'intervention, par un émetteur, sur ses propres titres », *BJB* mai 2014, § 1114, p. 283.

de marché admise contre l'avis de celle-ci<sup>17</sup>. Les critères, la procédure et les exigences liés à l'instauration d'une pratique de marché admise sont détaillés par un règlement délégué, qui précise notamment l'appréciation des critères tenant au niveau de transparence vis-à-vis du marché, au niveau des garanties préservant le libre jeu des forces du marché et une interaction adéquate entre offre et demande, à l'impact sur la liquidité, l'efficacité et le bon fonctionnement du marché, aux risques pour l'intégrité des marchés liés ou encore aux caractéristiques structurelles du marché concerné. Après que plusieurs autorités nationales lui ont notifié leur intention d'instaurer ou de maintenir des pratiques de marché admises, l'AEMF a publié une opinion afin d'assurer une convergence des pratiques admises par les autorités nationales<sup>18</sup>. Dans cette opinion, dont on comprend bien que, même si elle relève du droit souple et ne présente pas de caractère contraignant, elle ne peut laisser indifférentes les autorités nationales<sup>19</sup>, l'AEMF se montre beaucoup plus réservée quant à ces pratiques, mettant en avant notamment le risque d'altération du processus de formation des prix et le risque de manipulation qu'elles génèrent. Cela a conduit à préconiser entre autres l'application de limites de prix, de volume et de ressources allouées par l'émetteur pour la mise en œuvre du contrat de liquidité, limites dont elle va jusqu'à fixer le montant, sous la forme d'un pourcentage, qui varie selon que les titres sont illiquides, liquides ou très liquides<sup>20</sup>.

Si, dans le cadre du dispositif transitoire prévu par le règlement Abus de marché<sup>21</sup>, l'AMF a choisi de ne pas conserver la pratique de marché relative au contrat de liquidité obligatoire, en raison de sa très faible utilisation<sup>22</sup>, elle a décidé, conformément au souhait des acteurs de la Place, de maintenir celle relative au contrat de liquidité sur actions, et a en conséquence notifié en février 2018 à l'AEMF un projet de pratique de marché pour les actions négociées sur Euronext et Euronext Growth (ex-Alternext), ayant vocation à remplacer la pratique de marché admise actuelle.

Tout comme elle l'avait fait pour le contrat de liquidité sur actions que l'autorité financière espagnole avait souhaité instaurer en 2016<sup>23</sup>, l'autorité européenne a émis certaines réserves à l'égard du projet de l'AMF, tenant

en l'occurrence principalement au régime de la période transitoire de deux ans au cours de laquelle les émetteurs et les intermédiaires financiers ayant recours à des contrats de liquidité auraient pu bénéficier de certaines dérogations<sup>24</sup>. Après avoir procédé à certains ajustements, l'AMF a adopté la nouvelle pratique de marché admise, qui entrera en application le 1<sup>er</sup> janvier 2019 et se substituera à la position 2011-07 relative aux contrats de liquidité sur actions.

La description de la pratique de marché est inchangée. On observe également une certaine continuité en ce qui concerne les obligations de l'émetteur, même si les dispositions relatives aux obligations de transparence qui pèsent sur celui-ci, tant à l'égard du public qu'à l'égard de l'AMF, sont plus détaillées, et s'il n'est plus renvoyé à une Charte de déontologie. Ces obligations de transparence se manifestent tout d'abord avant la mise en œuvre du contrat de liquidité, avec, d'une part, la publication d'informations sur l'identité du PSI, les titres concernés, la date de prise d'effet du contrat, la plate-forme de négociation concernée et les moyens financiers affectés au contrat<sup>25</sup> et, d'autre part, la communication, désormais systématique, à l'AMF, d'une copie du contrat de liquidité<sup>26</sup>. Elles impliquent ensuite, pendant la mise en œuvre du contrat, la publication d'informations semestrielles, qui portent notamment sur le nombre et le volume des interventions réalisées à l'achat et à la vente<sup>27</sup>, complétées par un reporting mensuel auprès de l'AMF<sup>28</sup>. Enfin, le public comme l'AMF doivent être informés lorsqu'il est mis fin au contrat<sup>29</sup>. Une observation similaire peut être faite au sujet des obligations du prestataire de services d'investissement, qui doit préserver son indépendance et rester seul juge de l'opportunité et du contenu de son intervention et ne doit pas céder aux injonctions de la société émettrice souhaitant orienter la valeur de son titre<sup>30</sup>.

La principale modification par rapport à la pratique de marché issue de la décision 2011-07 tient à la fixation de plafonds, notamment quant aux ressources susceptibles d'être allouées par l'émetteur pour la mise en œuvre du contrat de liquidité. Alors que la pratique de marché actuelle se contente d'exiger que ces ressources soient proportionnées aux objectifs assignés au contrat, un plafond sera à l'avenir fixé<sup>31</sup>. Des restrictions en termes de volume et de prix sont également introduites afin de « préserver le libre jeu des forces du marché et une interaction adéquate entre offre et demande », conformément aux points de convergence définis par l'AEMF. Si l'AMF, pour tenir compte de l'avis de l'auto-

17. Règl. UE n° 596/2014, préc., art. 13.

18. Opinion préc. du 25 avril 2017.

19. Sur la question de l'effectivité du pouvoir d'appréciation des autorités nationales, v. Th. Bonneau, « PMA, autorités nationales et ESMA », RDBF n° 3, mai 2018, repère 3.

20. Opinion précitée du 24 avril 2017, § 24 à 34.

21. Règl. n° 596/2014, préc., art. 13 ; v. X. D. Jalain, « Le devenir des pratiques de marché en matière d'intervention, par un émetteur, sur ses propres titres », BJB mai 2014, § 1114, p. 283.

22. Cf. Consultation publique de l'AMF sur les modifications à apporter à la doctrine « émetteur » sur les interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et l'abandon de certaines pratiques de marché admises dans la perspective de l'entrée en application du règlement européen sur les Abus de marché, 9 mai 2016. Cf. égal. le guide publié le 1<sup>er</sup> juillet 2016, « Règlement européen Abus de marché (MAR) : l'AMF accompagne les acteurs ».

23. V. ESMA, Opinion on intended accepted market practice on liquidity contracts notified by the Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), 16 Dec. 2016, ESMA/2016/1 663 ; RDBF n° 2, mars 2017, comm. 103, note Th. Bonneau.

24. ESMA, Opinion du 11 April 2018, préc. ; AMF, Communiqué de presse du 13 avril 2018, préc., « L'AMF prend acte de l'opinion négative de l'ESMA concernant le projet d'instaurer une nouvelle pratique de marché admise encadrant les contrats de liquidité ».

25. Décision n° 2011-07, préc., art. 1<sup>er</sup> ; décision n° 2018-01, préc., art. 1<sup>er</sup>.

26. Décision n° 2018-01, préc., art. 3, 1<sup>o</sup>.

27. Décision n° 2011-07, préc., art. 2 ; décision n° 2018-01, préc., art. 2, 3<sup>o</sup>.

28. Décision n° 2018-01, préc., art. 3.

29. Décision n° 2018-01, préc., art. 2, 4<sup>e</sup> et art. 3, 3<sup>o</sup>.

30. Décision n° 2018-01, préc., art. 4, 5<sup>o</sup>.

31. Décision n° 2018-01, préc., art. 4, 6<sup>o</sup>.

rité européenne, a renoncé au mécanisme de dérogations qu'elle envisageait de mettre en place pour permettre aux prestataires et aux émetteurs, dans certains cas, de s'affranchir de ces limites, elle a prévu une période d'observation transitoire de deux années à compter de l'entrée en application de la nouvelle pratique, pendant laquelle un certain nombre d'assouplissements pourront s'appliquer aux contrats de liquidité portant sur les segments des actions peu liquides. Elle prévoit ainsi des plafonds alternatifs plus élevés, en termes de volume, de prix et de ressources allouées par l'émetteur, que ceux spécifiés dans les points de convergence de l'AEMF, sous réserve que le prestataire de services financiers ou l'émetteur justifie et documente les raisons de ce dépassement<sup>32</sup>. Par exemple, pour les actions non liquides, le volume des interventions cumulées au cours d'une même journée de négociation est, au-delà d'un seuil de 20 000 €, plafonné à 50 % du volume quotidien moyen des titres de capital échangés sur le marché, au lieu de 25 %. L'AMF semble ainsi tendre vers un compromis entre les exigences de l'autorité européenne et les attentes de la Place, car, comme elle le souligne dans sa note explicative, la fixation de limites d'intervention en termes de volumes et de prix représente en elle-même un durcissement par rapport à la pratique actuelle qui n'en comporte pas.

32. Décision n° 2018-01, préc., art. 4, 3.a, 3.b et 6.

L'avenir des contrats de liquidité n'est toutefois pas figé, la Commission européenne ayant, dans sa proposition de règlement modifiant les règlements Abus de marché et Prospectus pour promouvoir l'utilisation des marchés de croissance des PME publiée le 24 mai 2018<sup>33</sup>, proposé la création d'un régime européen optionnel de contrat de liquidité sur actions pour les émetteurs cotés sur un marché de croissance des PME. La proposition prévoit la possibilité pour ceux-ci de conclure, sous certaines conditions, des contrats de liquidité sur actions sous l'égide de l'AEMF – avec un modèle de contrat établi par cette autorité dans des normes techniques d'exécution – même en l'absence de pratique de marché admise par l'autorité nationale compétente. Ce dispositif, qui viendrait s'ajouter et non se substituer aux pratiques de marché admises par les autorités nationales<sup>34</sup> et déboucherait ainsi sur un régime à deux vitesses, ne manquera pas, s'il est adopté, de mettre à l'épreuve l'effectivité du pouvoir d'appréciation des autorités nationales face à l'autorité européenne et à sa volonté d'assurer la convergence des pratiques<sup>35</sup>. ■

33. Prop. régl. Parl. et Cons. UE modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, 24 mai 2018, COM (2018) 331 final.

34. Prop. régl. préc., art. 1<sup>er</sup>, § 2.

35. V. Th. Bonneau, « PMA, autorités nationales et ESMA », préc.