

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur
juridique
Calyon

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

AMF – Sanctions – Publication – Demande d'annulation – Caractère indivisible de la sanction (oui)

CE, 9 novembre 2007, Bourse Direct SA, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3^e éd. n° 202-2 et 1070.

La publication d'une sanction prononcée par l'AMF est une sanction complémentaire et distincte de la sanction pécuniaire prononcée.

La publication des sanctions prononcées par l'AMF n'en finit pas d'empoisonner la légalité des mesures prises par la commission des sanctions. Nous avons souvent au sein de cette chronique commenté les différents recours mis en œuvre par des personnes condamnées par l'AMF qui contestaient devant le Conseil d'État la publication de cette sanction. Traditionnellement, les requérants demandent à la Haute cour administrative de se prononcer, en référé¹, sur l'interdiction de la publication accompagnant la sanction dont ils ont été frappés, celle-ci pouvant, selon le cas, faire l'objet d'une demande d'action en nullité par ailleurs. Si l'agit alors, aux termes de l'article L. 521-1 du Code de justice administrative, de vérifier pour le juge des référés saisi d'une demande de suspension de l'exécution d'une décision ou de certains de ses effets, de vérifier si les conditions d'une part d'urgence, et d'autre part de doute sérieux quant à la légalité de la décision sont remplies. Si le premier aspect ne pose pas trop de difficulté compte tenu de son caractère objectif (la suspension de la publication accompagnant la sanction elle-même peut être considérée comme une urgence si celle-ci n'est pas différée, ce que fait généralement l'AMF), la qualification de « doute sérieux » quant à la légalité de la décision est quant à elle de maniement plus complexe. Mais jusqu'à présent, le Conseil d'État a toujours hésité à suspendre la publication d'une décision de sanction. Au-delà des circonstances de chaque espèce, l'une des difficultés techniques rencontrées en la matière tient dans la qualification de l'acte de publication en lui-même. C'est en ce sens que la décision commentée ci-après opère un renversement de perspective en ce qu'elle

ne demande pas tant la suspension de la publication de la décision que l'annulation de la décision de publication elle-même. Autrement dit, c'est le statut juridique de la décision de publication qui est posé. L'affaire commentée ici même offre une réponse très claire sur le sujet. Reprenons brièvement les faits. Suite à une sanction prononcée à son encontre par l'AMF ordonnant la publication de ladite sanction au BALO, sur son site internet et dans la revue mensuelle de l'AMF, la société Bourse Direct SA demande au Conseil d'État d'annuler la décision en date du 5 octobre 2006 en ce que, notamment, la publication méconnaîtrait les stipulations de l'article 6 de la CEDH en raison de son absence de proportionnalité. Pour juger de l'absence de proportionnalité de la mesure, encore convenait-il de mesurer et qualifier ladite sanction, en particulier quant à son caractère indivisible. À la question de savoir si la décision de sanction, tant dans toutes ses dimensions (montant pécuniaire de l'amende, niveau de sanction professionnelle, publication), révèle un caractère divisible ou non, la Haute juridiction de Palais Royal répond par l'affirmative en estimant que la publication constitue une sanction complémentaire : « Considérant que la décision par laquelle la commission des sanctions rend publique, aux frais de l'intéressé, la sanction qu'elle prononce constitue une sanction complémentaire ; qu'eu égard à son objet, qui, outre sa portée punitive, est de porter à la connaissance de toutes les personnes intéressées tant les irrégularités qui ont été commises que les sanctions que celles-ci ont appelées, afin de satisfaire aux exigences d'intérêt général relatives au bon fonctionnement du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants, cette sanction complémentaire, contrairement à ce qui est soutenu par l'Autorité des marchés financiers, est distincte de la sanction pécuniaire prononcée ». Dans ce considérant concis et clair qu'il convient d'approuver sans réserve, le Conseil d'État apporte un éclairage important sur le rôle et la nature de la publication des décisions prononcées par l'AMF. En premier lieu, sa vertu exemplaire : c'est la connaissance des sanctions prononcées par l'autorité boursière qui permet un meilleur fonctionnement des marchés financiers ; en second lieu, la publication est une sanction à part entière, distincte de la sanction pécuniaire qui l'accompagne souvent. Ce point est primordial, non seulement au cas de l'espèce considérée, mais plus généralement aux vues des perspectives qu'il ouvre. Il convient de noter à cet égard que la requête formulée par la société Bourse Direct visait l'annulation de la décision de sanction en tant qu'elle avait ordonné la publication de ladite sanction. La suite du raisonnement des magistrats du Palais Royal laisse le commentateur pantois. Après avoir affirmé, comme il a été dit, le caractère complémentaire de la



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de
droit - Paris I
(Panthéon-
Sorbonne)



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué
général adjoint
AFEI



JEAN-PIERRE BORNET
Directeur
adjoint,
Banque
Fédérale
des Banques
Populaires

1. CE, 22 juin 2006, Banque & Droit n° 108, p. 39; CE, 9 mars 2006, Banque & Droit n° 107, p. 49; CE, 20 janvier 2006, Banque & Droit n° 106, p. 46; CE, 22 septembre 2005, Banque & Droit n° 104, p. 56; CE, 12 mai 2005 et CE, 11 février 2005, Banque & Droit n° 101, p. 48.

sanction, le Conseil d'État estime que cette décision ne nécessite pas une motivation particulière différente de celle de la sanction principale : « Considérant [...] qu'une sanction complémentaire [...] n'a pas à faire l'objet d'une motivation spécifique, distincte de la motivation d'ensemble de la sanction principale ; que cette motivation d'ensemble ne saurait être regardée, dans la présente affaire, comme insuffisante, alors, d'ailleurs qu'il est en outre relevé par la décision attaquée après un rappel des finalités propres de la publication qu'aucune circonstance de l'espèce n'y fait obstacle ». Il est difficile, au regard de la formulation de ce considérant, de savoir si l'absence de motivation pour la publication est une disposition d'ordre général, ou bien si seules les circonstances de l'espèce, comme le laisse entendre la deuxième partie de la phrase, justifient cette décision. Quoi qu'il en soit, cette solution ne nous semble pas correspondre à ce que l'on pourrait attendre des magistrats du Conseil d'État. Et ce d'autant plus que la suite du raisonnement et les conclusions tirées semblent là encore sujettes à discussion. Alors que la société requérante estimait que le Code monétaire et financier, dans son article L. 621-15, était incompatible avec l'article 14 de la directive Abus de marché du 28 janvier 2003 au motif que la première disposition ne reprenait pas la mention selon laquelle les sanctions prononcées ne peuvent être rendues publiques lorsque cette publication causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause, la Haute juridiction considère que si la décision de publication est soumise en tant que telle au principe de proportionnalité, quand bien « même que la loi ne le prévoirait pas expressément », au cas présent, la publication « ne saurait être regardée comme lui [la société requérante] ayant causé un préjudice excessif au regard des exigences d'intérêt général qui la justifieraient ». En conséquence, le Conseil d'État rejette la demande d'annulation de la société Bourse Direct. On ne saurait trouver mieux comme raisonnement tautologique. Au final, on aurait pu attendre plus d'attention du Conseil d'État dans le respect des droits de la défense, lui-même souvent à la pointe de ce combat, parfois même de façon peut être excessive, comme on a pu le voir quant à son zèle à sanctionner la présence des membres professionnels de la commission des sanctions dans des situations qu'il qualifie de conflits d'intérêts. Cette décision souligne les limites de l'approche jurisprudentielle pour la protection des droits de la défense. Il serait préférable de prévoir de façon législative les conditions dans lesquelles une publication peut être ou non autorisée et les garanties qui s'attachent à cette publication. Pour notre part, nous considérons que la publication d'une décision de sanction de l'AMF doit bien être considérée comme une décision indépendante – « complémentaire » – de la décision principale, justifiant une motivation particulière et constituant un degré supplémentaire de sévérité de la sanction, d'autant plus lorsqu'il s'agit de publier les noms des personnes incriminées. En effet, il est tout à fait possible, et même souhaitable, que l'AMF publie les sanctions qu'elle prononce afin de porter à la connaissance du marché les faits qu'elle estime répréhensibles, mais cette publication doit alors être effectuée dans l'anonymat. Seuls les cas les plus extrêmes, dûment motivés, mériteraient alors une publication complète de la déci-

sion, y compris les noms et qualités des personnes sanctionnées, publication nominative qui ne devrait intervenir, en tout état de cause, qu'à l'issue des différentes voies de recours dont dispose la personne sanctionnée.

Infractions boursières – Indemnisation des victimes – Action civile – Détermination du préjudice – Perte de chance

Paris, 14 septembre 2007, Voir H de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3^e Litec 2001 n° 1012 et 1043.

Le préjudice matériel d'un actionnaire d'une société dont les dirigeants ont été condamnés à une présentation de bilan inexact et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses s'analyse en une perte de chance, laquelle est fixée à 10 % des sommes investies.

L'indemnisation du préjudice des petits porteurs ayant acquis leurs titres postérieurement à la diffusion de l'information trompeuse est comprise entre la moitié et la totalité des pertes et remboursement des frais irrépétibles.

Trop rares sont les décisions relatives à l'indemnisation du préjudice subi par les actionnaires d'une société cotée pour abus de marché pour ne pas commenter la présente affaire. Or, l'analyse des conditions d'indemnisation des victimes d'infractions boursières est un sujet complexe, délicat et peu étudié². La difficulté tient pour une large part à l'approche retenue par le droit français.

On sait qu'il n'existe pas de définition du préjudice économique en droit français³. Cela tient au fait que tout préjudice est réparable pourvu qu'il soit direct et certain. Il n'y a donc pas d'intérêt à distinguer différentes catégories de préjudice. De plus, contrairement à d'autres systèmes juridiques, le droit français connaît un principe général de responsabilité pour faute et une théorie générale de la responsabilité. On sait aussi qu'en droit français il revient au juge de déterminer le quantum du préjudice. L'évaluation des dommages-intérêts n'est pas une question de droit mais de fait, ce qui rend les juges du fond souverains en la matière. À l'opposé, aux États-Unis, les juges américains sont tenus de détailler la manière dont ils ont fixé le montant des dommages-intérêts qu'ils ont alloués. Il en résulte que les parties peuvent faire appel sur le seul fondement que la méthode utilisée est incorrecte et la cour d'appel peut indiquer que le tribunal a commis une erreur en calculant, sans justifier sa méthode, le montant du bénéfice dont avait été privée la victime. Cette situation s'explique notamment du fait que dans les pays anglo-saxons, l'évaluation du préjudice est une question de droit et non de fait. À l'opposé, en France, il n'existe pas de méthode d'évaluation du préjudice.

2. Cf. cependant, B. Deffains et F. Stasiak, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridiques et économiques », in *Le droit au défi de l'économie*, Y. Chapus, Droit économique, 2002, p. 177 ; C. Arsouze et P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse* 2006, p. 399 et L. Valance, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », mémoire de master 2 juriste d'affaires Paris 2 sous la direction de H. de Vauplane, 2007.

3. Pour une vision holistique de la question, cf. L. Aynès, « Réparation intégrale et typologie des préjudices », in conférence de la Cour de cassation, « La réparation du préjudice économique », 26 avril 2007.

Le quantum des dommages-intérêts est fixé d'après la valeur du dommage au jour où le juge statue. Quant à la perte de chance, la seule règle de droit est que « la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée ».

S'agissant des réparations du « préjudice économique » résultant d'infractions au droit de la concurrence, il convient de distinguer la sanction infligée par l'autorité administrative des dommages versés aux parties civiles⁴. Il n'y a en effet pas identité entre le « dommage causé à l'économie » et le « dommage économique individuel des victimes ». Dans le premier cas, l'autorité administrative doit apprécier « l'importance du dommage causé à l'économie » (art. L. 464.2 c. com). La Commission européenne a fixé dans un document les lignes directrices quant au mode de calcul des amendes (JOUE 1/9/2006). Celle-ci doit être fixée « [...] à un niveau suffisamment dissuasif, non seulement en vue de sanctionner les entreprises en cause (ce que les spécialistes appellent l'« effet dissuasif spécifique »), mais aussi en vue de dissuader d'autres entreprises de s'engager dans des comportements contraires au Traité de Rome (« effet dissuasif général ») ». Face au constat du faible nombre d'actions civiles intentées par les victimes d'ententes, la Commission européenne a proposé dans un Livre vert du 19 décembre 2005 relatif aux différentes méthodes de quantification du préjudice.

Contrairement au droit de la concurrence qui s'oriente vers une prise en compte de la théorie économique dans la notion de préjudice économique, tel n'est pas le cas des délits boursiers. Comment indemniser les victimes du délit d'initié ou d'un délit de manipulation de cours ? Tout d'abord, il convient de déterminer de quelles victimes parle-t-on : les nouveaux actionnaires ou les actionnaires au moment des faits délictueux ? Dans ce dernier cas, comment traiter les actionnaires qui depuis les faits délictueux ont cédé leurs titres ? Ensuite, l'on sait qu'il faut un préjudice personnel distinct du préjudice social pour admettre en action en responsabilité individuelle. Après, il convient de prouver le préjudice et surtout le lien de causalité : ainsi, en matière de diffusion de fausse information par exemple, comment établir que si le cours a varié c'est parce que les opérateurs ont intégré une fausse information ? Là encore, l'absence en droit français de prise en compte de la théorie économique n'est pas favorable à la victime. Au contraire, en droit américain, la jurisprudence fait référence à la *Fraud on the Market Theory*, laquelle repose sur le principe que l'investisseur peut faire confiance dans le prix du marché d'un titre en tant qu'il reflète la vraie valeur de celui-ci. Sur le fondement d'une présomption de *reliance*, les investisseurs qui acquièrent des titres à un certain prix qui intègre lui-même une information fautive ou trompeuse ou qui n'intègre pas toutes les informations, subissent un préjudice, sans qu'il soit besoin d'apporter la preuve du caractère déterminant de cette information dans leur décision. Enfin,

en ce qui concerne le quantum du préjudice, la jurisprudence française fixe la réparation de manière forfaitaire, sans rechercher l'impact de la fausse information ou du délit d'initié sur le cours de Bourse.

Cette question de détermination du quantum du préjudice est celui qui était posé aux magistrats de la cour d'appel de Paris dans l'affaire commentée, laquelle s'inscrivait dans le cadre de l'action civile intentée par les actionnaires de la société objet d'une diffusion d'une information trompeuse. En l'état actuel de la jurisprudence, il convient de distinguer, tout au moins en matière de communication ou diffusion d'information fausses ou trompeuses, deux types de préjudices : celui qui résulte de la conservation des titres antérieurement acquis et celui résultant de l'acquisition des titres pendant la période de diffusion des informations fausses ou trompeuses, qui jusqu'à la présente décision était seul réparable. Plus précisément, l'action civile en responsabilité contre la société peut s'ouvrir aux actionnaires qui ont conservé leurs titres après la découverte du caractère inexact ou trompeur de l'information⁵.

Comment réparer le préjudice ? S'agissant d'informations fausses ou trompeuses, le montant de l'indemnisation est difficile à quantifier en l'absence de prise en compte de la théorie économique. La première possibilité pour le juge consiste alors à déterminer le préjudice de façon absolue. La jurisprudence a pu ainsi considérer que l'indemnisation s'évaluait en faisant « la différence entre le cours normal du titre et sa valeur après la diffusion de l'information »⁶. Reste alors à définir ce que l'on entend par « cours normal », et c'est la plus grande difficulté. La seconde possibilité, intellectuellement moins satisfaisante mais en pratique plus concrète, revient à s'en remettre à la notion de perte de chance, devant la difficulté à quantifier le préjudice. Tel était le cas dans l'affaire *Sidel*⁷, où les juges ont retenu qu'en matière boursière, occasionné par un délit lié à l'information financière, le préjudice ne découle pas du simple fait que les actionnaires ont vendu leurs actions à un prix inférieur à celui auquel elles avaient été achetées : « le cours des actions cotées en bourse présente en soi un caractère spéculatif. La notion de risque est une donnée devant être prise en compte par l'investisseur ». Il en résulte que les infractions constatées ont eu pour effet de faire croire aux actionnaires parties civiles que la situation de la société était meilleure que la réalité, ce qui a eu pour effet de surévaluer le cours de Bourse de l'action. En conséquence, le préjudice consiste en « la perte d'une chance en achetant ou en conservant des titres dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées ». C'est aussi la solution retenue par la cour d'appel de Paris dans son arrêt du 14 septembre 2007, objet du présent commentaire. Alors qu'un actionnaire disposant d'une participation importante dans la société objet de la diffusion d'information trompeuse estimait que le montant

4. Cf. St. Francq, « L'influence du droit européen sur la réparation du dommage », in *Cycle Risques, Assurances et Responsabilité*, Cour de cassation, 2005, groupe de travail « Incertitude et réparation ».

5. Paris, 26 septembre 2003, affaire *Flammarion*, cette chronique janvier-février 2004, n° 93, p. 33 ; Bull. Joly Bourse 2004, p. 43, note E. Dezeuse ; Bull. joly Sociétés 2004, p. 84, note J.-J. Daigre.

6. Cass. Crim., 15 mars 1993, cette chronique, nov.-décembre 1993, n° 32, p. 22 ; Bull. joly Bourse 1993, p. 365, note M. Jeantin.

7. Trib. corr. Paris, 12 septembre 2006, Bull. Joly Bourse 2007, p. 37, note E. Dezeuse.

du préjudice matériel devait être fondé sur la différence entre le prix payé et la valorisation actuelle de sa participation, les magistrats de la cour de Paris écartent cette méthode, estimant que ce préjudice s'analyse en une perte de chance d'investir les sommes litigieuses dans un placement plus judicieux et de renoncer plus rapidement à celui réalisé. Une estimation de cette perte de chance, laquelle ne peut être que subjective – et c'est bien là la faiblesse du droit français comparé au droit américain – est fixée à 10 % des sommes investies. Quant aux petits porteurs ayant acquis leurs titres postérieurement à la diffusion publique d'une note contenant des informations de nature à tromper les investisseurs pour les inciter à remettre des fonds, la Cour estime qu'il y a lieu de les indemniser sur la base d'un montant compris entre la moitié et la totalité des pertes et remboursement des frais irrépétibles.

Il est difficile de demander plus à la jurisprudence en l'état actuel du droit français. Une évolution souhaitable en la matière est celle consistant à adopter une approche similaire à celle du droit de la concurrence, à savoir de mesurer l'influence sur le marché de la fraude. Rien ne l'empêche.

Opération de portage – Conséquences au regard du droit du travail – Information et consultation du comité d'entreprise

Ordonnance de référé rendue le 5 novembre 2007 par le tribunal de grande instance de Paris. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 868.

La banque qui accepte aux termes d'un contrat de réaliser un portage pour le compte de l'un de ses clients n'est redevable d'aucune obligation d'information à l'égard d'une institution représentative des salariés de la société objet du portage et est tenue au secret bancaire quant au contenu de la convention de portage.

L'ordonnance de référé rendue par le tribunal de grande instance de Paris dans le dossier concernant la cession du journal *Les Échos* au groupe LVMH est intéressante au regard de ses incidences potentielles sur l'analyse du portage qui accompagne souvent ces transactions.

La société Calyon a conclu avec la société LVMH une opération dite de portage par laquelle elle s'engage à acquérir les titres de la société propriétaire du journal *Les Échos* pendant le temps nécessaire à l'obtention des autorisations exigées par la procédure de contrôle des concentrations. L'on sait en effet que la société LVMH, propriétaire du journal économique *La Tribune*, directement concurrent des *Échos*, s'est engagée à vendre ce titre afin de respecter le droit de la concurrence. Le comité d'entreprise de l'UES du journal *Les Échos* et plusieurs partenaires sociaux ont demandé en référé de faire constater comme manifestement illicite la décision de la direction du journal *Les Échos* de clôturer la consultation du comité d'entreprise au motif notamment que ce comité n'avait pas reçu communication de la convention de portage liant Calyon au repreneur.

Il n'est pas fait droit à la demande des partenaires sociaux. L'ordonnance de référé considère que la société Calyon,

assignée comme LVMH et la société Les Échos en communication de la convention, n'est redevable d'aucune obligation d'information à l'égard d'une institution représentative des salariés, l'UES des *Échos*, dont elle n'est pas membre, et rappelle qu'elle est donc tenue au secret bancaire. Curieusement, elle ajoute, ce qui n'était pas nécessaire, qu'au surplus la banque « n'est pas partie au projet de cession envisagé ».

Le premier argument relève du droit du travail ; il paraît tout à fait fondé au regard des textes et de la situation. L'ordonnance précise que les partenaires sociaux avaient déjà reçu une note confidentielle écrite et détaillée explicitant les raisons pour lesquelles un dispositif de portage avait été envisagé, son calendrier et son mécanisme, mais aussi les principes de gestion des *Échos* pendant le portage. Cette information préalable et confidentielle des partenaires sociaux est jugée suffisante au regard des exigences du Code du travail et justifie principalement la décision de rejet. Le deuxième argument complète le premier ; il est relatif au secret, ressortit au droit bancaire et semble tout aussi fondé. Le secret bancaire pouvait en effet être opposé à l'UES demanderesse puisque celle-ci est un tiers pour la banque, qui n'en est pas membre. Le troisième argument est relatif au portage. En retenant que la banque n'était « pas partie au projet de cession envisagé », le juge semble appréhender le portage dans sa seule dimension économique. Certes, la convention de portage est extérieure à la convention de cession du journal et est conclue, non entre le cédant et le cessionnaire, mais entre le cessionnaire et un tiers, la banque. Mais cette décision fait abstraction de la propriété potentielle de la société Calyon si celle-ci est appelée à se substituer à l'acquéreur ; en ce cas, elle deviendra bien propriétaire, certes temporairement, mais propriétaire tout de même, des actions de la société du journal *Les Échos*. Pourtant, la décision précise que la société Calyon ne fera que reprendre temporairement les engagements souscrits par la société LVMH en qualité de seule future propriétaire du journal, ce qui occulte la situation juridique intermédiaire qui résulterait du portage provisoire de la banque d'affaires.

Bien que rendue dans le contexte particulier de la négociation sociale engagée lors de la reprise du journal, cette décision n'en soulève pas moins, au moins implicitement, la question de la nature du portage. Celui-ci constitue un service financier (au sens commun du terme) rendu par une banque ou un intermédiaire financier, qui acquiert, à titre temporaire, des titres pour le compte d'un investisseur, à charge de les lui céder (ou de les céder à un tiers) à un prix convenu dès l'origine sans référence à leur prix réel. Cette définition du portage comme service financier, qu'un jugement du tribunal de grande instance de Lille avait énoncé pour la première fois en 1986, a été progressivement reconvenue par la doctrine⁸.

Cette décision semble faire abstraction, et c'est son originalité, de la propriété potentielle provisoire de la ban-

8. TGI Lille 2 octobre 1986, *Revue des sociétés*, 1987, p. 600. Voir également la thèse de M.-P. Soumrani sur le portage d'actions, LGDJ 1996.

que d'affaires dans le processus de cession puisqu'elle considère que cette dernière n'est pas partie au projet de cession. Cette affirmation conduit à s'interroger sur la qualification juridique de l'opération de portage. En fait, la banque d'affaires apparaît comme le mandataire de la société acquéreur. Mais cela va bien au-delà d'un mécanisme de représentation, puisque Calyon doit acquérir les titres en son nom au titre du service rendu. Cette situation de représentation imparfaite fait penser au contrat de commission, sur lequel sont basées bon nombre des interventions des intermédiaires financiers dans le cadre des marchés boursiers. Mais cette lecture ne correspond pas à la réalité, car toute l'originalité de ce dossier provient de la connaissance du portage et donc de l'acquéreur définitif par le vendeur. Ce ne peut donc être une commission. Vainement, l'on tenterait de penser être en présence d'une déclaration de commande ; cette situation où l'acquéreur temporaire précise au vendeur qu'il acquiert la propriété pour le compte d'un tiers, ne correspond pas en effet à la situation décrite car il implique l'absence de dénonciation de l'acquéreur final au vendeur.

En conséquence, serait-on en présence d'un mandat conféré à une banque d'affaires dont la mission serait d'acquérir les titres du journal *Les Échos* à son nom, à titre temporaire pour le compte de l'acquéreur définitif qui exercerait déjà l'ensemble des prérogatives, notamment d'administration, attachées à la propriété des titres et ce, autre originalité du dossier, dans un contexte connu des tiers y compris les salariés ? À pousser le raisonnement à son extrémité, le service rendu par la banque d'affaires effacerait la propriété qu'elle acquerrait. Et comme la banque rend un service à un client, il est naturel que le secret bancaire soit reconnu, comme le précise cette ordonnance. La banque n'a donc pas à divulguer les termes de cette opération à des tiers, même s'il s'agit des partenaires sociaux de la société objet de l'accord de portage.

Au-delà de la réponse immédiate à la question qui lui était posée, cette décision du juge des référés alimente avec bonheur la réflexion sur la nature juridique et la qualification des opérations de portage.

J.-P. B.

Offre publique de rachat – Action de concert non déclarée – Information imprécise – Refus de conformité

Décision AMF du 13 décembre 2007, Gecina.

Un projet d'offre de rachat de ses titres sur le marché d'une société ne peut être déclaré conforme dès lors qu'il ne fait pas état du fait que les deux actionnaires principaux agissent de concert dans le cadre d'un « Plan de séparation » de deux sociétés, dont celle-ci, et qu'il est même prétendu l'inverse, et dès lors que le rachat est l'un des éléments de ce plan.

Après l'affaire Eiffage, qui a vu le bureau de l'assemblée d'une société priver des actionnaires de leurs droits de vote pour franchissement de seuil par une action de concert non déclarée, puis l'AMF confirmer cette appréciation au vu de diverses présomptions de fait, affaire en cours

devant la cour d'appel de Paris⁹, voici l'affaire Gecina, dans laquelle l'AMF, malgré les dénégations des intéressés, estime à nouveau qu'existe une action de concert non déclarée et refuse en conséquence de prononcer la conformité d'une offre de rachat. Mais, le problème est différent, car il s'agit non d'un problème de preuve mais d'un problème de qualification d'un ensemble d'opérations dont la réalité n'est pas discutée, opérations prévues par un « Plan de séparation » et destinées à dénouer les liens entre deux groupes d'actionnaires et de sociétés, et la décision de l'AMF est un simple refus de conformité, non l'obligation de lancer une offre publique.

La question de l'action de concert est née d'un projet d'offre publique de rachat de ses actions par la société Gecina, pour lequel celle-ci a sollicité une décision de conformité de l'AMF. Comme il est habituel et logique, l'autorité de régulation a procédé à une appréciation de cette opération dans son contexte, qui était de permettre la séparation des groupes Métrovacesa et Gecina et de leurs principaux actionnaires, M. S. pour le premier et MM. R. et S. pour le second. En effet, le projet d'offre de rachat de ses actions par Gecina était le point final d'un plan de séparation des deux groupes et des deux actionnariats, concrétisé par un accord de séparation. La réalisation de ce plan devait permettre un développement indépendant du groupe Métrovacesa d'un côté et du groupe Gecina de l'autre, chacun ayant un actionnariat devenu distinct. C'est à propos de l'offre de rachat de ses titres par Gecina que l'AMF a considéré que ses deux principaux actionnaires agissaient de concert alors qu'ils prétendaient le contraire dans le projet. Aussi, refuse-t-elle de le déclarer conforme, car elle estime que l'offre de rachat n'offre pas « une information cohérente et complète » dans la mesure où il y est affirmé, à plusieurs reprises, que les deux principaux actionnaires de Gecina n'agissent pas de concert. Au résultat, l'autorité de régulation fait supporter à une société les conséquences d'une action de concert de deux de ses actionnaires, mais la solution se justifie.

L'action de concert n'est pas spontanément évidente s'agissant, pour deux groupes d'actionnaires, de se séparer. La volonté de séparation est le contraire de l'intention d'avoir une politique commune vis-à-vis de la société, donc le contraire de l'idée même de concert¹⁰. Mais, en l'espèce, l'AMF ne prétend pas qu'il y a concert entre les groupes d'actionnaires qui se séparent, mais seulement entre les deux actionnaires de Gecina. Elle fonde son analyse sur l'ensemble des engagements pris par ceux-ci envers les actionnaires des autres groupes, et entre autres : engagement d'apporter leurs actions Métrovacesa à l'offre de rachat de Métrovacesa libellée en actions Gecina ; engagement de ne pas apporter leurs actions à l'offre de Gecina de rachat de ses actions, de ne pas les apporter à une offre concurrente et de ne pas les céder tant que l'accord de séparation ne sera pas totalement exécuté ; engagement de faire en sorte que

9. Voir, dans un premier temps : Versailles 27 juin 2007 : Droit des sociétés déc. 2007, n° 223, p. 34, note Th Bonneau.

10. F. Martin Laprade, *Concert et contrôle*, Joly Editions, 2007, n°781 et suivant. D. Schmidt, *Action de concert*, n° 86 et suivants in *Répertoire Sociétés Dalloz*. A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 3^e Ed. F. Lefebvre, n°1444 et suivants.

Gecina ne réalise que des actes de gestion courante pendant le déroulement du plan de séparation ; engagement d'acheter des actions Gecina qui pourraient être encore détenues par Métrovacesa à l'issue de l'offre de rachat ; engagement de lancer, en cas d'obligation imposée par la réglementation française, une offre publique d'acquisition en numéraire sur le capital de Gecina ; sélection en commun des immeubles à transférer à une filiale de Gecina. A cela s'ajoute l'affirmation du préambule du plan de séparation que les deux groupes distincts d'actionnaires « défendent des visions et des stratégies d'entreprises différentes de sorte qu'il est souhaitable... dans l'intérêt social de Métrovacesa et dans celui de Gecina, et par conséquent, dans celui de leurs actionnaires minoritaires, de procéder à la séparation de Métrovacesa et de Gecina de sorte que chacune d'entre elles puisse développer son propre projet de façon autonome ». Voilà qui semble bien révéler l'existence d'un projet commun des actionnaires majoritaires de Gecina vis-à-vis de cette société.

La décision de l'AMF de refuser la conformité de l'offre de rachat de Gecina est un moindre mal pour les deux actionnaires. En effet, si le rachat avait été réalisé, l'action de concert aurait été consommée et ils auraient été tenus de lancer une offre publique sur les titres de cette société, d'une part, parce qu'ils auraient franchi de concert le seuil du tiers du capital et des droits de vote à l'issue du rachat, par relution, d'autre part, parce qu'ils auraient, au surplus, augmenté leur participation commune de plus de 2 % en moins d'une année s'ils avaient dû, postérieurement, exécuter leur engagement d'acquisition des titres Gecina résiduellement détenus par Métrovacesa à l'issue du rachat. Le projet de séparation est néanmoins bloqué.

Appel de couverture. Information du client. Respect des dispositions contractuelles

Cour d'appel de Paris Ch 15, 4 octobre 2007 D.-B/ SA Procapital – Cass Com 18 septembre 2007. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés Financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 557 et s.

1^{re} espèce : Un établissement financier qui ne précise pas le montant nécessaire à la reconstitution de la couverture de son client est à l'origine d'un préjudice constitutif d'une perte d'une chance.

2^e espèce : La banque qui ne respecte pas le délai contractuellement fixé pour permettre à son client de reconstituer sa couverture engage sa responsabilité civile.

Alors que l'on pensait que le droit de la responsabilité des établissements financiers en matière d'appel de couverture était définitivement fixé, deux décisions rendues l'une par la cour d'appel de Paris le 4 octobre 2007 et l'autre par la chambre commerciale de la cour de Cassation le 18 septembre 2007, semblent renouveler les termes de cette question.

Dans un arrêt rendu le 8 juillet 2003 – arrêt dit « Sepeau » –, la Cour de cassation avait mis fin à la célèbre discussion sur la finalité poursuivie par l'obligation de couverture en décidant, avec force et clarté, que l'obligation de couverture est « édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du

market et non dans celui du donneur d'ordres »¹¹. Cette affirmation précise était bienvenue puisque nous étions alors en présence d'un arrêt antérieur rendu quelques mois auparavant par la chambre commerciale (arrêt du 14 janvier 2003, dit arrêt « Borja »), qui avait considéré « que l'intermédiaire en n'appelant pas la couverture « avait manqué à son devoir d'information et commis une faute engageant sa responsabilité en n'exigeant pas la constitution de cette couverture préalablement à l'ouverture du compte de titres »¹². Certes isolé, cet arrêt avait connu la faveur de nombreux commentateurs ce qui avait alors conduit la Cour de cassation à conférer un maximum de publicité à sa décision du 8 juillet 2003 qui revenait à sa jurisprudence traditionnelle. Pour clore toute discussion à cet égard, la Cour avait d'ailleurs rappelé sa position dans son rapport annuel de l'année 2004 en précisant notamment que la sanction de l'obligation d'appel de couverture ne saurait résider, même par le biais de l'obligation d'information, dans la responsabilité de l'intermédiaire à l'égard du donneur d'ordre y compris lorsque ce dernier n'était pas un opérateur averti.

Pour autant, et comme nous le rappellent ces deux décisions, l'intermédiaire peut voir sa responsabilité engagée par son client au titre des appels de couverture, non plus en raison de la finalité poursuivie par la constitution de la couverture mais à partir des modalités de constitution et d'appel de cette dernière.

L'arrêt de la cour d'appel de Paris condamne l'intermédiaire qui a avisé son client de l'insuffisance de couverture sans lui indiquer le montant de la couverture à apporter. La cour constate qu'en procédant ainsi le client n'a pas été en mesure de compléter sa couverture, ni surtout de réduire ses positions avant la liquidation de son portefeuille. Dès lors, la cour reconnaît que le client a subi un préjudice, qu'elle qualifie de perte d'une chance, et qu'elle établit de manière forfaitaire à partir notamment de l'évolution des marchés financiers.

Cette décision de la cour d'appel de Paris se situe dans le droit fil de celle rendue le 31 janvier 2006 par la chambre commerciale de la Cour de cassation¹³. Il ne nous semble pas que ces deux décisions reviennent réellement sur la jurisprudence antérieure, la couverture a toujours pour seule finalité la protection du marché. Toutefois, il est naturel que l'intermédiaire lorsqu'il procède à des appels ou des constitutions complémentaires de couverture informe complètement son client des modalités de cet appel et notamment lui indique le montant des sommes à déposer. Sans cette information essentielle, il est difficile au client de déterminer s'il préfère satisfaire à l'appel ou réduire le montant de ses engagements. Et c'est bien, l'absence de cette information qui justifie la condamnation de l'établissement car elle est à l'origine du préjudice et ce, que le client soit profane ou non. En effet, si l'arrêt de la Cour de cassation du 31 janvier 2006 retenait que le client était « profane » laissant ainsi entendre que

11. Cass. com., 8 juillet 2003. Cf cette chronique : Banque & Droit n°91 sept-oct 2003, p. 48.

12. Cass. com., 14 janvier 2003. Cf cette chronique Banque & Droit n° 88 mars avril 2003, p. 33.

13. Cass. com., 31 janvier 2006. *Droit des sociétés* juin 2006, p. 32, obs. Th. Bonneau ; *Revue Lamy droit des affaires*, n° 11, dec 2006, p.33 obs. E. Charlery.

cette sanction n'aurait pas été de mise en présence d'un client averti, cette mention, qui évoquait les discussions antérieures sur la finalité de la couverture en tant qu'information due au client, est absente dans la décision de la cour d'appel ce qui contribue, à notre avis, à lui conférer tout son sens.

L'arrêt de la chambre commerciale du 18 septembre 2007 concerne une banque qui avait liquidé les positions de son client dans un délai de 24 heures après l'avoir mis en demeure de reconstituer la couverture¹⁴. Ainsi la mise en demeure intervenue le samedi, avait été suivie d'une liquidation d'office des positions du client le lundi. Or la convention de comptes prévoyait que le client disposait d'un délai d'un jour de Bourse pour régulariser sa position, et ce, avant que la liquidation ne puisse intervenir. S'agissant d'un délai de régularisation intervenant un dimanche, l'on comprend bien que le client qui n'était pas en mesure d'intervenir était condamné à voir ses positions liquidées le lundi. Dès lors il était naturel que la banque soit condamnée pour, après avoir mis en demeure son client de reconstituer sa couverture, avoir procédé à la liquidation d'office de ses positions dans un délai dont la computation ne respectait pas celle précisée dans la convention de comptes d'instruments financiers qu'elle avait signée avec son client.

Au final, l'on retiendra de ces décisions que si la couverture est bien édictée dans l'intérêt du marché, les intermédiaires ne sont pas exonérés de l'obligation de respecter les clauses contractuelles qu'ils ont signées et d'informer complètement leurs clients des modalités de mise en œuvre de cette réglementation.

Responsabilité civile des PSI – Opérations de souscriptions de parts de FCP « à promesses » ou « fonds à formule » – Produit « Benefic »

Cour de cassation, chambre commerciale 30 octobre 2007 Barthe / La Poste ; cour d'appel de Caen 12 juin 2007 Dupont / La Banque Postale. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec 2001, 3^e éd., n° 989.

1^{re} espèce : La banque qui, dans ses documents publicitaires, précise clairement que le produit financier proposé à sa cliente est un produit boursier soumis aux aléas de la Bourse n'engage pas sa responsabilité pour défaut d'information.

2^e espèce : La banque qui propose à ses clients mineurs protégés un produit financier inadapté à la gestion équilibrée de leur patrimoine car représentant une part trop importante de ce dernier engage sa responsabilité alors même que l'information remise lors de la présentation du produit était exacte.

Les deux décisions commentées, rendues dans le cadre général du dossier « Benefic », l'une par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 30 octobre 2007 et l'autre par la cour d'appel de Caen le 12 juin 2007 ont trait au produit Benefic commercialisé par La Banque

Postale¹⁵. Si la décision de la chambre commerciale de la Cour de cassation s'insère fort logiquement dans les pas de sa jurisprudence de principe fixée par cinq arrêts le 19 septembre 2006, celle de la cour d'appel de Caen se situe dans une approche différente dont l'on trouvait déjà une trace dans une décision rendue par la cour d'appel de Chambéry le 30 mai 2006.

La jurisprudence de la Cour de cassation est limpide. En présence d'un produit simple et non spéculatif ce qui est le cas du produit Benefic considéré comme un simple fonds commun de placement – la banque n'est pas tenue à un devoir de mise en garde. Seule une obligation d'information pèse sur elle, obligation à laquelle elle satisfait en remettant à son client la documentation légale par ailleurs validée par le régulateur, à l'époque la COB. Comme le précise la décision rendue par la Cour de cassation le 30 octobre 2007, cette obligation d'information est également respectée par la remise des documents publicitaires qui faisait clairement apparaître la nature boursière du placement et la nature limitée de la garantie offerte par la Banque.

En présence de faits voisins à savoir la souscription du même produit de La Banque Postale, la cour d'appel de Caen est d'un avis différent. Après avoir relevé que la banque n'était pas tenue d'un devoir de mise en garde car il s'agissait d'un produit simple et non spéculatif, la cour considère toutefois que la banque demeurerait tenue d'une obligation d'information et de conseil sur les avantages et les inconvénients des choix que la banque propose au regard de la situation personnelle de l'investisseur, en l'espèce un mineur protégé. Cette obligation d'information n'est donc pas cantonnée à la seule information concernant le produit financier à laquelle la banque a satisfait en remettant la documentation légale comme le considèrent les décisions de la Cour de cassation. Pour les magistrats de la cour d'appel de Caen, elle s'étend également à une appréciation globale de la situation du client, alors même que l'information fournie était exacte, ainsi que la décision prend soin de le préciser. Pour la cour d'appel, cette information était inadaptée à une gestion des biens équilibrée appartenant à des clients mineurs en raison, d'une part, des risques liés à un placement boursier et, surtout, en raison de la part importante de cet investissement dans le patrimoine de client mineur. Cet investissement représentait en effet 26 % du patrimoine total des clients mineurs.

Cette décision de la cour d'appel de Caen évoque celle rendue par la cour d'appel de Chambéry le 30 mai 2006 qui s'insérait déjà dans une approche globale du patrimoine du client. Pour les magistrats savoyards, il s'agissait d'une appréciation fondée sur la substitution d'un produit à risque au sein du patrimoine d'un client néophyte qui avait jusqu'alors réalisé aucun placement comportant un risque lié à l'évolution des marchés boursiers ; pour les magistrats normands, l'appréciation concerne la diversification du patrimoine de mineurs concentré pour plus du quart de leur patrimoine sur un seul produit par ailleurs soumis aux aléas boursiers.

14. Cass. com., 18 septembre 2007, RDBF nov dec 2007 : p. 71 Note Th. Bonneau et p. 41 Note de F.-J. Crédot et Th. Samin.

15. Pour suivre les différentes étapes de ce dossier, nous renvoyons le lecteur à nos chroniques successives publiées dans les numéros 104, 107, 109 et 110.

Ces deux décisions suscitent une réflexion fondée sur le nouveau contexte légal et réglementaire issu de la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers.

Comme en témoigne le nouveau texte du règlement général de l'AMF (art 314-43 et s du RG AMF), le banquier doit proposer à ses clients des produits qui correspondent à leurs besoins et objectifs, besoins et objectifs appréciés notamment par une analyse de la composition du patrimoine de chaque client. Cette obligation n'est pas réellement nouvelle puisque directement inspirée de l'ancien article 321-46 du RG de l'AMF. Dès lors, comme nous y invitent les termes de la décision de la cour d'appel de Caen, devrions-nous considérer que le devoir d'information n'est plus limité au seul produit souscrit mais concerne l'ensemble de la situation du client tendant ainsi à se confondre progressivement avec une obligation de conseil. À ce propos, l'on notera avec intérêt que la décision Caennaise précise bien que la banque est tenue d'une obligation d'information et de conseil.

En l'état, la décision rendue par la cour d'appel de Caen ne nous semble pas correspondre au droit applicable lors de la commercialisation des produits *Benefic*. Toutefois, ses termes nous invitent à réfléchir à l'évolution de la responsabilité du prestataire dans le cadre du nouvel environnement réglementaire issu de la directive MIF transposée depuis le 1^{er} novembre 2007. La nécessité de connaître le client afin de s'assurer de la bonne adéquation du produit qu'il souscrit avec sa compréhension des mécanismes financiers, la composition de son patrimoine et les objectifs qu'il poursuit devraient naturellement avoir une traduction sur l'étendue de la responsabilité du prestataire. Ainsi appréciée la décision de la cour d'appel de Caen pourrait annoncer une évolution de la responsabilité civile des prestataires.

PSI – Obligation d'information et de conseil – Client averti

Toulouse, 2^e chambre, 2^e section, 25 septembre 2007, SA Boursorama c/ D. voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 933 et s.

Ne peut être considéré comme profane et ne peut se prévaloir d'un manquement du prestataire à une obligation d'information et de conseil le client qui a passé plus de 480 ordres de Bourse par Internet sur une période de trois mois.

Cet arrêt mérite un signalement par la clarté de la situation et de la décision. Un client avait passé plus de 480 OSRD par Internet sur une période de trois mois et, ayant subi des pertes, avait tenté d'engager la responsabilité du prestataire chargé d'exécuter les ordres, au titre d'un manquement à son obligation d'information et de conseil. La cour le déboute, car elle y voit, à juste titre, « un client averti conscient des risques pris sur le marché à règlement différé ». La décision est conforme à la jurisprudence.

Cet arrêt est l'occasion de se poser la question de l'ave-
nir de l'obligation d'information et d'alerte (plutôt que de

conseil¹⁶) maintenant que la loi a expressément introduit et précisé de manière détaillée les obligations à la charge des prestataires de services d'investissement à l'entrée en relation avec ses clients, en application de la directive MIF. L'article L 533-13 du Code monétaire et financier impose expressément, au titre des règles de bonne conduite, des obligations d'information très précises et très complètes, en distinguant en partie les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille des autres services d'investissement. Le prestataire est d'abord tenu de s'informer des connaissances et de l'expérience du client, et de sa situation financière et de ses objectifs dans l'hypothèse d'un conseil en investissement ou d'une gestion de portefeuille, et de ne lui recommander que des produits adaptés à sa situation. L'article L. 533-12 exige, quant à lui, que le prestataire communique toute information permettant de comprendre la nature du service et du type d'instruments financiers proposés ainsi que les risques qui sont afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leur décision en connaissance de cause. La preuve écrite de l'exécution de ces obligations doit être conservée par le prestataire (article L. 533-12 et L. 533-14). Le prestataire n'est dégagé de ces obligations que s'il fournit un service de RTO ou d'exécution d'ordres, mais seulement si ce service porte sur un instrument financier non complexe et à la condition que le prestataire rappelle au client qu'il n'est pas tenu d'évaluer le caractère approprié du service ou de l'instrument financier (article L. 533-13.3). Et le règlement général de l'AMF vient préciser très en détail le contenu de ces obligations (article 314-32 et suivants) : description de la nature et des risques des instruments financiers (article 314-33 et suivants) ; évaluation de l'adéquation du service de gestion de portefeuille et de conseil en investissement ; (article 314-43 et suivants) ; évaluation du caractère approprié des autres services (article 314-49 et suivants). Aussi, peut-on avoir le sentiment que les nouvelles obligations légales absorbent et se substituent à l'obligation prétorienne antérieure.

Mais, les conditions et le régime en sont modifiés, ce dont il faut prendre conscience : s'agissant de la violation d'une l'obligation légale, la faute civile devient plus facile à admettre ; les clients créanciers de ces obligations ne sont plus seulement les clients profanes, ce qui s'entendait assez étroitement comme ceux qui ont déjà réalisé des opérations qui leur ont permis ou qui devraient leur avoir permis de prendre conscience des risques courus, mais beaucoup plus largement les clients non professionnels ; les opérations imposant l'exécution de ces obligations ne sont pas seulement celles portant sur des instruments financiers à terme, mais celles portant sur des instruments complexes. Un client professionnel est un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus, notion beaucoup plus restrictive que celle de la jurisprudence de client averti. En revanche, la notion d'instrument financier non complexe qui exonère le prestataire de ses obligations d'informa-

16. Voir cette chronique in *Banque & Droit* n°116, nov-déc. 2007, p. 35.

tion semble plus large que celle d'instruments financiers à terme retenue en pratique par la jurisprudence précédente (voir la liste de l'article 314-57 du RG de l'AMF). Mais il est vrai que la jurisprudence récente semblait s'être détachée quelque peu de la notion de produit dérivé, même si celle-ci demeurait centrale, et avoir parfois admis qu'un instrument financier à terme pouvait être suffisamment simple pour ne pas nécessiter une obligation d'information et d'alerte¹⁷ et, à l'inverse, étendu la protection à certaines opérations au comptant considérées comme spéculatives¹⁸.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

AMF – Commission des sanctions – Récusation

Loi n°2007-1774 du 17 décembre 2007, art. 11.

La récusation d'un membre de la commission des sanctions de l'AMF est désormais possible, à la demande de la personne poursuivie et s'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre.

Une loi du 17 décembre 2007¹⁹ est venue, à titre principal, habiliter le gouvernement à retoucher par ordonnance le Code des assurances et le Code monétaire et financier pour les adapter à plusieurs directives dont la transposition n'avait pas encore été réalisée ou achevée. Elle vient également ratifier plusieurs ordonnances, dont celle du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers et celle du 19 avril relative aux établissements de crédit, aux entreprises d'investissement et aux sociétés de crédit foncier. Par la même occasion, elle modifie diverses dispositions du Code de commerce et du Code monétaire et financier et en profite pour introduire la possibilité de récuser un membre de la commission des sanctions de l'AMF. Précisément, l'article 11 de la loi insère un paragraphe III bis à l'article L 621-15 du Code monétaire et financier ainsi libellé : « Dans les conditions fixées par décret en Conseil d'État, la récusation d'un membre de la commission des sanctions est prononcée à la demande de la personne mise en cause s'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre ». Cette réforme fait suite aux trois décisions du Conseil d'État qui, en 2006 et 2007, ont annulé des décisions pour défaut d'impartialité d'un membre de la commission des sanctions²⁰. L'autorité de régulation a très vite conclu à la nécessité, non pas de modifier la composition de la commission des sanctions, contrairement à certaines propositions²¹,

mais d'introduire la récusation, l'idée étant de régler la difficulté le plus tôt possible. L'article 11 de la loi du 17 décembre 2007 renvoie les détails de mise en œuvre procédurale à un décret, mais fixe les conditions essentielles de cette récusation spéciale en reprenant à son compte le régime de récusation du code de la justice administrative (art. L.721-1).

La récusation d'un membre de la commission des sanctions ne pourra être demandée que par la personne mise en cause. La solution est évidemment logique, nulle autre qu'elle ne participant à la procédure. Mais, est-ce que cela privera la commission du droit de se saisir elle-même de la difficulté et de prononcer d'office la récusation ? Il semble que la réponse doive être positive, ce qui est a priori regrettable. Le vrai est cependant que cela ne sera pas gênant en pratique car, de deux choses l'une, soit la commission aura connaissance d'un cas de récusation et la pression sera suffisamment forte sur le membre concerné pour qu'il décide de se déporter, soit elle n'en aura pas connaissance et ce pouvoir sera sans intérêt.

La loi limite la récusation à l'hypothèse où il existerait « une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre ». On le voit, le cas est général, à la différence des cas légaux de récusation des juges²² : cependant, la Convention européenne des droits de l'homme a imposé d'appliquer le principe d'impartialité à tout organisme faisant fonction de juridiction, ce qu'a relayé le Conseil d'État à l'égard de l'AMF dans les arrêts déjà cités. Mais il faut remarquer que la loi du 17 décembre 2007 impose la preuve d'une « raison sérieuse » de mettre en doute l'impartialité d'un membre de la commission, ce qui vient encadrer le jeu de la récusation. Cette précision est raisonnable, car il faut éviter les récusations intempestives, plus encore celles qui seraient dictées par des préoccupations tactiques et qui pourraient entraver le fonctionnement de la commission des sanctions, voire la déstabiliser.

Seulement, se pose une question : la personne poursuivie qui n'aura pas soulevé la difficulté alors qu'elle la connaissait, sera-t-elle privée du droit de l'invoquer ultérieurement, devant la juridiction de recours ? C'est ce que prévoient les Codes de procédure, qu'il s'agisse de la procédure civile (art. 342 et 430 du NCPC), de la procédure pénale (art. 668 du CPP) ou de la procédure administrative contentieuse (art. R. 721-2 CJA), mais leurs règles ne s'appliquent qu'aux magistrats²³. Le décret de mise en œuvre de la loi de décembre 2007 devra donc le prévoir expressément si l'on veut que s'applique cette exception. Ce serait le moyen de mettre un terme à la plupart des difficultés, le plaignant devant parler tout de suite ou se taire définitivement.

17. Pour un SWAP de taux d'intérêt, voir Com. 19 Juin 2007 : Bull. Civ. 4, n°250 ; D 2007, AJ, p 1952, note X. Delpech ; Banque & Droit juillet-août 2007, n°114, p 28 ; JCPE 2007, 2259, note Th. Bonneau.

18. Com. 14 décembre 2004 : BC4, n°222 ; D 2005, AJ, p 360, note V. Avena-Robardet ; Droit des sociétés 2005, n°96, note Th. Bonneau.

19. Loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier.

20. CE 27 octobre 2006, Parent : Banque & Droit n° 110, nv-déc. 2006, cette chronique, p. 34, Banque & Droit n° 111, janv.-fév. 2007, p. 32 ; 12 mars 2007, Société Europe Finance et Industrie : Banque & Droit n° 114, juill.-août 2007, p. 22 ; 26 juillet 2007, Société Global : Banque & Droit n° 115, sept.-oct. 2007, p. 32.

21. Y. Paclot, De l'impartialité de l'Autorité des marchés financiers, RDBF juill.-août

2007, p. 1.

22. Article L731-1 du Code de l'organisation judiciaire.

23. S. Thomasset-Pierre, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, Bib. Droit Privé, T. 393, LGDJ, n° 414.

AMF – Marché réglementé – Compartiment professionnel – Appel public à l'épargne – Investisseurs non qualifiés – Accès au marché – Responsabilité des PS

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 368 et s.

C'est le 19 décembre dernier qu'a été publié au Journal officiel l'arrêté homologuant les modifications du règlement général de l'AMF permettant la mise en place sur le marché réglementé d'un compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public, et donc sans appel public à l'épargne. La cotation sur ce compartiment, sur lequel des investisseurs non qualifiés peuvent intervenir, dispense l'émetteur de certaines obligations spécifiques prévues par l'AMF en cas d'admission sur un marché réglementé tout en maintenant les obligations directement issues des directives européennes applicables en l'espèce. L'intention est ainsi de permettre au marché réglementé français d'attirer la cotation d'entreprises étrangères à la recherche de fonds sur le marché financier international, et notamment celles des pays émergents comme le Brésil, la Russie, l'Inde ou la Chine.

Lors du dernier numéro de cette chronique, commentant un communiqué de presse de l'AMF sur les conditions dans lesquelles des investisseurs non qualifiés pouvaient acquérir des titres cotés sur Alternext par voie de placement privé²⁴, nous avons eu l'occasion de rapprocher ce communiqué de la consultation alors en cours sur les conditions de mise en place d'un « compartiment professionnel » sur le marché réglementé et d'indiquer que nous aurions sans doute à présenter prochainement ce dispositif. Voilà qui est le cas aujourd'hui, l'impératif de compétitivité de la place de Paris ayant commandé l'adoption des dispositions nécessaires dans des délais particulièrement courts puisqu'il ne s'est écoulé qu'un peu plus de sept semaines entre le moment où le projet de dispositif a été mis en consultation publique²⁵ et celui où les modifications du règlement général prises à cet effet ont été publiées au Journal officiel²⁶ ! Preuve, s'il en était besoin, que les autorités de Place peuvent aller vite dans l'adaptation réglementaire lorsque l'enjeu l'exige.

Quel est l'objet de ce nouveau « compartiment professionnel » ? Comme l'énonce le règlement général, il s'agit de permettre à l'entreprise de marché de « mettre en place un compartiment ouvert aux personnes qui sollicitent l'admission de leurs instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé, sans émission ni cession dans le public lorsque des titres de capital ou des titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de

vote de ces émetteurs ne sont pas déjà admis aux négociations sur un marché réglementé français » (RG AMF, art. 516-18). L'intérêt d'une cotation sur ce compartiment est de permettre à l'émetteur de bénéficier de certains allègements par rapport aux contraintes que déclenche la cotation sur le marché réglementé.

Ces allègements, qui se situent seulement au niveau du règlement général de l'autorité de marché, la réforme ne comportant pas d'autre volet réglementaire et encore moins législatif, sont autorisés par le fait que lors de l'introduction sur le compartiment professionnel, il n'y a pas émission ou cession dans le public, et donc pas mise en cause de l'épargne publique. Bien évidemment, les allègements opérés ne portent pas atteinte au socle formé par les directives européennes s'agissant des émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, et notamment aux dispositions issues des directives Abus de marché²⁷, Prospectus²⁸ et Transparence²⁹ : le compartiment professionnel étant en effet partie d'un marché réglementé, ce socle est incontournable.

Dans ce cadre, les allègements se situent à deux niveaux dont le premier concerne la simplification des conditions de réalisation de l'opération d'admission. D'une part, l'émetteur n'a pas à produire une lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes³⁰ (RG AMF, art. 212-14 et 212-15, III), ni une attestation du prestataire de services d'investissement³¹ (RG AMF, art. 212-16), ni une traduction du résumé établi en français (RG AMF, art. 212-5, 8^e, e et 212-12). D'autre part, les émetteurs dont le siège est établi en dehors de l'Espace économique européen sont dispensés de désigner, avec l'accord de l'AMF, un contrôleur légal des comptes chargé de vérifier la traduction des états financiers et de leurs notes annexes ainsi que la pertinence des compléments et adaptations (RG AMF, art. 212-36 et 37). Le second niveau d'allègement concerne les obligations d'information périodique et permanente. Tout d'abord, les émetteurs étrangers cotés sur le compartiment professionnel se voient ouvrir la possibilité de publier l'ensemble de l'information réglementée au sens de l'article 221-1 du règlement général dans une autre langue usuelle en matière financière³² (RG AMF, art. 221-2,

27. Voir directive 2001/34/CE 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

28. Voir directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 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, et modifiant la directive 2001/34/CE.

29. Voir directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 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.

30. Cette lettre fait état « des rapports émis figurant dans le prospectus, le document de référence ou, le cas échéant, leurs actualisations ou leurs rectifications » et indique, « au terme de leur lecture d'ensemble et des éventuelles vérifications particulières effectuées conformément à la norme professionnelle visée ci-dessus leurs éventuelles observations » (RG AMF, art. 212-15, II).

31. Cette attestation, dont la portée et le contenu varient selon la nature des opérations en cause, est destinée à confirmer à l'AMF la réalisation des « diligences professionnelles d'usage » par le prestataire. Voir sur ce point le Code professionnel FBF-AFEI concernant les diligences à opérer par les prestataires de services d'investissement participant à une opération financière, octobre 2006.

32. On rappelle qu'en application de la directive Transparence, l'article 221-2 du règlement général permettait déjà à un émetteur réalisant une simple opération d'admission de rédiger les informations entrant dans le champ de cette directive dans une langue usuelle en matière financière autre que le français, cette possibilité ne concernant toutefois, pour l'essentiel, que les rapports financiers annuel et semestriel, l'information trimestrielle ou encore l'information privilégiée à

24. Voir cette chronique, Banque & Droit n° 116, nov.-déc. 2007, p. 40.

25. Voir « Mise en place sur le marché réglementé d'un compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public : l'AMF lance une consultation publique sur son projet de règlement général », communiqué de presse de l'AMF du 1^{er} octobre 2007 et le document de consultation qui l'accompagnait.

26. Voir arrêté du ministre de l'Économie du 7 décembre 2007 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, publié au JO du 19 décembre 2007. Voir aussi « Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur le projet de règlement général permettant la mise en place sur le marché réglementé d'un compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public », publiée le 19 novembre par l'AMF.

I, 1^o, b). Ensuite, alors que le principe est que l'information réglementée doit faire l'objet d'une « diffusion effective et intégrale » (RG AMF, art. 221-3 et 4) et que la communication financière par voie de presse écrite doit être effectuée par l'émetteur « selon le rythme et les modalités de présentation qu'il estime adaptés à son actionnariat et à sa taille », cette dernière formulation est assouplie pour permettre que la communication financière puisse être également adaptée en fonction du « type d'instruments financiers émis » mais aussi de « la circonstance que ses instruments financiers sont admis aux négociations sur le compartiment [professionnel] ». (RG AMF, art. 221-4, V). Ensuite encore, les émetteurs cotés sur le compartiment professionnel ne sont pas tenus par la règle imposant l'établissement d'une information pro forma concernant au moins l'exercice en cours, en cas de changement de périmètre ayant un impact sur les comptes supérieur à 25 %, (RG AMF, art. 222-2). Enfin, ces émetteurs sont également dispensés de publier par communiqué, dans les quatre mois qui suivent la clôture de leur exercice, le montant des honoraires de leurs commissaires aux comptes (RG AMF, art. 222-8).

Face à ces allègements, deux limites sont posées. L'une concerne la sortie du compartiment professionnel qui n'est possible « qu'à l'occasion d'une émission ou d'une cession d'instruments financiers dans le public donnant lieu à l'établissement d'un prospectus » (RG AMF, art. 516-18). L'autre limite concerne l'obligation d'une information spécifique procurée par l'intermédiaire chargé par son client, investisseur non qualifié d'acquiescer des titres sur le compartiment professionnel : en effet, en tant que marché secondaire, l'accès au compartiment professionnel n'étant pas réservé aux seuls investisseurs qualifiés, l'AMF a prévu que, lorsqu'un investisseur non qualifié souhaite y acquiescer des titres, cela n'est possible « qu'à l'initiative de cet investisseur et lorsque ce dernier a été dûment informé des caractéristiques de ce compartiment par le prestataire de services d'investissement » (RG, art. 516-19).

Pour compléter la description des règles modifiées pour la création du compartiment professionnel, il faut aussi noter la modification de l'instruction n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne dans laquelle est créée une section spécifique consacrée aux sociétés sollicitant l'admission de leurs titres sur le compartiment professionnel (Instr. AMF 2005-11, art. 10-1 à 10-4). Il faut noter également la modification de la recommandation AMF sur la communication financière par voie de presse écrite et la diffusion de l'information réglementée par les sociétés cotées sur un marché réglementé³³.

Ce nouveau dispositif appelle plusieurs remarques dont la première n'est pas juridique mais économique. Elle consiste à saluer le mouvement opéré et la rapidité avec laquelle il a été accompli. L'on sait en effet que le nouvel environnement créé par la directive MIF³⁴ a pour effet d'intensifier la concurrence entre plates-formes d'exé-

cution, en rendant équivalent le passage par un marché réglementé, par un système multilatéral de négociation ou par un intermédiaire financier exécutant l'ordre de son client en dehors de l'un ou l'autre des deux mécanismes précédents³⁵. Ce nouveau contexte a d'ailleurs donné lieu par anticipation à une série de grandes manœuvres entre les principaux opérateurs boursiers européens au cours de ces trois dernières années dont l'un des résultats a été la constitution début 2007 du nouvel ensemble transatlantique NYSE-Euronext³⁶. Or, l'un des espoirs de cette fusion pour la Place de Paris réside dans la création d'une grande marque mondiale susceptible d'attirer la cotation d'entreprises à la recherche de capitaux internationaux, et notamment celles issues des pays émergents que sont le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine³⁷ dont les marchés financiers n'ont pas encore le stade de développement nécessaire à cet effet. L'enjeu est d'importance car l'on parle d'appels au marché qui peuvent se chiffrer en milliards d'euros, et qui ont donc la capacité de susciter un courant d'affaires non négligeable au profit de la place et de ses acteurs, lui-même générateur d'emplois et de valeur ajoutée pour l'économie nationale. Toutefois, pour attirer ces émetteurs de pays émergents, encore faut-il pouvoir leur proposer des conditions de cotation attractives, ce qui suppose notamment qu'ils ne soient, du fait du choix de la place de Paris, astreints à des obligations plus lourdes que celles qu'ils subiraient sur une autre place de cotation. D'où l'idée du compartiment professionnel dans lequel un certain nombre des contraintes propres à la réglementation française sont supprimées, renforçant ainsi la capacité de la place de Paris à attirer de nouveaux émetteurs. De ce point de vue, on ne peut donc que souscrire à l'affirmation de l'AMF lorsqu'elle place les modifications permettant la mise en place du compartiment professionnel dans le droit fil de sa démarche de meilleure régulation, initiée en mai 2006.

Mais si l'objectif poursuivi semble indéniablement légitime, force est toutefois de constater que se trouve ainsi un peu plus fragilisé le dispositif spécifiquement français de l'appel public à l'épargne, déjà mis à mal par la volonté politique de réalisation d'un grand marché financier européen³⁸. Faut-il en effet rappeler que l'APE repose sur des bases largement différentes de celles sur lesquelles a été mise en œuvre l'intégration européenne? D'une part, la définition même de l'APE (Comofi, art. L. 411-1) s'écarte sensiblement de celle qui sert à fonder le champ d'application de la directive Prospectus³⁹. D'autre part,

l'exclusion, par exemple, du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne.

33. Mise en ligne le 20 décembre 2007.

34. Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers et ses textes d'application de la Commission (directive 2006/73/CE du 10 août 2006 et règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006).

35. Soit qu'il interpose un compte propre, soit qu'il mette face-à-face deux de ses clients. Pour la première possibilité, la directive MIF a en outre créé la notion d'internalisateur systématique qui, comme son nom l'indique, désigne les personnes qui ont porté cette activité d'exécution « directe » à un tel degré de systématisation qu'elle justifie l'assujettissement à des obligations particulières, notamment en termes de transparence prénégociation. Sur cette question, voir cette chronique, Banque & Droit n° 113, mai-juin 2007, p. 53.

36. Sur certaines de conditions de mise en place de ce nouvel ensemble, on renvoie à cette chronique, Banque & Droit n° 112, mars-avr. 2007, p. 47.

37. Souvent rassemblés sous la dénomination BRIC.

38. Pour des développements plus précis sur ces aspects, on renvoie au document récemment publié par l'Association française des entreprises d'investissement « Réformer l'APE – Une nécessité urgente et impérative – Note de problématique », AFEI / 08-02, 10 janvier 2008.

39. Il faut d'ailleurs remarquer qu'à l'occasion de la transposition de cette directive par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de

et peut-être surtout, le seul fait d'avoir réalisé une opération par APE est suffisant pour astreindre les personnes concernées à certaines obligations permanentes⁴⁰ alors que la directive Transparence n'impose les obligations qu'elle détermine qu'aux émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. La conséquence de ces divergences est de déterminer un double régime : d'un côté, celui des sociétés françaises, tenues par les règles de l'appel public à l'épargne ; de l'autre, celui des sociétés d'autres Etats membres qui, en France, ont la possibilité de solliciter l'épargne ou de se faire coter sur un marché réglementé sans pouvoir être astreintes à des règles plus contraignantes que celles prévues par les directives européennes. À ce double régime vient donc désormais s'ajouter celui du compartiment professionnel pour lequel un troisième niveau de règles est applicable.

l'économie, le législateur a parfaitement identifié cette discordance puisqu'il a relevé qu'en ne visant que la situation d'une « offre au public de valeurs mobilières », la directive retient une « notion [...] proche quoique distincte de celle d'appel public à l'épargne, notamment parce que sa définition est fondée sur l'acte de communication et le niveau de l'information plutôt que sur la nature des opérations de l'émetteur. La définition communautaire n'opère aucune distinction selon les moyens, si ce n'est la référence au placement par des intermédiaires, alors que l'APE, selon les termes de l'article L. 411-1, envisage le recours à la publicité, au démarchage et à certaines catégories de professionnels. Les termes de la directive font également référence aux valeurs mobilières, alors que la définition française de l'APE vise les instruments financiers. Le terme de « public » n'est pas défini dans l'un et l'autre cas » (Rapport Sénat n° 438, 29 juin 2005, p. 148).

40. Sauf à réunir les conditions leur permettant de sortir du statut (Comofi, art. L. 412-1, III et RG AMF, art. 215-1).

Dans ce contexte, peut-on sérieusement penser que l'épargnant français, au bénéfice duquel est censé avoir été érigé le dispositif APE, est aujourd'hui à même de comprendre les subtilités qui découlent de ces différents régimes, et d'apprécier à sa juste mesure les différences de protection dont il bénéficie selon qu'il acquiert des titres d'émetteurs pleinement soumis au dispositif APE, des titres d'émetteurs européens non français cotés sur le marché réglementé français, des titres d'émetteurs européens non français cotés sur un marché réglementé non français, des titres d'émetteurs cotés sur le compartiment professionnel du marché réglementé français, des titres d'émetteurs européens non français pouvant solliciter les épargnants français...

Le seul énoncé de la problématique doit conduire de lui-même à la conclusion qu'il semble aujourd'hui bien difficile pour l'épargnant, non seulement de percevoir les multiples éléments qui constituent le dispositif destiné à le protéger, mais également d'en comprendre la cohérence d'ensemble.

Mais justement pourrait-on objecter, tel est l'objet du nouvel article 516-19 du règlement général qui, d'une part, interdit tout acte de commercialisation active des titres cotés sur le compartiment professionnel auprès d'investisseurs non qualifiés, puisque la décision d'acheter de tels titres doit résulter de leur seule initiative et, d'autre part, impose au prestataire de services d'investissement dont le client, investisseur non qualifié, veut acquérir de tels titres de « dûment » l'informer « des caractéristiques

Plus de 17 000 ouvrages
sur le seul sujet
qui vous obsède vraiment.

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance

RB
REVUE
BANQUE

de ce compartiment ». Quelle est toutefois la légitimité de ces restrictions ? La commercialisation des instruments financiers, surtout cotés sur des marchés réglementés, est largement ouverte par les directives MIF et Prospectus. Pourquoi alors régir particulièrement celle des instruments cotés sur le marché professionnel ? Sans doute parce que cette commercialisation déterminera alors une cession dans le public au sens du 2 de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier, caractérisant l'appel public à l'épargne. Mais l'admission sur un marché réglementé étant l'autre situation qui caractérise l'appel public à l'épargne prévue par le 1 de ce même article, comment peut-on déduire que des conséquences différentes peuvent découler de situations toutes deux constitutives d'un appel public à l'épargne ? Sur un autre plan, pourquoi assujettir l'intermédiaire à une information particulière lors de l'acquisition de titres cotés sur le compartiment professionnel ? Aucune obligation de ce type n'est imposée lorsque le client souhaite intervenir sur un marché réglementé européen non français. Certes, on peut sans doute estimer que cette information est contenue dans l'action même : en choisissant d'intervenir sur un marché non français, l'investisseur ne peut s'attendre à recevoir les mêmes protections que celles qui lui sont procurées sur le marché français. Mais en tout état de cause, reste toujours non traitée spécifiquement la cotation sur un marché réglementé français d'un émetteur d'un autre Etat membre : cette cotation est en effet possible sans assujettissement à des obligations autres que celles prévues par les directives européennes, Transparence et Prospectus notamment, et le cas échéant par la procédure d'admission de l'entreprise de marché⁴¹. Et à quel titre ici, l'intermédiaire qui, pour le compte de son client achètera les titres d'un tel émetteur, lui sera-t-il redevable d'une information spécifique sur le fait que ces titres, bien que cotés sur un marché réglementé français, émanent d'un émetteur qui n'est pas assujéti aux obligations découlant de l'appel public à l'épargne... Sauf à ruiner l'objectif d'intégration poursuivi par les directives, il ne semble pas possible de déduire que tel est l'effet de l'obligation qu'ont les « prestataires de services d'investissement [de communiquer] à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause » (Comofi, art. L. 533-12, II).

Cette fragilité intrinsèque du nouvel article 516-19 apparaît ainsi surtout révélatrice de l'urgence qu'il y a à mener une réflexion d'ensemble en vue de refonder le dispositif APE et lui redonner, au service de la protection de l'épargne, une cohérence désormais disparue. Cette « refondation » de l'APE, qui ne signifie pas nécessairement qu'il faille éliminer toutes les contraintes additionnelles par rapport au socle des directives européennes, mais seulement qu'il est nécessaire de réenvisager chacune d'entre elles dans une approche coûts/bénéfices par rapport

à l'enjeu européen, est d'autant plus vitale que le maintien d'un régime propre de l'APE est source de distorsions concurrentielles au détriment des émetteurs français dans leur capacité à lever des financements sur le marché... Il y a là un chantier crucial pour l'attractivité de la place de Paris qui sera sans doute au cœur des préoccupations du Haut Comité de place présidé par le ministre de l'Économie, Mme Lagarde.

De manière moins ambitieuse, deux adaptations apparaissent, en tout état de cause, nécessaires pour ne pas ruiner les avancées accomplies au travers du compartiment professionnel. Tout d'abord, il faut assurer que, dès lors que les titres cotés sur ce compartiment sont accessibles à des investisseurs non qualifiés, la combinaison des textes applicables ne permettra jamais de constater qu'une situation d'APE est née de la diffusion progressive de ces titres dans le public. Or, même si depuis la réforme de 1998⁴², l'ancienne doctrine de la Commission des opérations de bourse sur la diffusion des titres au-delà d'un périmètre de 300 personnes a été abandonnée, il est à craindre que la combinaison des articles L. 411-1 et L. 411-2 du Code monétaire financier ne permette au juge d'aboutir à ce résultat⁴³, et en tout cas ne fonde des contestations dont on voit mal qu'elles ne pourront pas être préjudiciables à l'attrait que peut présenter pour un émetteur étranger le compartiment professionnel. Ensuite, il semble aussi nécessaire de sécuriser la dispense de traduction du résumé du prospectus prévue par l'AMF. Il n'est en effet pas assuré qu'au regard de la formulation légale (Comofi, art. L. 412-1, I), l'AMF dispose de la capacité de prévoir une telle dispense : les termes « le cas échéant » sur lesquels elle semble s'appuyer ne paraissent pas destinés à lui permettre de lever cette obligation lorsqu'elle le juge nécessaire mais seulement à établir que la traduction n'est imposée que si le résumé n'est pas déjà en français. ■

41. Sauf s'il s'agit d'une seconde cotation effectuée sans le consentement de l'émetteur (Dir. 2004/39/CE, art. 40-5).

42. Loi n° 98-548 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre financier et économique.

43. Voir sur ce point « L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux », B. François, thèse, Paris II, 2003 (à paraître prochainement chez LGDJ), n° 118, 122, 230 et s.