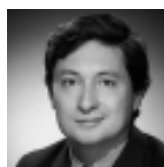


L'application de la loi Toubon aux prospectus visés par la Cob : les conséquences pratiques



HUBERT DU VIGNAUX



ARNAUD DUHAMEL

Avec la collaboration de
MARC-ÉTIENNE SÉBIRE

Avocats à la cour
Gide Loyrette Nouel

Le Conseil d'Etat s'est prononcé en faveur de l'application de la loi Toubon et donc de l'utilisation obligatoire du français pour les prospectus relatifs à l'offre au public ou à l'admission sur un marché réglementé français d'instruments financiers, imposant des contraintes non négligeables pour la cotation d'obligations, de warrants et de certificats sur la place de Paris. Après une rapide analyse de cet arrêt, nous tenterons d'en étudier les implications pratiques.

Par un arrêt du 20 décembre 2000 ^(1 bis), le Conseil d'Etat s'est prononcé en faveur de l'application de la loi n° 94-665 du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française, dite «loi Toubon», aux prospectus relatifs à l'offre au public ou à l'admission sur un marché réglementé français d'instruments financiers. L'utilisation du français est donc devenue obligatoire, y compris dans un marché, celui des émissions internationales d'obligations, de warrants et de certificats cotés à Paris, où l'anglais était très largement utilisé et ce, quelles que soient la nationalité, la nature juridique ou l'activité de l'émetteur.

Nous traiterons ici principalement des conséquences de cette jurisprudence sur ce marché qui est – et de loin – celui où la pratique actuelle est la plus largement remise en cause.

I Application de la loi Toubon aux prospectus visés par la Cob

Le Conseil d'Etat était saisi par un particulier, entre autres motifs, de la conformité à la loi Toubon de l'arrêté du 22 janvier 1999 du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, en ce qu'il homologuait les dispositions des articles 12-5b, 19, 25, 26, 36 et 37 du règle-

ment n° 98-01 ⁽¹⁾ et de l'article 5 du règlement n° 98-08 ⁽²⁾ de la Commission des opérations de bourse (Cob). Ces articles autorisaient, dans certains cas, la rédaction d'un prospectus dans «une langue usuelle en matière financière» accompagné d'un simple résumé en français pour l'admission sur un marché réglementé français ou pour l'émission ou la cession dans le public en France d'instruments financiers.

L'article 2 de la loi Toubon dispose en effet que «dans la désignation, l'offre, la présentation, le mode d'emploi ou d'utilisation, la description de l'étendue et des conditions de garantie d'un bien, d'un produit ou d'un service, ainsi que dans les factures et quittances, l'emploi de la langue française est obligatoire». L'article 4 de la loi précise que dans le cas où un tel document est établi en langue étrangère, celui-ci doit être accompagné d'une traduction en français «aussi lisible, audible ou intelligible que la présentation en langue étrangère».

Le Conseil d'Etat a déduit des termes très généraux de ces articles que les prospectus constituent bien une offre ou une présentation de produits au sens de la loi Toubon et doivent donc être rédigés en français.

Le Conseil d'Etat a ensuite retenu une lecture rigoureuse des textes, selon laquelle, lorsque l'offre fait l'objet d'une présentation à la fois en langue française et dans une langue étrangère, «la version en langue française ne saurait être moins complète» que la version en langue étrangère. Il ne suffit donc pas que la version en langue française soit aussi lisible et intelligible que la version en langue étrangère, il faut encore que son contenu soit stric-

Voir également la chronique de Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, p. 28.

tement identique. Cette interprétation, qui n'était pas celle favorisée par le Commissaire du Gouvernement (3), interdit donc que la version en langue étrangère (l'anglais le plus souvent) soit accompagnée d'un simple résumé en français (4).

Le Conseil d'Etat a ainsi annulé l'arrêté du ministre dans la mesure où il homologuait les dispositions des règlements de la Cob autorisant la rédaction d'un prospectus en anglais accompagné d'un simple résumé en français, à l'exception de l'article 12-5b du règlement n° 98-01, sauvé pour des raisons de hiérarchie des normes. Cet article résulte en effet de la transposition de la directive européenne 80/390/CEE du 17 mars 1980, texte d'origine communautaire ayant une force supérieure à la loi et prévoyant expressément la possibilité d'utiliser une langue usuelle en matière financière. Le champ d'application de ce texte est toutefois relativement limité, puisqu'il ne concerne que la demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé français de titres de capital cotés depuis plus de trois ans sur un marché réglementé d'un autre État membre de l'Union européenne.

II Conséquences pratiques

1. Sort des opérations antérieures à l'arrêt du Conseil d'Etat

La jurisprudence administrative considère que les mesures individuelles prises sur la base d'un texte réglementaire annulé ne peuvent être remises en cause lorsqu'elles sont devenues définitives faute d'avoir été attaquées dans le délai légal (5).

Les règlements de la Cob, de même que les arrêtés ministériels les homologuant, sont des textes réglementaires. De plus, les attributions de visas par la Cob peuvent être considérées comme des décisions administratives individuelles, bien que les recours formés à leur encontre soient de la compétence de la cour d'appel de Paris, juridiction judiciaire. Il en résulte donc qu'en l'absence de recours dans le délai légal, les attributions de visas devenues définitives ne sont plus susceptibles d'être attaquées. Il convient de noter à cet égard que le délai légal de recours contre les décisions de la Cob est de dix jours à compter de leur notification ou de leur publication (6) et donc que les prospectus qui ont fait l'objet d'un visa de la Cob avant le 20 décembre 2000 ne peuvent être remis en cause à titre principal. Cela ne paraît cependant pas faire obstacle à la possibilité pour un investisseur mécontent d'invoquer, dans les conditions dégagées par la jurisprudence administrative, la nullité d'un visa par voie d'exception d'illégalité. Une telle nullité ne pourrait toutefois être que relative, c'est-à-dire qu'elle ne pourrait bénéficier qu'à l'investisseur qui l'a invoquée. A ce propos, la Cour de cassation a indiqué, dans un arrêt du 5 mars 1996, que «le délai de dix jours prévu à l'article 7 du décret du 23 mars 1990 concerne les recours en annulation des décisions de la commission visées par l'article 12 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 [c'est-à-dire les décisions de la Cob autres que celles qui ont un caractère réglementaire ou qui sont relatives à l'agrément des Opvm ou des gérants de portefeuille ou des sociétés de

gestion des SCPI], et non les demandes d'indemnisation des préjudices causés par ces décisions» (7).

2. Sort des opérations futures

S'agissant des opérations futures, la Cob a tiré la conséquence logique de l'arrêt du Conseil d'Etat et a indiqué qu'elle «n'apposera désormais son visa sur des prospectus établis par les émetteurs tant français qu'étrangers que s'ils sont rédigés intégralement en français» (8), et ce conformément à l'article 3.1 du règlement n° 98-01 selon lequel le prospectus doit être rédigé en français. Cette règle, qui améliorera indiscutablement la transparence de l'information fournie aux investisseurs français, notamment personnes physiques, nous paraît appeler les quelques réflexions suivantes :

- Les prospectus établis à l'occasion d'émissions futures d'instruments financiers dont l'admission sur un marché réglementé français sera demandée, qu'elles soient ou non faites dans le cadre d'un programme ou assimilables à une émission antérieure, doivent être établis soit en français (9), soit en version bilingue, sous réserve, dans ce dernier cas, que la version française soit aussi lisible et intelligible que la présentation en langue étrangère. Dans ce cas, la Cob précise qu'elle n'apposera son visa que sur la version en français, estimant qu'elle n'a plus de base réglementaire pour viser également la version en langue étrangère.

La forme bilingue devrait, pour des raisons évidentes de commercialisation, devenir la norme pour les émissions réalisées hors de France (10). Sans procéder ici à l'examen de la multitude d'hypothèses envisageables, notamment selon la nationalité de l'émetteur, le droit applicable à l'opération ou son caractère assimilable, signalons cependant que, en pratique, la coexistence de deux versions d'un même texte risque d'engendrer nombre d'ambiguïtés, de contradictions et d'incohérences, et ce quel que soit le soin apporté à leur rédaction et qu'elles aient été ou non établies avec l'aide d'un traducteur assermenté.

Il est néanmoins tout à fait possible d'organiser contractuellement la supériorité d'une version sur l'autre, afin de réduire l'insécurité juridique engendrée par la coexistence de deux versions d'un même texte. Mais, quand bien même il serait précisé qu'en cas de contradiction l'une des deux versions prévaudra, le risque demeure pour un émetteur de se voir opposer, par un investisseur, en cas de contestation, portant sur le contenu ou la portée d'une information importante ou la description d'un droit essentiel, la version établie «à titre d'information seulement» dont il aura par ailleurs clairement pris la responsabilité dans le prospectus lui-même.

Il semblerait de surcroît que l'inclinaison actuelle des autorités de marché soit de considérer que, s'il peut être précisé d'une manière ou d'une autre dans un prospectus bilingue que la version française seule fera foi, ou s'il est admissible que les deux versions aient une force égale, il n'est pas permis de prévoir explicitement que la version en langue étrangère soit celle de référence. Bien qu'à notre sens, les termes de la loi Toubon n'imposent pas d'opérer une telle hiérarchie au détriment de la version en langue étrangère dans la mesure où il existe une traduction en français aussi complète et intelligible, cette pratique, si elle se confirmait, entraînera la généralisation

d'un régime contraignant et source d'incertitudes. Ce régime était jusque-là seulement imposé aux personnes morales de droit public et aux personnes privées exécutant une mission de service public, qui ne bénéficiaient pas de l'exception prévue au deuxième alinéa de l'article 5 de la loi Toubon.

- L'exigence d'une version française s'applique à toutes les parties des prospectus, y compris leurs parties non juridiques, relatives à la description de l'émetteur et de son activité, ainsi que ses états financiers (et, le cas échéant, du garant). En pratique, cela interdit donc, dans les prospectus futurs, de recourir à l'incorporation par référence (11) de prospectus et de documents de référence antérieurs dans lesquels ces informations figurent déjà, dès lors que ceux-ci sont rédigés exclusivement en anglais (12). De même, l'incorporation par référence de certains contrats traditionnellement rédigés en anglais, tels que les contrats de service financier, est problématique s'ils ne sont pas assortis d'une traduction au moins partielle en français.

- Le prospectus ainsi établi, qu'il soit en français ou en version bilingue, devrait néanmoins pouvoir suivre quant à sa présentation le format dit «international», dès lors que l'émission est réalisée hors de France (10). La Cob estime en effet que l'article 7.1 du règlement n° 98-01 permet d'adapter le contenu du prospectus, sous son contrôle, «*sous réserve que soient fournies des informations équivalentes, lorsque certaines rubriques se révèlent inadaptées à la nature des instruments financiers concernés, à l'activité ou à la forme juridique de l'émetteur*», ce qui devrait permettre d'échapper, au moins pour des opérations placées auprès d'investisseurs français et étrangers par voie de placement privé, au très contraignant format «domestique» en sept chapitres (schéma figurant au chapitre II-B de la deuxième partie de l'instruction prise en application du règlement n° 91-02 de la Cob, lui-même abrogé). Les restrictions applicables à la vente ou à l'offre des titres en France pourront demeurer identiques à celles utilisées jusqu'alors. Pour le cas particulier des émetteurs étrangers, si leurs états financiers doivent être insérés ou incorporés par référence en langue française, la Cob n'impose pas qu'ils soient présentés selon les normes comptables françaises.

- Ces principes s'appliquent aux prospectus de programme, qui, s'ils ont été enregistrés en langue anglaise auprès de la Cob, ne pourront plus être utilisés pour la cotation d'une émission à Paris, et devront préalablement être réenregistrés en version française ou bilingue.

- Ces principes s'appliquent également aux prospectus élaborés à l'occasion d'émissions assimilables à des émissions antérieures faites sur la base de prospectus en anglais. Ils devront, pour que l'émission soit cotée à Paris, être rédigés en français ou en version bilingue. Mais l'usage d'une version uniquement en français au lieu d'une version bilingue, par exemple, poserait alors avec une acuité certaine le problème de l'assimilation. En effet, la rédaction dans deux langues différentes des modalités des deux émissions à assimiler offrirait peu de certitudes sur le fait que ces deux émissions accordent les mêmes droits aux porteurs, ce qui est une condition de l'assimilation.

- La diffusion en France de prospectus établis à l'occasion d'émissions effectuées sous forme de placements privés, cotés ou non à l'étranger et rédigés exclusivement en anglais paraît néanmoins envisageable dans certaines conditions. L'analyse des travaux préparatoires de la loi Toubon, ainsi que de la circulaire du 19 mars 1996 et de l'arrêt du Conseil d'Etat permet en effet de considérer que la loi Toubon vise essentiellement à protéger les utilisateurs finaux et les consommateurs, par opposition aux professionnels. Même si elle n'est pas théoriquement à l'abri de toute critique (ainsi, en plus de la protection des consommateurs, la loi Toubon a également comme objectif la sauvegarde du français), cette interprétation raisonnable de la loi pourrait permettre aux émetteurs de diffuser des prospectus en anglais établis à l'occasion de la cotation des titres à l'étranger auprès des professionnels que sont indubitablement les investisseurs qualifiés (tels qu'ils sont définis à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier et par le décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998). Un cercle restreint d'investisseurs étant susceptible d'inclure des consommateurs, la diffusion du prospectus auprès d'un tel cercle devrait dans un tel cas être exclue par les restrictions de vente pendant toute la durée de vie des titres.

On le voit, la jurisprudence du Conseil d'Etat impose pour la cotation d'obligations, de warrants et de certificats à Paris des contraintes supplémentaires non négligeables qui sont susceptibles d'éloigner certains émetteurs, en particulier étrangers, de la place de Paris. A l'heure de la fusion entre les bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam et d'une compétition acharnée entre les différents pôles financiers en Europe, une modification de la loi Toubon permettant de revenir à une pratique conforme aux usages du marché international paraît dès lors hautement souhaitable. ■

(1) L'article 12-5b est relatif à la demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres de capital, les articles 19, 25 et 26 sont relatifs à la reconnaissance mutuelle des prospectus approuvés par l'autorité compétente d'un Etat membre de l'Union européenne ; l'article 36 est relatif aux prospectus établis par les émetteurs ayant leur siège social hors du territoire français et l'article 37 est relatif à l'admission aux négociations sur le premier marché de titres de créances émis et placés sans appel public à l'épargne.

(1 bis) CE 20 décembre 2000, M. Géniteau, req. n° 213415.

(2) L'article 5 est relatif à l'offre au public d'instruments financiers.

(3) Selon lequel «*si l'article 2 impose que les épargnants bénéficient d'une présentation du produit en français, il n'a pas pour objet de définir la nature des informations que doit contenir cette présentation, et il n'interdit pas par lui-même que d'autres informations soient fournies dans une*

langue étrangère. Quant à l'article 4, il ne vise que l'hypothèse distincte, dans laquelle les traductions de la présentation française sont fournies, et ne règle d'ailleurs que la présentation matérielle de ces traductions.»

(4) Rappelons que les infractions aux dispositions de ces articles sont passibles des peines d'amendes applicables aux contraventions de quatrième classe, soit d'une amende de 5 000 F pour les personnes physiques et de 25 000 F pour les personnes morales. Cette amende peut valoir pour chaque infraction constatée de sorte que la somme totale à payer pourra être égale à la multiplication des sommes mentionnées ci-dessus par le nombre de prospectus distribués.

(5) CE, 1^{er} avril 1960, Quériaud, Rec. CE, p. 245 : «*Considérant que, si le Conseil d'Etat [...] a annulé un arrêté du préfet de Police du 18 février 1949 modifiant le statut des inspecteurs de police, les décisions individuelles de classement et de promotion prises en application dudit arrêté*

sont devenues définitives en l'absence de tout recours formé à leur encontre dans les délais légaux ; qu'il s'ensuit que l'administration ne pouvait légalement rapporter lesdites décisions ; [...]», suivant les conclusions du Commissaire au gouvernement Henry, selon lesquelles : «En cas d'annulation d'un texte réglementaire, il n'est pas possible de remettre en cause les décisions individuelles prises en vertu de ce texte lorsqu'elles sont devenues définitives faute d'avoir été attaquées. [...]. Votre jurisprudence interdit donc que l'on remette en cause les décisions administratives individuelles qui n'ont pas été attaquées (et) qui ont créé des droits [...]».

(6) Article 7 du décret du 23 mars 1990 fixant les règles procédurales particulières applicables aux recours intentés contre les décisions de la Cob : «Le délai de recours contre les décisions prises par la Commission des opérations de bourse est de dix jours. Ce délai court, pour les personnes qui font l'objet de la décision, à compter de sa notification et pour les autres personnes intéressées, à compter de sa publication».

(7) Bull. Joly Bourse 1996, p. 283, note T. Bonneau.

(8) Communiqué de presse de la Cob du 26 décembre 2000.

(9) Tel était déjà le cas dans l'hypothèse de «l'émission ou de la cession d'instruments financiers dans le public», au sens de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier.

(10) Sur cette notion, V. A. Achard et J. Ruderman, «Emprunts internationaux en France», *Banquestratégie* n° 178 de janvier 2001, p. 27 et suivantes.

(11) Mécanisme par lequel l'émetteur renvoie, pour tout ou partie des informations le concernant, à des documents antérieurement enregistrés ou visés par la Cob, permettant ainsi d'éviter des redites et d'alléger sensiblement le volume des prospectus.

(12) Consciente de ces difficultés, la Cob a toutefois assoupli ses exigences en matière d'information sur les sous-jacents dans le cadre de l'émission de warrants et de certificats. Elle se contente désormais en pratique de la reproduction de courbe reflétant l'évolution du cours du sous-jacent alors qu'elle exigeait auparavant une description, même succincte, de la société sous-jacente ainsi que l'insertion de ses comptes.

CONFÉRENCE JEUDI 1^{ER} MARS 2001 de 17 heures à 19 heures - Auditorium de l'AFB, 18, rue La Fayette, Paris 9^e

Les risques bancaires liés à l'environnement

■ **Anne Dircks Dilly**, Avocat, SCP Dircks Dilly-Favier,

■ **Pascale Kromarek**, Juriste déléguée auprès de la Direction environnement et sécurité industrielle de TOTALFINAELF, chargée de cours en DEA de l'environnement auprès des Universités de Paris I et Paris II,

traiteront de questions d'actualité européenne et française en matière de Droit de l'environnement appliqué aux banques :

- Comment analyser le risque environnement ?
- Les instruments à disposition des banques (audits environnementaux, rapports, dossiers administratifs).
- A quel moment la banque doit-elle analyser ce risque ?...



M. ou Mme
 Société
 Fonction
 Tél.

■ Membre de l'AEDBF ou de l'AFB : 200 F. ■ Non-membre : 300 F. (rayer la mention inutile)

Règlement à l'ordre de l'AEDBF-France

Bulletin à retourner avec le règlement, avant le 16 février 2001, à : AEDBF-France c/o Elisabeth Delahousse, CNCA-JFD/CR - 91, 93 bd Pasteur, 75015 Paris
 fax : 01 43 23 58 63 (le règlement suivant alors par courrier)