

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

I. Actualité jurisprudentielle

Analystes financiers – Indépendance par rapport aux activités de banque d'affaires – Liberté d'opinion – Devoir de rigueur, d'objectivité et d'impartialité.

Paris, 30 juin 2006, LVMH/Morgan Stanley, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Droit des marchés financiers" Litec, 3^e édition, 2001, n^o 107 et 906 et s.

Dans l'exercice de son activité, l'analyste financier dispose d'une liberté d'opinion, laquelle n'est limitée qu'en cas de dénigrement. L'analyse financière doit cependant répondre aux principes de rigueur, d'objectivité et d'impartialité.

1. Rarement un litige touchant au domaine financier aura connu une telle médiatisation. La raison en tient, sans doute, à la personnalité des parties, d'un côté LVMH, le leader mondial du luxe, et de l'autre côté l'une des plus grandes banques d'investissement, derrière laquelle l'on trouve – absent du litige mais présent à tous les moments du débat – le challenger de LVMH, le Groupe Pinault et sa filiale du luxe, Gucci. La décision de la Cour d'appel de Paris dans le litige opposant LVMH et Morgan Stanley était donc très attendue, non seulement en France, mais aussi à l'étranger, compte tenu de ses implications pour le métier d'analyse financière et plus largement pour les activités de banque d'affaires. Pour leur défense, les parties n'ont pas lésiné sur les moyens, en mobilisant de nombreux avocats, experts et consultants qui, chacun dans son domaine, a contribué à l'enrichissement des débats. Les magistrats, pour leur part, ont pris le temps de l'analyse, de la réflexion et ont ensuite pris la recul que nécessitaient les questions de principe posées. Le résultat est à la hauteur des attentes tant la décision rendue a pesé, mesuré, examiné les arguments respectifs des parties et les

conséquences qu'il convient d'en tirer. On soulignera l'extrême qualité pédagogique de l'arrêt et son souci de clarification dans un domaine hautement technique et réglementaire. Si l'on en juge par les commentaires des parties, chacune semble satisfaite de la décision¹. Il y a là un signe de la très grande qualité de l'arrêt rendu par les magistrats de la 15^e chambre de la Cour d'appel de Paris. Peut-être est-ce également l'indice d'un jugement de Salomon, au sens le plus positif. Entrons dans le détail du contenu de cette décision qui, au-delà du cas d'espèce, apporte des éléments de réponse très importants pour le droit des marchés financiers.

2. On sait qu'à la suite du jugement du tribunal de Commerce de Paris du 12 janvier 2004, les sociétés Morgan Stanley & Co Intern. Ltd et Morgan Stanley DW Inc. ont interjeté appel de la décision qui les avait condamnées *in solidum* à payer à LVMH la somme de 30 millions d'euros à titre de préjudice moral et s'était réservée de compléter la condamnation pour indemniser les préjudices matériels, d'une part le préjudice causé par la décote préconisée par Morgan Stanley sur le titre LVMH, et d'autre part celui résultant des divers coûts engagés par LVMH et ses filiales pour la défense de son image, le tribunal ayant ordonné une expertise sur ces derniers points.

3. Outre la question de fond portant sur le possible dénigrement auquel se seraient livrés les sociétés Morgan Stanley à l'encontre du groupe LVMH, et partant, la qualité, le sérieux, l'impartialité et l'objectivité du travail d'analyses financières de Morgan Stanley (et donc sa réputation en la matière, réputation dont on ne soulignera jamais assez l'importance pour une banque d'affaires), plusieurs autres questions juridiques étaient débattues. L'une d'entre elle a trait à la loi applicable. Cette question, assez curieusement, n'avait pas été débattue en première instance. Or, compte tenu du fait que les sociétés appelantes

1. Cf. *Les Echos*, "LVMH contre Morgan Stanley : La cour d'appel fait deux heureux", 3 juillet 2006.

sont des sociétés de droit anglais et américain, mais surtout que les analyses financières litigieuses ont été réalisées et élaborées à Londres et non en France, dans quelle mesure les tribunaux français et le droit français étaient-ils compétents ? Il convenait donc, préalablement à toute discussion sur le fond, de déterminer l'étendue de la compétence des juridictions françaises pour connaître de l'action en responsabilité civile engagée par LVMH, ainsi que la loi applicable à cette action. La difficulté est accrue du fait de la dissociation dans l'espace entre le lieu du fait générateur et le lieu où le préjudice a été subi en l'espèce. S'agissant de la compétence des juridictions françaises, si Morgan Stanley ne contestait pas celle-ci pour statuer sur les demandes, elle entendait toutefois la limiter au seul examen des préjudices subis en France par la société LVMH. Bien que reconnaissant d'une part que l'article 5.3 du règlement CE 44/2001 permet à une personne domiciliée sur le territoire d'un État membre, d'être atraite dans un autre État membre en matière quasi délictuelle devant le tribunal du lieu du fait générateur ou devant le tribunal du lieu de réalisation du dommage, et que d'autre part l'article 46 du NCPC autorise le demandeur à choisir la juridiction dans le ressort de laquelle le dommage a été subi, la Cour considère, du fait de l'accord procédural relatif à une prorogation de compétence, que sa compétence se limite aux seuls faits dont les préjudices ont été subis en France. L'argument de Morgan Stanley, particulièrement pointu, a donc prospéré et l'intérêt de l'action s'en trouve fortement réduit.

4. Quant à la loi applicable, la Cour estime, dans une disposition très mesurée, que *“la loi française est applicable au litige relevant de la compétence française, sauf en ce qui concerne la structure ou l'organisation de la banque dont les règles sont issues du droit du siège social”*. Cette opinion n'est pas novatrice en matière de conflit de loi et s'inscrit dans la lignée de la jurisprudence française qui retient, depuis l'arrêt Lautour du 25 mars 1948², le principe du rattachement du délit civil à la loi du lieu où il a été commis. Certes, la situation est ici rendue plus complexe du fait de la dissociation géographique des éléments matériels du délit. Mais là encore, la jurisprudence française est relativement claire sur ce point, et la cour de Paris s'inscrit dans celle-ci. Plus intéressante sur ce point est la portée de la solution retenue par la cour d'appel de Paris dans les relations entre le droit communautaire et celui de la responsabilité civile. Selon la cour, *“l'application des règles de responsabilité civile à la banque anglaise ne réduit pas sa liberté de prestation de services sur le territoire français [...] en ce qu'elles sanctionnent des fautes éventuellement commises et non la violation des règles relatives à son organisation”*. Cette solution est motivée au regard de la dissociation de compétence entre les règles du droit communautaire en matière de libre prestation de services d'investissement, qui confient de façon exclusive au pays d'origine les compétences en matière d'organisation des entreprises d'investissement, et celle du droit de la responsabilité civile, qui peuvent trouver à s'appliquer dans le pays d'accueil. Dans la mesure où les deux sociétés Morgan Stanley n'exercent en France qu'au titre de la libre prestation de services, ce sont donc sans aucun doute les

règles du régulateur anglais qui s'appliquent pour juger si l'organisation de ces sociétés permettait de satisfaire aux principes de séparation des activités de recherche de celle de banque d'affaires. Mais cette affirmation de principe de la compétence du pays d'origine en ce qui touche à l'organisation du prestataire ne saurait écarter totalement le droit de la responsabilité civile applicable au titre du pays d'accueil. En effet, et de façon symétrique, la situation d'un PSI ayant son siège dans un autre État membre ne saurait exonérer celui-ci de sa responsabilité du fait de ses agissements sur le territoire du pays d'accueil. On ne peut qu'approuver la cour d'avoir statué en ce sens, toute autre solution conduisant soit à une application extraterritoriale du droit de la responsabilité civile du pays d'accueil, soit à une irresponsabilité des prestataires étrangers au titre de leurs activités de libre prestation de services dans le pays d'accueil. Au-delà du cas d'espèce, cette solution présente un grand intérêt dans tout litige civil opposant une partie française à un prestataire communautaire en matière de droit bancaire et financier. Le principe de répartition des compétences devrait trouver à s'appliquer à toute situation dans laquelle un intermédiaire agit en libre prestation de service.

5. Le fond de l'affaire est relatif à l'analyse de la faute imputée à Morgan Stanley. À cet égard, l'on soulignera une nouvelle fois la qualité pédagogique du jugement qui, avant d'examiner au cas par cas les faits, prend soin d'établir les principes de la responsabilité des analystes. Les magistrats constatent d'abord que le fondement de l'action – la responsabilité quasi-délictuelle des articles 1382 et 1383 du Code civil – n'est pas discutée par les parties. Puis, la Cour de Paris infirme le jugement du tribunal de commerce de Paris qui avait cru devoir ne condamner la banque que dans la mesure où les faits reprochés à Morgan Stanley étaient constitutifs d'une faute lourde, et précise que *“la qualification de faute lourde n'est d'aucune conséquence juridique particulière dans le droit de la responsabilité civile”*. L'arrêt continue en considérant que si la responsabilité cherchée par LVMH à l'encontre de Morgan Stanley est liée à l'exercice de ses activités d'analyse financière, *“il ne s'agit pas d'examiner le service d'analyse financière de la banque elle-même”*. En effet, fort de la distinction opérée précédemment quant au droit applicable et à la juridiction compétente, la question clé de la Muraille de Chine et de son efficacité – qui avait porté au centre des débats devant le tribunal de commerce et dans les analyses qui avaient suivi de la doctrine – n'est pas celle qui doit être traitée par la Cour, car elle concerne *“l'organisation d'une banque étrangère dont l'examen n'est pas en cause”* et *“seule la loi anglaise [...] s'applique à la définition des obligations [du] service de recherche [de Morgan Stanley]”*. Par contre, la question de l'application des textes professionnels à la banque étrangère est discutée. À cet égard, les débats se sont intéressés à la question de savoir si Morgan Stanley pouvait être tenu responsable civilement devant le juge français de leur éventuelle inobservation, alors que ni le régulateur anglais dont il dépend, ni le régulateur français au titre de sa compétence du pays d'accueil n'ont eu à redire sur son comportement ? Autrement dit, est-il possible de retenir la res-

2. D. 1948. 357, note P. Lerebours-Pigeonnière.

ponsabilité civile de Morgan Stanley alors même qu'il semble que cette société ait respecté la réglementation professionnelle à laquelle elle est soumise dans son pays d'origine (et ici, peu importe selon qu'il s'agit des règles du FSA ou de l'AMF)? La Cour n'a pas répondu directement à cette question mais semble admettre une telle responsabilité en l'absence de toute sanction disciplinaire, tant dans le pays d'origine que dans le pays d'accueil, ce qui est conforme à la jurisprudence française qui distingue la responsabilité civile de la responsabilité disciplinaire, la condamnation au titre de l'une n'ayant pas d'effet mécanique sur l'autre, et réciproquement, l'absence de responsabilité au titre de l'une ne permettant pas de préjuger d'une exonération de responsabilité au titre de l'autre.

6. La Cour juge, ce qui est essentiel, que *“l'application des principes de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence aux faits soumis n'est pas discutée par les parties, ni la liberté d'opinion”*. Une bonne partie du débat s'était en effet concentrée sur le degré de liberté d'opinion dont doit jouir l'analyste financier. Pour sa défense, Morgan Stanley estimait qu'il doit être tenu compte de la liberté reconnue à l'analyste financier par l'art. 544-1 C. mon. fi. dans l'appréciation de son éventuelle responsabilité. La banque est même allée jusqu'à considérer que cette liberté est l'équivalent de la liberté d'opinion du journaliste³. Si LVMH ne dénie pas une marge de liberté, elle estime que celle-ci n'est pas de même nature que celle de la presse, car l'information du citoyen n'est pas en cause. Son exercice implique des devoirs et responsabilités particuliers, en vue d'assurer la protection de la réputation et des droits d'autrui, tels que définis par l'article 10 de la Convention européenne des droits de l'Homme, et l'intégrité du marché et des épargnants. La question s'est alors déplacée de la liberté d'opinion au dénigrement.

7. Un dénigrement fautif peut-il se déduire d'un manquement aux devoirs de rigueur, d'objectivité et d'impartialité qui pèsent sur l'analyste financier? Reste à s'accorder sur ce que l'on entend par dénigrement. À cet égard, l'on peut considérer qu'un dénigrement est le fait de jeter un discrédit sur une personne, un produit, un service ou une activité. En tant que tel, il suppose l'absence d'objectivité dans le jugement, mais n'est pas nécessairement une altération de la vérité. En conséquence, *“l'auteur d'un dénigrement (...) s'efforce par ses discours d'effacer la bonne opinion que les autres ont de quelqu'un ou de dépriser la qualité de ses actions ou de ses produits”*. On sait qu'en matière de concurrence, un tel comportement est susceptible de donner lieu à un acte de concurrence déloyale. Or, la jurisprudence estime que pour la mise en œuvre de l'article 1382, le préjudice se déduit nécessairement des actes déloyaux constatés. En pratique, cela revient à dispenser le demandeur de la charge de la preuve, à la fois du préjudice et du lien de causalité entre celui-ci et la faute constatée, le demandeur restant toutefois redevable de la preuve de l'étendue de son préjudice. Il était donc primordial dans cette affaire de savoir si le champ d'application de l'action en dénigrement s'arrête ou non au domaine de l'action en

concurrence déloyale. Si dénigrer c'est jeter un discrédit, dans quelle mesure celui-ci peut-il être constitutif d'une faute? En matière d'analyse financière, le dénigrement serait-il constitué dès lors que le jugement de l'analyste serait excessivement “dépréciatif” au regard des constatations objectives? Au cas d'espèce, les opinions et les prévisions de cours émises par Morgan Stanley constituaient-elles des dénigrements fautifs ou bien ne s'agissait-il que de simples opinions d'un analyste financier qui s'est exprimé librement dans le respect des devoirs de prudence et de diligence qui lui incombent? Selon LVMH, le dénigrement est un acte ou une abstention volontaire par lequel, sous des formes diverses, plus ou moins directes et plus ou moins sournaises, une personne jette le discrédit sur une autre personne par des moyens ou dans des circonstances régies par le droit commun de la responsabilité. Pour Morgan Stanley, le dénigrement ne se conçoit qu'avec l'intention de porter atteinte à autrui. À première vue, la définition de dénigrement diffère sensiblement selon les parties, la différence la plus importante étant dans l'existence d'une intention de nuire.

8. Après avoir écouté les parties et examiné leurs arguments, la Cour, une nouvelle fois, préfère rappeler, en une phrase concise, ce qui rapproche les parties plutôt que ce qui les divise. Ainsi, elle constate que derrière leurs différences d'appréciation, celles-ci s'accordent pour admettre que *“le dénigrement [est] une faute au sens de l'article 1382 du Code civil en dehors de tout contexte de concurrence déloyale [...] le dénigrement [étant] pris dans son sens général qui n'est pas exactement celui de la concurrence déloyale”* et que cette faute, *“quasi-délictuelle, emporte la violation des devoirs de prudence ou d'objectivité, corollaire de la liberté d'exprimer une opinion, sans qu'il soit besoin d'établir une intention de nuire”*. Ce résumé des positions concordantes est au cœur même de la méthode de raisonnement de la Cour. Une fois rappelées ces règles, il ne lui restait plus qu'à examiner au cas par cas si tel ou tel fait reproché à Morgan Stanley répondait à cette définition, l'intention de nuire étant sans importance dans l'existence du dénigrement.

9. Selon la Cour, *“les préjudices dont se plaint la société LVMH sont d'ordre moral et matériel, le lien de causalité permettant de définir précisément la conséquence des fautes sur l'image commerciale ou financière de la société”*. De ce point de vue, les magistrats parisiens retiennent le principe de condamnation de Morgan Stanley reconnu par les magistrats consulaires. Mais les fautes retenues restent très limitées par rapport aux allégations. Ainsi, sont écartées l'atteinte au crédit et à la valeur de LVMH à travers la question de sa notation et en particulier l'argument principal de LVMH selon lequel l'opinion négative transmise par Morgan Stanley aurait porté un préjudice “considérable” d'image et de coûts liés au report puis à l'annulation de l'émission d'obligations échangeables projetée de manière imminente sur le marché; mais aussi la question centrale de l'atteinte à la marque Louis Vuitton au motif que *“tous les analystes s'accordent pour dire qu'une marque est mature*

3. Art. 544-1 C. mon. et fin. : exerce une activité d'analyse financière toute personne qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue

de formuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible des dites personnes morales, et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent ».

lorsque ses ventes dépassent le chiffre d'affaires de 2 milliards de dollars [...]”, mais aussi la dénonciation de l'exposition au yen, au dollar et le problème des droits de douane américains, ou encore la mise en cause de la crédibilité et de la réactivité des dirigeants de LVMH, le problème de la campagne de dénigrement ou de la juxtaposition d'opinions négatives ou enfin la dissymétrie de traitement entre Gucci et LVMH et la question de la décote de 10 % et de la destruction de la valeur au motif que “l'opinion critiquée est exprimée par la banque Morgan Stanley à partir d'une méthode argumentée d'analyse financière dont les résultats sont partagés par d'autres analystes financiers et qu'elle applique également à d'autres sociétés”. On mesure l'importance accordée par la Cour au fait d'être dans le consensus. Bref, il ne reste plus que des erreurs purement matérielles, certes regrettables, mais qui ne dénotent pas une volonté de nuire. Sont seulement retenues les mentions erronées dont certaines révèlent de faux conflits d'intérêts, comme la mention fautive d'un salarié ou administrateur de Morgan Stanley siégeant au conseil d'administration de LVMH, la mention de la perception de commissions au titre de prestations de banque d'affaires de LVMH, ou celle selon laquelle Morgan Stanley a été membre du syndicat de placement d'une offre publique de titres LVMH, mais aussi l'erreur sur le ratio d'endettement. Tout ceci ne constitue pas une intention de nuire. Ces négligences n'en sont pas moins des fautes et donc la base des préjudices subis par LVMH. S'agissant du préjudice matériel, dans la mesure où LVMH ne l'a pas chiffré, la cour renvoie à un expert le soin d'y procéder. Quant au préjudice moral, il a pour objet de réparer les conséquences du faux conflit d'intérêts et des erreurs factuelles, notamment sur le ratio d'endettement. “Il s'agit, selon la Cour, d'une atteinte à l'image et à la réputation de la société LVMH”. Cette demande de réparation du préjudice moral lié au dénigrement dont LVMH a été victime, prend comme fondement de son action une décision de la Cour de cassation du 3 juillet 2001 au terme de laquelle l'existence du préjudice, hors même le cadre de la concurrence déloyale, serait intrinsèquement lié à la faute, ce qui dispenserait d'apporter la preuve du préjudice moral allégué. La cour de Paris, qui semble faire sienne cette interprétation de la Cour de cassation, sursoit sur ce point son appréciation compte tenu du fait que LVMH n'a pas précisé sa demande pour les fautes retenues.

10. Au final, que retenir de cette décision ? Au niveau des principes, une victoire pour LVMH, une banque peut être reconnue responsable et condamnée au titre des analyses financières produites et diffusées, en particulier lorsque celles-ci sont effectuées en même temps que les activités de banque d'affaires, mais également un progrès du droit, l'affirmation des principes de conduite que doit respecter tout service d'analyse financière et dont la violation peut engager sa responsabilité, les principes de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence. Au niveau des faits, une victoire réelle de Morgan Stanley qui, contrairement à la décision de première instance, se voit blanchi d'un grand nombre des accusations portées à son encontre. Seules des erreurs matérielles, sans intention de nuire, lui sont reprochées par la cour. Dans ces conditions, il est probable,

compte tenu de la redéfinition des charges retenues à l'encontre de Morgan Stanley, que la condamnation à 30 millions d'euros au titre du préjudice moral soit revue à la baisse.

11. Au-delà de ce sage jugement (dont on peut espérer qu'il sera diffusé et traduit à l'étranger compte tenu de sa qualité), l'on retiendra l'extrême complexité pour une banque d'affaires d'exercer dans le même temps ses activités de banque d'investissement et celles liées à la recherche et l'analyse financière. La tendance réglementaire – le sens de l'histoire ? – est à cet égard clairement vers une certaine autonomie de l'analyse financière par rapport aux autres activités de banque d'investissement. Telle est la solution imposée par le règlement général de l'AMF.

H. V.

Produits dérivés – Coopérative agricole – Conformité à l'objet social (oui).

Cass. com., 25 avril 2006, société Lorca c/ Sogenal. Voir aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, “Droit des marchés financiers”, Litec, 3^e éd, 2001, n° 649 et suiv.

Aucune disposition légale n'interdit à une coopérative agricole de se livrer à des opérations de gestion financière

Les produits dérivés sont-ils des opérations dont l'utilisation est limitée au regard de l'objet social des sociétés ? Autrement dit, les instruments financiers à terme font-ils l'objet d'une restriction quant à la capacité de contracter de certains intervenants, compte tenu de leur caractère spéculatif ? La question est ancienne et a été longuement discutée dans les années quatre-vingt-dix⁴, tant en France qu'à l'étranger. On rappellera ainsi que c'est sur ce fondement que la Chambre des Lords en Grande-Bretagne a annulé des *swaps* conclus par des municipalités⁵ et que ce moyen a presque systématiquement été invoqué dans les litiges aux États-Unis d'Amérique, sur le fondement là-bas de la notion d'*ultra vires*. L'on sait que sauf dispositions spécifiques – et elles peuvent être nombreuses dans certains secteurs d'activités comme en matière de collectivités locales et territoriales, certains types d'établissements publics, l'industrie de la gestion collective ou celle de l'assurance – une entreprise industrielle ou commerciale ne saurait considérer que son statut ou son objet social lui interdisent de réaliser des opérations sur les marchés à terme.

En l'espèce, le cas portait sur une société coopérative agricole, qui à la suite de pertes consécutives à des opérations de change à terme, prétendait que “constitue un dépassement de l'objet social, de nature à engager la responsabilité de la banque qui y concourt, en sa qualité d'intermédiaire, la réalisation d'opérations purement spéculatives sur le marché à terme des devises, par le directeur général d'une société coopérative agricole dont l'objet social [est] limité par l'article L521-1 alinéa 1 du Code rural et par l'article R. 521-1 du même Code [...]” et que “la gestion courante d'une société coopérative agricole se doit d'être non spéculative”. C'est donc sur la non-conformité à l'objet social que le client recherchait la responsabilité de la banque.

La Cour de cassation le déboute : “aucune disposition

4. Cf. H. de Vauplane, “Sécurité et responsabilité des opérations sur produits dérivés”, RD Bancaire et Bourse, 1995, p. 202.

5. Hazell v. Hammersmith and Fulham London, [1992] 2 App. Cas. 1.

légale n'interdit à une coopérative agricole de se livrer à des opérations de gestion financière en répartissant sa trésorerie entre des placements sûrs mais peu rémunérateurs et des placements risqués mais mieux rémunérés et que les statuts de la société Lorca permettaient à la société d'user de tous moyens nécessaires au développement de son activité" par conséquent des opérations de change à terme déficitaires ne contrevenaient ni à l'objet social d'une coopérative agricole, ni à sa gestion courante (bien que spéculative).

AMF – Introduction au marché libre – Information inexacte – Intermédiaires – Sanction.

AMF, *Commission des sanctions*, 19 janvier 2006. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Droit des marchés financiers", 3^e éd., Litec, 2001, n° 728 - 1.

L'intermédiaire qui réalise l'introduction d'une entreprise sur le Marché Libre et joue le rôle de maître d'œuvre de l'opération doit exercer une vigilance particulière quant aux informations données au marché. Celui qui participe à l'élaboration du prospectus et assure la responsabilité de l'étude financière préalable doit également faire preuve de vigilance quant aux informations données au marché.

La décision rendue par la Commission des sanctions de l'AMF est particulièrement intéressante quant à la responsabilité professionnelle des intermédiaires qui accompagnent l'émetteur qui s'introduit sur un marché financier. En l'espèce, une société avait inscrit ses titres au Marché Libre et, à cette occasion, fait état d'une croissance prévisionnelle exponentielle du chiffre d'affaires, laquelle reposait sur une prévision de création d'agences selon un rythme soutenu. Les résultats ont été très inférieurs aux prévisions, aussi, l'AMF a-t-elle reproché à la société et à son dirigeant la diffusion d'informations inexacts ou fausses, la suite ayant en particulier démontré que les prévisions d'ouverture d'agence, étaient incompatibles avec l'état réel d'avancement de ces opérations et que les prévisions de chiffre d'affaires étaient irréalistes au regard du chiffre d'affaires des mois précédents. Mais, l'original est que la Commission des sanctions retient également dans ses filets les deux intermédiaires qui avaient accompagné la société lors de son introduction, le premier étant le membre du marché qui l'avait réalisée, le second le prestataire qui, comme conseil, avait réalisé l'étude financière préalable et participé à l'élaboration du prospectus. La responsabilité civile d'un introducteur avait déjà été engagée dans des circonstances comparables⁶.

Le marché libre est un marché qui n'a pas sollicité ou reçu le label public de marché réglementé et qui n'est pas réglementé ni surveillé par l'autorité de régulation. Souvent qualifié de gré à gré, ce qui est trompeur⁷, il est librement organisé par son exploitant, l'entreprise de marché Euronext en l'occurrence. Pour autant, il n'est pas exclusivement régi par le droit commun et suscite indirectement l'application de certaines règles du droit des marchés financiers, principalement celles relatives à l'appel public à l'épargne; en effet, l'inscription de titres sur le Marché Libre, qu'elle se réalise à la demande de la société ou d'un

actionnaire, prend le plus souvent la forme d'une offre publique, même s'il arrive qu'une partie fasse l'objet d'un placement privé; dès lors, l'émetteur doit publier un prospectus et le soumettre au visa de l'AMF. À cela s'ajoute l'application de la répression administrative des abus de marché (art. L.621-15-II-c. C. mon. fi.)⁸.

La première négociation sur le Marché Libre s'effectue obligatoirement, selon la Note d'organisation de septembre 2005, "sous la responsabilité d'un membre des marchés réglementés de titres gérés par Euronext". Quelle est alors l'éventuelle responsabilité des intermédiaires qui interviennent dans le processus? En l'occurrence, deux prestataires avaient participé à l'introduction, celui chargé de l'opération en application des règles de marché et celui qui avait établi l'analyse financière préalable et collaboré à la rédaction du prospectus. L'AMF les condamne tous les deux pour ne pas avoir été assez vigilants quant à la qualité de l'information délivrée par l'entreprise. Distinguons-les pour la clarté de l'analyse. Le prestataire introducteur est qualifié en l'espèce de "véritable maître d'œuvre de l'opération", en particulier de l'élaboration du prospectus. Pour fonder la sanction, l'AMF s'appuie sur deux types d'obligations, les règles générales de bonne conduite et les règles particulières relatives à l'établissement du prospectus. Des premières, l'autorité extrait le devoir de s'enquérir de la situation financière du client et de son expérience (art. L.533-4.4° du Code monétaire et financier relayé par l'art. 321-24 du règlement général), de la seconde, l'obligation pour le prestataire qui participe à une opération par appel public portant sur des instruments financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé d'effectuer "les diligences professionnelles d'usage" et de s'assurer "que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement" (art. 212-16, alinéa 4, du règlement général). En l'occurrence, l'AMF reproche à l'introducteur d'avoir accepté sans la moindre réserve les informations qui lui avaient été communiquées par le dirigeant, en particulier de ne pas avoir sollicité de précision ou de garantie de celui-ci, ni de l'avoir appelé à une plus grande mesure, alors que son jeune âge et son expérience limitée auraient dû susciter une attention particulière. Si l'introducteur n'a pas à se substituer à l'émetteur ou à ses conseils pour l'établissement du prévisionnel, il doit donc néanmoins en vérifier la solidité; sans doute peut-on dire que, comme les commissaires aux comptes, il doit vérifier le caractère pertinent et cohérent des hypothèses retenues. L'autre prestataire avait joué un simple rôle de conseil, mais néanmoins important dans l'établissement de l'étude financière préalable et l'élaboration du prospectus. Pour lui reprocher son manque de vigilance, l'AMF ne peut pas directement invoquer les règles de bonne conduite, celles-ci ne s'appliquant qu'à l'exécution d'un service d'investissement. Mais ce prestataire avait néanmoins endossé les mêmes obligations que l'introducteur dans la mesure où il a été, semble-t-il, mandaté par ce dernier. Dès lors, on peut admettre que s'appliquait également à lui l'obligation de diligence relative au contenu du prospectus (art. 212-16, alinéa 4, du règlement général). La cour ne s'explique pas cependant.

plus précisément, le délit de manipulation de cours ne s'y applique plus depuis la loi du 26 juillet 2005 (art. L.465-2 C. mon. fi.).

6. Trib. Com. Paris, 11 mai 2004, Banque & Droit n° 98, p. 37.

7. Les ordres sont centralisés et exécutés au fixing et non bilatéralement.

8. En revanche, les délits boursiers ne s'appliquent pas au Marché Libre;

Notons, pour terminer, que le risque, déjà dénoncé⁹, de voir une même affaire recevoir deux solutions différentes en raison de la dualité de compétence juridictionnelle en cas de recours pourrait se réaliser en l'espèce, un recours ayant été déposé devant la cour d'appel de Paris par le dirigeant de l'émetteur et un autre devant le Conseil d'État par les prestataires.

AMF – Mauvaise information du marché – Manquement établi – Absence d'influence sur l'évolution du cours – Mise hors de cause.

AMF, 6 avril 2006. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Droit des marchés financiers", 3^e éd., Litec 2001, n° 1050 et s.

La publication d'un communiqué inexact ne suffit pas à sanctionner l'entreprise dès lors qu'il n'a pas été de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ni a eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché, l'évolution du cours du titre étant, en l'espèce, globalement restée à la baisse et le volume des transactions très limité.

L'affaire mérite d'être signalée, non pour le manquement commis, qui est banal, mais pour l'absolution qui est néanmoins prononcée, à défaut de préjudice pour le marché et les investisseurs. Le contexte était pourtant assez lourd : une société cotée soumise à un plan de continuation à la suite d'un redressement judiciaire avait procédé à l'acquisition d'une autre société, achat présenté comme une belle opportunité, la cible étant décrite comme une société saine ; or, cette dernière a également été mise en redressement judiciaire peu de temps après. L'AMF a reproché à l'acheteur d'avoir, au moment de l'acquisition, publié un communiqué indiquant en particulier que la société achetée était désendettée, alors qu'en réalité elle demeurerait redevable de 14 M d'euros à son ancien actionnaire. La Commission des sanctions juge qu'il y a eu manquement à la bonne information du marché, ce dont on ne discutera pas ici, mais, dans le même temps, se préoccupe de savoir si ce manquement a eu une influence sur le marché du titre. En effet, l'art. L.621-14 C.mon.fi, dans sa rédaction de l'époque (antérieure à celle issue des lois du 1^{er} août 2003 et du 23 juillet 2005), prévoyait que la COB pouvait ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires à ses règlements lorsque celles-ci avaient pour effet de "1. Fausser le fonctionnement du marché ; 2. Procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ; 3. Porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ; 4. Faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles". En l'espèce, seuls étaient en cause les risques d'avoir faussé le fonctionnement du marché ou porté atteinte aux intérêts des investisseurs. Or, l'AMF rappelle que, à partir du communiqué, le cours du titre est globalement resté orienté à la baisse et le volume des transactions demeuré très limité, ce qui la conduit à constater que n'existe aucun des effets exigés par la loi pour caractériser le manquement. Aussi met-elle l'émetteur hors de

cause, ce qui mérite d'être noté. Si l'affaire se déroulait aujourd'hui, la solution serait la même ; en effet, les art. L.621-14 et L.621-15, dans leur rédaction issue des lois du 1^{er} août 2003 et du 26 juillet 2005, prévoient que l'AMF peut ordonner qu'il soit mis fin et la Commission des sanctions condamner tout manquement "de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché".

AMF - Manquement - Sanction - Suspension.

C.E., Ord.ref., 22 juin 2006. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 200-2 et s. et 1070.

En condamnant lourdement une société de Bourse pour avoir pratiqué des dépassements injustifiés sur les commissions de courtage alors que la méthode d'évaluation de ces dépassements fait l'objet d'une discussion sérieuse et que la répartition des profits entre cette société et son dirigeant n'est pas déterminée de manière complète, l'AMF a pris le risque d'infliger une sanction disproportionnée, ce qui fait naître un doute sérieux sur son bien-fondé, du moins pour la partie supérieure à un certain montant.

Au surplus, la condamnation prononcée est de nature à mettre en cause, eu égard notamment aux ratios prudentiels qui s'imposent à elle, la poursuite de l'activité de la société de Bourse et l'emploi de ses salariés, ce qui justifie l'urgence de la suspension partielle de la condamnation, dès lors qu'aucun motif général ne s'y oppose.

En revanche, en décidant la publication de la décision de sanction, l'AMF n'a pas pris une mesure excessive, mais elle devra préciser sur son site Internet que la sanction est suspendue en tant qu'elle dépasse un certain montant.

Les demandes de suspension de sanction se multiplient¹⁰ ; celle présentée dans l'affaire commentée est acceptée principalement en raison des conséquences économiques et sociales que pourrait avoir la condamnation. Une société de gestion et une société d'exécution d'ordres appartenant au même groupe et leurs dirigeants ont été lourdement condamnés par la Commission des sanctions de l'AMF pour avoir appliqué de manière opaque des taux de courtage excessifs à l'encontre d'un gros client, une caisse de retraite. Le préjudice de cette dernière a été évalué à 4,7 millions d'euros par l'AMF, ce qui donne une idée de l'enjeu, même si le montant en est contesté. Aussi l'AMF a-t-elle lourdement sanctionné les intéressés : la société de Bourse qui a exécuté les ordres et prélevé l'essentiel des commissions (3 millions d'euros) et son dirigeant (700 000 euros) et la société de gestion (150 000 euros) et son dirigeant (60 000 euros). Les intéressés ont immédiatement saisi le Conseil d'État en référé d'une demande de suspension. De nombreux arguments ont été invoqués, dont la plupart sont rejetés et ne méritent pas discussion ici. En revanche, l'un deux est retenu, tiré des conséquences économiques et sociales potentielles de la sanction pour la société de Bourse.

Rappelons que l'art. L.521-1 du Code de justice administratif prévoit que le juge des référés peut ordonner

9. J.-J. Daigre, "Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ?" : RDBF juillet-août 2003, p. 197.

10. Voir récemment C.E., 9 mars 2006, Banque & Droit n° 107, p. 49 ;

C.E. 20 janvier 2006, Banque & Droit n° 106, p. 46 ; C.E. 22 septembre 2005, Banque & Droit n° 104, p. 56 ; CE 12 mai 2005 et CE 11 février 2005, Banque & Droit n° 101, p. 48.

la suspension de l'exécution d'une décision ou de certains de ses effets dès lors que deux conditions sont remplies : lorsque l'urgence le justifie et dès lors qu'il est fait état d'un moyen propre à créer, en l'état de l'instruction, un doute sérieux quant à la légalité de la décision. En l'espèce, le Conseil d'État rappelle que, selon le texte en vigueur à l'époque, les sanctions pécuniaires applicables aux prestataires de services d'investissement à raison de leurs manquements professionnels ne pouvaient être supérieures à 750 000 euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés et que, de même, celles applicables à leurs dirigeants ne pouvaient être supérieures à 60 000 euros ou au triple du montant des profits éventuellement réalisés.

S'agissant de la première condition, relative à la légalité de la décision, le Conseil d'État constate que la méthode d'évaluation des dépassements injustifiés pratiqués sur les commissions de courtage fait l'objet d'une discussion, qu'il qualifie de sérieuse, que la répartition des profits entre la société de Bourse et son dirigeant n'est pas déterminée de manière complète et qu'ainsi le montant des sommes que la société de Bourse a indûment retiré n'est pas exactement déterminé ; il en déduit qu'il y a un risque de sanction disproportionnée et que, par conséquent, "*un doute sérieux apparaît ainsi sur le bien-fondé de la décision litigieuse en tant qu'elle fixe la sanction infligée à la société X... à un montant supérieur à un million d'euros*". Relativement à l'appréciation de cette première condition, deux points méritent d'être signalés ; le premier a trait au mode d'évaluation de la sanction pécuniaire : le Conseil d'État stigmatise implicitement, semble-t-il, le fait que l'évaluation de la sanction à l'égard du dirigeant aurait tenu compte du profit retiré par la société, alors qu'évidemment ce dernier ne peut être condamné qu'en fonction du profit personnel retiré ; le second tient à ce que le Conseil d'État procède lui-même à une appréciation du montant de la sanction qui lui paraît non contestable et suspend la décision pour le surplus.

S'agissant de la seconde condition, relative à l'urgence, le Conseil d'État constate que la société de Bourse "*ne pourrait verser l'intégralité de la sanction qui lui a été infligée sans mettre en cause, eu égard notamment aux ratios prudentiels qui s'imposent à elle, la poursuite de son activité ; que l'emploi de ses salariés serait en conséquence menacé*". L'intéressant est de noter que la Haute juridiction prend en compte les conséquences économiques et sociales potentielles de la décision de sanction et qu'elle le fait sous l'angle de l'urgence. Plus précisément, il convient de remarquer qu'elle note que le versement de l'intégralité de la sanction ne permettrait plus à la société de Bourse de respecter les ratios prudentiels que lui impose la réglementation, élément qui devra être conservé à l'esprit à l'avenir. Ce faisant, le Conseil d'État rapproche de fait le régime de la suspension de celui applicable devant les juridictions judiciaires, dont on sait que l'art. 524-2° du NCPC ne l'admet que si la condamnation "*risque d'entraîner des conséquences manifestement excessives*"¹¹.

Enfin, le Conseil d'État s'interroge sur l'opportunité de maintenir la publication de la décision de sanction alors qu'elle est attaquée devant lui. Il ne la suspend pas néan-

moins, considérant qu' "*il n'apparaît pas, en l'état de l'instruction, que la Commission ait pris une mesure excessive en décidant la publication des sanctions litigieuses*", mais qu'il appartient à l'AMF "*de préciser sur son site Internet que la sanction infligée à la société X... est suspendue en tant qu'elle dépasse 1 million d'euros*". Il confirme ainsi sa jurisprudence antérieure, qui s'est toujours montrée réticente à suspendre la publication des décisions de sanction¹². La question est, en effet, épineuse. En premier, lorsque la décision est attaquée ; en ce cas, risquant d'être réformé, est-il conforme à la justice d'en organiser néanmoins la publication intégrale ? La question est d'autant plus importante que la publication est assurée avec continuité par le site Internet de l'AMF, ce qui présente un intérêt réel, mais aggrave les conséquences de la publication d'une décision réformée par la suite. Ne faudrait-il pas, en ce cas, se limiter à une publication ne comportant pas le nom des personnes en cause ?

AMF – Day trading sur des penny stocks – Manipulation de cours.

AMF, 9 mars 2006. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Droit des marchés financiers", Litec, 3^e éd. 2001, n° 1055 et s.

Le fait de passer des ordres de vente massifs et de les annuler rapidement pour maintenir une pression à la baisse, et à l'inverse, de passer des ordres massifs d'achat puis de les annuler pour obtenir une hausse artificielle du cours, réalise une entrave au bon fonctionnement du marché, a pour effet d'induire autrui en erreur et de permettre à son auteur de dégager indûment des plus-values substantielles.

L'AMF sanctionne lourdement une pratique du *day trading* sur des *penny stocks* qui a eu pour objet et pour effet, en l'espèce, d'une part, de provoquer une baisse artificielle des cours et de permettre l'achat à bon compte des titres concernés, d'autre part, de créer une hausse tout aussi artificielle des cours et de permettre une revente avec plus-value. Ainsi résumés, les faits de cette affaire devaient donner lieu à condamnation ; en l'occurrence, elle est sévère : la principale bénéficiaire, une société d'investissement, est condamnée à plus de 7 millions d'euros, mais également les deux personnes physiques qui y ont prêté la main, à plus de 1 770 000 d'euros pour la première et à 750 000 d'euros pour la seconde, qui n'avait pourtant pas réalisé de profit personnel direct semble-t-il.

Seuls les faits présentent un certain intérêt car ils révèlent des pratiques que l'on croyait étrangères au marché français. Qu'on en juge. La méthode résidait dans l'intervention via Internet sur des valeurs particulièrement liquides dont le cours avoisinait 1 euro, ce que la tradition anglo-américaine appelle des *penny stocks* et que l'on pourrait qualifier d' "*euro stocks*", généralement éligibles au SRD et donc à fort effet de levier. Elle consistait en premier à provoquer une baisse artificielle des cours en multipliant les ordres massifs de vente et en les annulant aussitôt, ce qui permettait de maintenir une pression artificielle à la baisse et d'acheter des titres à bon compte. Puis, les

11. Voir CA Paris, 19 avril 2005, Banque & Droit n° 102, p. 50.

12. CE 20 janvier 2006, Banque & Droit n° 106, p. 46 ; CE 22 sep-

tembre 2005, Banque & Droit n° 104, p. 56.

intéressés créaient de faux intérêts acheteurs par la transmission d'ordres d'achat massifs au regard des possibilités du marché, ordres rapidement annulés et remplacés par des ordres portant sur des volumes comparables, également annulés peu de temps après, ce qui contribuait à maintenir un intérêt apparent sur le titre tout en réduisant à zéro le risque d'exécution en raison du volume des ordres et de leur moindre priorité dans le carnet, et provoquait une hausse artificielle permettant une revente à bon compte. L'AMF a pu reconstituer 148 opérations de ce type entre le 1^{er} janvier 2003 et le 27 août 2004, représentant 9 689 ordres d'achat, dont 6 218 ont été annulés sans avoir été exécutés, et 8 071 ordres de vente, dont 4 230 ont été annulés sans avoir été exécutés ; dans le même temps, ont été passés par une autre personne 7 768 ordres d'achat, dont 4 655 ont été annulés sans avoir été exécutés, et 8 565 ordres de vente, dont 5 214 ont également été annulés sans avoir été exécutés. Au total, ces opérations auraient permis la réalisation d'une plus-value globale brute de plus de 590 000 euros en 68 interventions et de plus de 2 300 000 euros en 98 interventions. En bref, la technique de "la bouilloire"...

II. Actualités réglementaires

AMF – Rescrit – Appel public à l'épargne.

AMF, Avis du 1^{er} décembre 2005 : *Revue de l'AMF* n° 23, mars 2006, p. 103. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Droit des marchés financiers", Litec, 3^e éd. 2001, n° 152.

La réglementation relative au démarchage bancaire et financier est hors du champ de la procédure du rescrit car elle ne relève pas du règlement général mais de la loi. En application de l'article 212-2 du règlement général, les offres au public d'instruments financiers dont le montant total calculé sur une période de 12 mois est inférieur à 100 000 euros ne sont pas constitutives d'appel public à l'épargne et au contrôle préalable de l'AMF. Le fait de n'être pas tenu de soumettre un prospectus au visa de l'Autorité de régulation et de le publier ne libère pas la société qui recourt au démarchage pour le placement de ses titres de l'obligation d'établir un document d'information.

L'AMF peut être interrogée par un professionnel à l'occasion d'une opération précise et donner son avis sur la régularité de celle-ci – le rescrit – comme pouvait l'être la COB depuis un règlement de 1990. La procédure n'a qu'un intérêt limité, car le délai d'instruction du dossier est trop long et l'obligation de décrire précisément l'opération met à mal la nécessaire confidentialité¹³, ce que la rareté des demandes démontre¹⁴. À cela s'ajoute qu'il est souvent plus simple de saisir discrètement et officieusement les services de l'AMF¹⁵. Au surplus, l'avis prononcé par l'AMF ne vaut que pour le demandeur, ne lie que l'autorité et seulement dans les limites de la situation révé-

13. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 152.

14. Un seul semble est recensé : Bull. COB, mai 1991, p. 11.

15. P.H. Conac, *Autorité des marchés financiers*, n° 80, p. 49, in *Dictionnaire Joly Bourse*.

lée et que si la mise en œuvre du rescrit est faite de bonne foi (art. 121-1 et s. du règlement général). L'avis est cependant publié dans la revue de l'AMF et sur son site Internet, ce qui tend à lui conférer une portée générale de fait¹⁶. En l'espèce, le demandeur présentait un montage particulièrement original. Pour autant, ainsi que le fait justement remarquer notre collègue Thierry Bonneau¹⁷, l'autorité de régulation, d'une part, répond à une question qui n'aurait pas dû lui être posée, d'autre part, ne répond pas à l'une des questions soulevées.

La première question était d'avoir confirmation que la constitution d'une société et la première augmentation de capital qui suivrait échapperaient bien au régime de l'appel public à l'épargne, ce à quoi l'AMF répond positivement. Mais, ainsi que le note M. Bonneau, y avait-il le moindre doute et, plus précisément, matière à interprétation ? Qu'on en juge : lors de sa constitution, les titres de la société devaient être souscrits par une société et par moins de dix personnes, toutes liées au dirigeant par des relations à caractère personnel et professionnel, et la première augmentation de capital devait être inférieure à 100 000 euros, ce qui suffisait à écarter sans contestation possible le régime de l'appel public à l'épargne (art. 211-2 du règlement général).

La seconde question, à laquelle ne répond pas directement l'AMF, portait sur l'hypothèse suivante : les augmentations de capital ultérieures, qui auraient lieu par appel public à l'épargne, verraient leur placement réalisé par une autre société auprès de ses clients, à laquelle l'émetteur donnerait mandat à cet effet. L'AMF se contente de répondre qu'un prospectus devra être soumis à son visa dans la mesure où il y aura recours au démarchage. Ainsi que le note notre collègue, cette réponse manque de précision car elle semble laisser penser que l'opération n'entretrait pas dans le champ de l'appel public à l'épargne, ce qui n'est pas possible puisque le démarchage est l'un des critères de l'appel public à l'épargne.

Regrettons enfin avec lui que l'AMF, pour le second rescrit de son histoire, n'ait pas été plus soucieuse de la pertinence de son avis.

Appel public à l'épargne - Exception - Investisseurs qualifiés.

Décret n° 2006-557 du 16 mai 2006.

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Droit des marchés financiers", Litec 2^e éd., 2001, n° 372-1 et s.

Le décret du 16 mai 2006, pris en application de l'art. L.411-2 du Code monétaire et financier, vient modifier les articles D.411-1 et s. du même Code et préciser ce qu'il faut entendre par investisseurs qualifiés et cercle restreint d'investisseurs au regard de l'appel public à l'épargne.

La loi du 26 juillet 2005 est venue réformer la notion d'appel public à l'épargne. Le Code monétaire et financier précise dorénavant que, nonobstant le recours au démarchage, à la publicité ou un prestataire de services

16. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e éd., 2005, n° 273, p. 262.

17. Th. Bonneau, *Chronique Titres - Bourses - Marchés*, Droit des sociétés, juin 2006, p. 28.

d'investissement, ne constitue pas une opération par appel public à l'épargne l'admission aux négociations sur un marché réglementé, l'émission ou la cession d'instruments financiers, lorsque l'offre s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs. Mais la liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés et le nombre d'investisseurs en deçà duquel il y a cercle restreint devraient être déterminés par décret. C'est ce que vient de faire le décret du 16 mai 2006.

Les principales différences avec le régime antérieur sont les suivantes :

- la liste des investisseurs qualifiés personnes morales est fortement allongée ;

- les sociétés commerciales bénéficient désormais de cette qualité de plein droit si elles remplissent deux sur trois critères (effectif annuel moyen supérieur à 250 personnes ; total du bilan supérieur à 43 millions d'euros et chiffre d'affaires ou montant des recettes supérieur à

50 millions d'euros) et sur déclaration en deçà ;

- les investisseurs qualifiés peuvent désormais être des personnes physiques, mais à condition d'agir pour compte propre, d'être inscrites sur un fichier spécial et de remplir au moins deux sur trois critères (détenition d'un portefeuille d'instruments financiers d'une valeur supérieure à 500 000 euros ; réalisation d'opérations d'un montant unitaire supérieur à 600 euros, à raison d'au moins 10 par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents, ou occupation pendant au moins un an, dans le secteur financier, d'une position professionnelle exigeant une connaissance de l'investissement en instruments financiers).

Quant au cercle restreint, il demeure fixé à 100 personnes, comme précédemment, la seule nouveauté étant venue de la loi, qui a écarté la condition supplémentaire antérieure de lien personnel ou professionnel avec les dirigeants. ■