

REFORMER L'APE

Une nécessité urgente et impérative

- Note de problématique -

RESUME

Le cadre juridique français de l'APE s'est structuré dans la continuité depuis la loi de 1966 qui en a posé les fondements. Cette construction a été élaborée avec le souci non critiquable d'assurer la protection des épargnants sollicités pour apporter leurs fonds (§ 2 et 3).

Aujourd'hui toutefois, il n'est plus possible de ne pas remettre en cause ce cadre traditionnel en considération d'au moins deux éléments qui sapent ses assises :

- D'une part, la libéralisation de l'offre transfrontière de produits et services financiers (§ 4 à 7). Il n'y a en effet aucune raison d'accepter politiquement, comme la France l'a fait, cette libéralisation et de maintenir un régime d'APE déterminant des contraintes additionnelles pesant sur les émetteurs français mais inopposables aux émetteurs d'autres Etats membres (§ 8).
- D'autre part, la volonté d'assurer l'attractivité de la Place de Paris qui oblige à dégager des solutions permettant de desserrer, mais sans cohérence d'ensemble, diverses contraintes liées à l'APE (§ 11).

Ne pas procéder, de façon urgente et résolue, à une refondation du dispositif APE présente trois dangers qui ne peuvent être ignorés :

- Fragiliser dans leur recherche de financements de marché les émetteurs français, et particulièrement ceux qui n'ont pas déjà la capacité de lever des financements internationaux mais parmi lesquels doivent justement se trouver ceux qui formeront demain les fleurons de l'économie nationale (§ 9, 10 et 12).
- Supprimer toute cohérence à un cadre déjà complexe et particulièrement peu lisible pour les épargnants au profit desquels il a été édifié (§ 10 et 12).
- Créer une insécurité juridique sur certaines des avancées réalisées ou en cours pour assurer l'attractivité de la Place (§ 12 et 19).

Pour l'AFEI, la réflexion qui doit être maintenant entamée doit tout d'abord conduire à se poser la question des raisons pour lesquelles il ne serait pas envisageable d'**aligner les éléments qualitatifs d'une opération d'APE sur ceux que prévoit le cadre européen**, ce qui suppose la modification à titre principal de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier pour qu'il reproduise le champ d'application de la directive Prospectus (§ 13 à 15).

Cette réflexion doit ensuite permettre de se prononcer sur l'**utilité et l'opportunité de maintenir un statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne** (§ 16 et 17). A tout le moins, il est nécessaire de recalibrer les contours de ce statut.

Par ailleurs, il faut envisager un certain nombre d'autres modifications, révélées d'ailleurs de façon paradoxale dans le cadre de deux consultations récentes de l'AMF (§ 18). Ces modifications ont trait à :

- ✓ L'obligation de faire APE pour les augmentations de capital réalisées sans DPS (§ 19).
- ✓ L'obligation pour les prospectus non rédigés en français d'être accompagnés d'une traduction du résumé en français (§ 20).
- ✓ L'obligation pour les sociétés étrangères faisant une émission sur le territoire français par appel public à l'épargne de déposer au greffe du Tribunal de Commerce de Paris leurs statuts accompagnés d'une traduction (§ 21).

Mais ces modifications concernent aussi certains points de la réglementation ou de la doctrine qu'édicte l'AMF, et notamment :

- ✓ L'obligation faite au prestataire chef de file d'une introduction sur le marché réglementé de réserver aux investisseurs particuliers au moins 10 % du montant global de l'opération (§ 22 et 23).
- ✓ L'obligation faite dans certaines situations d'accompagner le projet de prospectus soumis au visa d'une attestation du ou des prestataires de services d'investissement réalisant l'opération (§ 24).
- ✓ La limitation concernant l'amplitude de prix dans le cadre des offres au public faites lors d'une introduction en bourse (§ 24).
- ✓ Le calibrage du résumé en termes de longueur ou d'informations qu'il doit contenir (§ 24).

1. L'ambitieuse démarche d'intégration des marchés financiers entreprise au niveau européen bouleverse les fondements sur lesquels a été édifié le dispositif français de l'appel public à l'épargne (APE). Cette situation rend aujourd'hui tout à fait urgente et impérative une réforme de l'APE qui permette son alignement sur la norme européenne qui fonde la fluidité transfrontière de l'offre de produits et services financiers voulue par les Etats membres.

Afin de fournir des premiers éléments à cette réflexion, le Comité Opérations Financières de l'AFEI a élaboré le présent document qui ne prétend toutefois pas à l'exhaustivité.

A. UNE DEMARCHE D'INTEGRATION EUROPEENNE QUI BOULEVERSE LES FONDEMENTS SUR LESQUELS A ETE EDIFIE L'APE

➤ Un cadre juridique français de l'APE qui s'est structuré dans la continuité depuis 1966

2. La notion d'APE est une notion ancienne¹ en France autour de laquelle, au fil des ans, s'est structuré le cadre juridique des personnes qui font appel au marché pour recueillir des financements

¹ Consacrée législativement au travers de l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 mais dont les prémisses se trouvent dans la loi du 30 janvier 1907. De manière générale, on renvoie à « L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux », B. François, Thèse, Paris II, 2003 (à paraître prochainement chez LGDJ).

(les émetteurs), parmi lesquelles figurent principalement les entreprises commerciales. L'idée générale qui inspire ce cadre juridique est de créer les conditions de la confiance sans laquelle les investisseurs, qui n'ont qu'une relation distendue avec l'émetteur², n'apporteraient pas leurs fonds ou, à tout le moins, le feraient de manière plus limitée et en réclamant des rémunérations plus élevées. Il s'agit ainsi d'enclencher un cercle vertueux dans laquelle la confiance étant présente, le risque lié à l'investissement apparaît plus mesurable à l'origine et plus contrôlable dans la durée, conduisant ainsi l'investisseur à accepter plus aisément de remettre ses fonds en échange des titres émis tout en abaissant son exigence de rémunération, et permettant en conséquence à l'émetteur d'obtenir des financements à un moindre coût³.

Tout l'objet du dispositif APE est donc de fournir aux investisseurs sollicités pour apporter des fonds, la garantie que l'émetteur qu'ils ont en face d'eux respecte un certain nombre d'obligations, notamment en termes de type et de niveau d'informations qu'il doit communiquer au public⁴. En outre, est instituée une autorité de tutelle spécifique, aujourd'hui l'Autorité des marchés financiers, disposant d'une compétence réglementaire et ayant la capacité de contrôler le respect de leurs obligations par les émetteurs ainsi que de sanctionner d'éventuels manquements.

3. Depuis 1966, date de sa concrétisation légale, le dispositif APE s'est considérablement développé, parallèlement d'ailleurs au développement des mécanismes de marché, lui-même facteur et conséquence d'un recours croissant à ce type de financement. Ce développement est toutefois caractérisé par une forte continuité : si les obligations ont été considérablement renforcées et précisées depuis l'origine, l'esprit général du dispositif est resté en revanche le même.

La constatation qu'en 1998 et en 2005, d'importantes réformes ont eu lieu⁵, se traduisant par des assouplissements notables du dispositif APE⁶, ne conduit pas à modifier cette appréciation dans la mesure où ces réformes n'ont pas créé de véritable rupture par rapport à la situation antérieure.

➤ **Le marché unique des services financiers : une volonté politique européenne au service des émetteurs et des investisseurs qui conduit à fluidifier l'offre transfrontière**

4. Officialisé en mai 1999, le Plan d'action sur les services financiers de la Commission européenne⁷ fixe un ambitieux programme dont l'objectif est de tirer parti de l'euro pour décloisonner les marchés financiers européens au bénéfice des entreprises et des consommateurs⁸. Parmi les cinq domaines d'actions prioritaires que trace le PASF, l'un d'eux a pour objet d'éliminer « *les dernières entraves à l'intégration des marchés financiers (...), de manière à réduire le coût du capital sur les*

² Le souci est d'abord de chercher un investissement de qualité fournissant une rémunération en rapport avec le risque. Dans cette perspective, l'*intuitu personae*, normalement au centre de la relation d'une entreprise avec ses actionnaires, est considérablement affaibli, sinon totalement absent.

³ De manière macro-économique, le dispositif APE constitue ainsi l'un des éléments permettant le financement de l'économie productive dans les meilleures conditions.

⁴ Permettant ainsi à l'investisseur d'apprécier si le couple rendement-risque de son investissement est effectivement celui souhaité.

⁵ Loi n° 98-548 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre financier et économique et loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, qui ont par ailleurs induit différentes modifications au niveau réglementaire, dont celui dévolu à l'autorité de marché.

⁶ Par l'introduction des dérogations aujourd'hui rassemblées à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier, parmi lesquelles doivent être plus spécifiquement relevées les opérations qui s'adressent « *exclusivement* » à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs.

⁷ Services financiers - Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers - Plan d'action, Communication de la Commission européenne du 11 mai 1999 (COM(1999)232).

⁸ La constitution d'un marché unique, somme des marchés nationaux sur lesquels il est édifié, permet d'abaisser les coûts de financement des émetteurs, d'élargir la palette des produits mis à disposition des investisseurs, notamment des épargnants, et de stimuler, au profit de l'innovation et de la baisse des coûts, la concurrence entre les fournisseurs de services que sont les intermédiaires et les infrastructures de marché.

*marchés européens*⁹ ». En adoptant en juin de la même année ce plan d'action, les Etats membres ont politiquement matérialisé leur volonté commune de progresser notablement dans l'achèvement du marché unique des services financiers en suivant les lignes d'action décrites par la Commission européenne.

C'est ainsi qu'ont été lancées de nombreuses initiatives, dont trois doivent être plus particulièrement relevées par rapport à la problématique créée par le dispositif APE :

✓ **La directive Prospectus**

5. Adoptée en 2003 et entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2005, la directive Prospectus¹⁰ a pour objet de créer au profit des émetteurs un passeport européen leur permettant sur la base d'un document d'information approuvé dans leur Etat d'origine (le prospectus) de pouvoir lever des fonds auprès du public dans l'ensemble de l'espace européen sans avoir à se soumettre à des contraintes additionnelles propres aux Etats d'accueil dans lesquels ces fonds sont recueillis.

La directive Prospectus permet ainsi aux émetteurs de faire une « offre au public » ou de réaliser « une admission à la négociation sur un marché réglementé » dans un ou plusieurs Etats d'accueil sur la seule base du prospectus¹¹ approuvé dans leur Etat d'origine (*Dir. Prospectus, art. 17-1*), et établi « dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale¹² » (*Dir. Prospectus, art. 19*). Le système ainsi mis en place est particulièrement souple puisque, pour en bénéficier, il faut seulement¹³ que l'autorité d'origine fournisse¹⁴ aux autorités d'accueil « un certificat d'approbation attestant que le prospectus a été établi conformément à la présente directive, ainsi qu'une copie dudit prospectus » (*Dir. Prospectus, art. 18*).

✓ **La directive Transparence**

6. Adoptée en 2004 et entrée en vigueur le 20 janvier 2007, la directive Transparence¹⁵ fixe des exigences harmonisées en matière d'informations périodiques et continues que doivent fournir les émetteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé.

La directive Transparence supprime ainsi la capacité des Etats d'accueil à imposer des obligations d'information plus strictes que celles qu'elle prévoit en cas d'admission de valeurs mobilières sur un marché réglementé situé sur leur territoire (*Dir. Transparence, art. 3-2, a*). Elle supprime également leur capacité à soumettre les actionnaires existants ou potentiels¹⁶ à des exigences de notification d'informations plus strictes que celles qu'elle prévoit (*Dir. Transparence, art. 3-2, b*).

⁹ COM(1999)232 précitée, p. 3.

¹⁰ 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.

¹¹ Accompagné éventuellement d'un supplément.

¹² Ou acceptée par la ou les autorités compétentes concernées, chacune d'entre elles ayant uniquement la possibilité d'exiger la traduction du résumé dans sa ou ses langues officielles. Par ailleurs, il convient aussi de souligner que lorsque l'offre ou l'admission est aussi faite dans l'Etat d'origine, il faut également que le prospectus soit rédigé dans une langue acceptée par l'autorité compétente de cet Etat qui peut être distincte de celle retenue par les Etats d'accueils ...

¹³ Mais sous réserve des mesures conservatoires qui restent ouvertes aux autorités d'accueil (*Dir. Prospectus, art. 23*).

¹⁴ Dans un délai qui est d'ailleurs strictement encadré.

¹⁵ 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.

¹⁶ C'est-à-dire les personnes physiques ou morales qui ont le droit d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote dans un certain nombre de situations que liste la directive.

✓ **La directive MIF**

7. Adoptée elle aussi en 2004 et entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, la directive MIF¹⁷ a pour objet de rendre plus effectif le passeport européen dont bénéficiaient les intermédiaires financiers et les marchés en vertu de la DSI de 1993¹⁸, tout en accroissant la concurrence entre les plateformes de négociation que sont les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les intermédiaires eux-mêmes.

L'un des effets de la directive MIF est ainsi de supprimer certaines compétences que, par exception au principe du passeport européen, la DSI avait reconnues aux Etats d'accueil pour presque en totalité¹⁹, les transférer aux Etats d'origine, permettant ainsi aux intermédiaires financiers de proposer leurs services et produits sous le seul bénéfice des règles instituées dans leur Etat d'origine.

➤ **Ne pas respecter scrupuleusement la logique suivant laquelle est réalisée l'intégration européenne, non seulement crée des distorsions concurrentielles au détriment des émetteurs français, mais est également sans profit pour les investisseurs**

8. Les directives Prospectus, Transparence et MIF participent du même objectif d'intégration européenne des marchés financiers. Pour ce faire, elles reposent sur une logique similaire qui consiste à créer les conditions, chacune dans leur domaine, d'une importante fluidité transfrontière des services et produits, organisée sur la base des règles de l'Etat d'origine, et se traduisant par une quasi-totale incapacité des Etats d'accueil à subordonner cette offre transfrontière au respect de conditions particulières non prévues par le corpus européen. Certes, chaque Etat membre conserve une certaine latitude pour édicter des règles plus strictes que celles prévues par les directives²⁰, mais de façon quasi absolue ces règles additionnelles, lorsqu'elles peuvent être édictées, ne s'imposent alors qu'aux personnes dont cet Etat est l'Etat d'origine, tout en restant inapplicables à celles pour lesquelles il intervient en tant qu'Etat d'accueil.

Bien sûr, et comme le PASF le relevait, cette libéralisation de l'offre transfrontière n'a pu être atteinte que par la voie d'un important travail de définition d'un corpus européen de règles sur lequel elle s'appuie. La libéralisation n'a en effet été politiquement acceptable que parce que chaque Etat membre a reconnu que les règles minimales définies par les directives formant le PASF, d'une part, étaient au moins équivalentes à celles édictées au fil des ans dans son droit interne et, d'autre part, étaient suffisantes pour maintenir les conditions de la confiance entre prestataires et consommateurs de services et produits financiers.

9. Pour les émetteurs qui sont ici au centre de la réflexion, ce processus d'intégration conduit à un double effet de sens contraire.

- D'un côté, il se révèle positif en ce qu'il permet aux émetteurs d'abaisser leurs coûts de financement. La raison en est tout d'abord que leurs fournisseurs de services que sont les intermédiaires et les marchés auxquels ils sont susceptibles de recourir sont plus nombreux, et donc sous pression concurrentielle plus intense. La raison en est aussi et surtout que les

¹⁷ Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

¹⁸ Directive n° 93/22 du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

¹⁹ Sous réserve des pouvoirs conservatoires dont disposent les Etats d'accueil dans les situations d'urgence, et sous réserve aussi de certaines particularités concernant les succursales (*Dir. MIF, art 62 et 32-7*).

²⁰ A l'exception notable de la directive d'application de la directive MIF qui réduit la latitude dont disposent les Etats membres (*Dir. 2006/73/CE, art. 4*).

investisseurs potentiellement intéressés par les produits qu'ils émettent, s'apprécient au niveau européen et plus seulement national.

Bien évidemment, cet élargissement n'a de véritable réalité que pour les émetteurs qui n'ont pas déjà la capacité à attirer les investisseurs internationaux, comme les grandes valeurs de la cote parisienne, souvent leaders mondiaux dans leur secteur d'activité²¹. Mais ces autres émetteurs, beaucoup plus nombreux, même si le montant de fonds qu'ils lèvent est globalement plus faible²², sont aussi ceux pour lesquels il convient particulièrement de veiller à ce que le marché puisse leur fournir les financements nécessaires à leur développement alors que parmi eux se trouvent ceux qui formeront demain les fleurons de notre économie nationale.

- D'un autre côté, comme l'intégration joue aussi au bénéfice des investisseurs, qui voient la gamme des valeurs qui leur sont aisément accessibles considérablement élargie, l'intégration induit parallèlement une concurrence plus grande entre les émetteurs qui cherchent à lever des fonds.

Alors en effet que les investisseurs institutionnels, de très loin les principaux bailleurs de fonds, sont confrontés à un impératif toujours plus fort de diversification de leurs portefeuilles tout en supportant des contraintes accrues en termes de temps à allouer à l'examen de nouveaux projets d'investissement, cet élargissement de l'offre de produits les conduit naturellement à être beaucoup plus sélectifs pour, au sein de la zone européenne, se concentrer sur les meilleurs produits par rapport à leur politique d'investissement²³. Une traduction de cet effet réside dans le constat que la part relative des émetteurs français dans les portefeuilles des OPCVM français croit moins vite que celle des émetteurs étrangers.

EVOLUTION DE LA PART DES ACTIONS ET VALEURS ASSIMILEES DANS L'ACTIF DES OPCVM FRANÇAIS (en Md€)			
		Décembre 2002	Juin 2007
OCVM à vocation générale	émises par des résidents	146,3	328,1
	émises par des non résidents	89,9	283,5
OPCVM actions	émises par des résidents	63,0	144,4
	émises par des non résidents	51,9	187,9

Source : Banque de France – Tableaux et graphiques – OPCVM France 2^{ème} trimestre 2007

10. Dans cet environnement plus compétitif entre émetteurs qui font appel au marché, la France doit donc être particulièrement attentive à ne pas faire peser sur ceux dont elle est l'Etat d'origine des contraintes additionnelles par rapport à la norme européenne, au risque de les handicaper par rapport à leurs homologues d'autres pays dans leur recherche de financements de marché.

Certes, alors que la confiance des investisseurs est en jeu (*supra* § 2), il pourrait être objecté que ces contraintes sont des atouts plutôt que des handicaps puisqu'elles sont des éléments permettant de créer cette confiance. Souvent considérée en France comme un élément justificatif autosuffisant, une telle assertion, outre qu'elle demanderait à être démontrée, se heurte toutefois à une double objection.

²¹ Au 31 décembre 2006, les non-résidents détenaient 46,2 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40, ce taux de détention ayant marqué une progression de 1,3 point par rapport à fin 2005 : voir « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006 » (*Bull. Banque de France, n° 161, mai 2007, p. 5*).

²² En 2007, un montant total de 24,2 Md€ a été levé par 120 sociétés françaises sur le marché français, dont 14 Md€ par 7 sociétés du CAC 40 (*Source BNPP*).

²³ C'est d'ailleurs l'une des valeurs ajoutées apportée par les intermédiaires de marché, et recherchée par les investisseurs, que d'avoir la capacité de les pré-orienter utilement dans ce choix plus large.

- D'une part, à l'échelle européenne, qui est celle qui doit désormais être prise en compte, il n'est pas assuré que des contraintes additionnelles propres à un Etat membre, même destinées à renforcer la confiance des investisseurs, soient suffisamment perçues comme telles par tous les investisseurs localisés en dehors de cet Etat. Cet aspect est d'autant plus important qu'aujourd'hui, les *process* d'investissement des investisseurs institutionnels, largement industrialisés, sont de moins en moins aptes à gérer les particularités nationales par rapport à un champ européen appréhendé comme homogénéisé. En tout état de cause, la gestion de ces particularités nationales demandent du temps, ressource de plus en plus rare.
- D'autre part, et de façon beaucoup plus fondamentale, chercher à protéger l'épargne nationale tout en acceptant la fluidification de l'offre transfrontière n'a pas de sens. A quoi sert en effet, de poser des règles particulières dont on sait qu'elles ne peuvent s'imposer aux services et produits en provenance d'autres Etats membres ? Nier la réalité de la distorsion concurrentielle qui est ainsi créée au détriment de ses propres nationaux n'est en fait possible que parce qu'est aussi nié l'objectif d'intégration européenne, à laquelle la France a pourtant politiquement souscrit.

En réalité pour les investisseurs nationaux, et notamment les épargnants, le risque de cette démarche est de les pousser à croire que l'offre transfrontière de services et produits est naturellement réalisée sur le fondement des mêmes règles que celles qui s'appliquent à l'offre nationale, et donc de les induire en erreur sur la nature et l'étendue des règles qui les protègent ...

- **Un souci d'attractivité de la Place de Paris qui incite à la mise en place de solutions évitant la rigueur du dispositif APE mais qui en affaiblissent fortement la cohérence en termes de protection de l'épargne tout en accentuant la distorsion de concurrence qui pèse sur les émetteurs français**

11. Aujourd'hui, il s'agit pour la Place de Paris d'utiliser ses atouts pour devenir LA place financière de la zone euro. L'enjeu est d'importance : il s'analyse en termes, non seulement d'optimisation du financement de l'économie et de l'allocation de l'épargne²⁴, mais aussi de création d'emplois et de valeur ajoutée par les acteurs des activités de marchés financiers. C'est d'ailleurs bien en considération de cet enjeu qu'a été engagée au cours de ces derniers mois une action résolue, soutenue au plus haut niveau de l'Etat, et notamment attestée par la création d'un Haut Comité de Place, présidé par le Ministre de l'économie en personne.

L'une des facettes de cette action réside dans certains aménagements du dispositif APE afin de ne pas amoindrir la capacité des intermédiaires et marchés français à capter des courants d'affaires. C'est ainsi que dans des délais particulièrement rapides²⁵, l'AMF vient d'autoriser la création d'un Compartiment professionnel sur lequel, au sein d'un marché réglementé, sont mis en œuvre des allègements de la réglementation applicable tout en maintenant « *toutes les dispositions législatives*

²⁴ Les besoins nationaux seront d'autant mieux servis qu'une proximité culturelle et géographique existera entre les fournisseurs et les consommateurs de produits et services financiers. Or, dans le contexte d'eupéanisation des activités de marché, cette proximité ne pourra être durablement maintenue que si la Place de Paris a une ambition qui excède le périmètre des seuls clients domestiques : la nature industrielle de l'activité de marché financier suppose en effet une assise de clients aussi large que possible pour que cette activité soit exercée de façon effectivement compétitive.

²⁵ Sur la base d'une consultation lancée début octobre visant à 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 (...) eu égard à la qualité des investisseurs visés et à la nature des opérations réalisées* », sont entrées en vigueur le 20 décembre 2007 différentes dispositions prises par l'AMF, dont des modifications du règlement général homologuées par arrêté du 7 décembre. Voir aussi la réponse de l'AFEI ([AFEI / 07-51](#)).

ou réglementaires applicables aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, telles qu'issues des directives européennes, notamment Prospectus, Abus de marché, Transparence ou d'ordre comptable²⁶ ». C'est également ainsi que l'AMF a pris une décision reconnaissant l'équivalence des standards américains pour une admission à la négociation sur un marché réglementé²⁷. C'est aussi ainsi qu'a été décidée au sein du Haut Comité de Place la « suppression des obligations de publications au BALO redondantes avec les dispositions du code monétaire et financier issues des directives Transparence et Prospectus²⁸ ».

12. Ces évolutions²⁹, absolument nécessaires pour la compétitivité de la Place de Paris, doivent être saluées. Force est toutefois de constater qu'hormis la question du BALO qui passe par une modification législative, le mouvement est pour l'instant mené au seul niveau réglementaire sans remise en question d'ensemble du dispositif APE ... Or, une telle remise en question est aujourd'hui inévitable pour au moins trois raisons :

- La première tient à la cohérence intrinsèque du dispositif. Il faut en effet vérifier que les moyens originellement choisis pour atteindre l'objectif de protection de l'épargne sont toujours adaptés. De ce point de vue, la problématique est sans aucun doute profondément renouvelée, tant par le choix politique d'une fluidité transfrontière de l'offre de produits et services financiers (*supra* § 4 et s.), que par la création de nouveaux segments de marché sur lesquels des titres ne respectant pas les règles propres à l'APE sont aisément accessibles à des investisseurs non qualifiés : titres cotés, soit sur le Compartiment professionnel, soit sur Alternext au terme d'une procédure de placement privé³⁰.

Se trouve ainsi amplifiée la remarque précédemment faite (*supra* § 10) quant au caractère peu compréhensible pour les épargnants d'un dispositif où la nature et l'étendue des règles qui les protègent varient fortement en fonction de situations qui semblent totalement assimilables. L'épargnant français peut aujourd'hui acheter des titres sur Euronext Amsterdam³¹ comme sur Euronext Paris, mais jusqu'à quel point les émetteurs cotés à Amsterdam apportent-ils les mêmes garanties en termes de protection de l'épargne que ce qu'a prévu la France au titre du dispositif APE³² ? Et, en tout état de cause, les titres d'émetteurs d'autres Etats membres peuvent être cotés sur Euronext Paris sous le bénéfice des directives Prospectus et Transparence sans avoir à respecter les contraintes du dispositif APE.

- La deuxième raison, qui est d'ailleurs une conséquence directe de la première, concerne la nécessité de sécuriser juridiquement les avancées qui viennent d'être réalisées pour assurer la compétitivité de la Place. Son image serait en effet durablement atteinte si certaines de ces avancées de nature réglementaire se trouvaient remises en cause par le juge chargé de leur appréciation au motif de leur non conformité à un dispositif dont la source est d'abord légale.

A ce niveau, il est à craindre que le Compartiment professionnel, qui constitue un réel enjeu pour la Place de Paris, ne soit fragilisé par la constatation que la combinaison des textes APE

²⁶ Voir document de consultation AMF.

²⁷ Voir communiqué de presse AMF du 1^{er} octobre 2007.

²⁸ Voir document en consultation sur le site du Minéfi.

²⁹ Au rang desquelles, on pourrait aussi lister la mise en place d'Alternext qui procède de la même logique de compétitivité de la Place mais dont la création est bien antérieure puisqu'elle remonte à mai 2005.

³⁰ On relèvera que sur l'un et l'autre marché, l'AMF impose que les investisseurs non qualifiés souhaitant acheter des titres agissent à leur seule initiative et que l'intermédiaire chargé d'exécuter l'ordre d'achat informe spécifiquement son client des caractéristiques particulières du marché sur lequel il intervient (voir communiqué AMF du 15 octobre 2007 pour Alternext et article 516-19 du RG AMF). Il est toutefois à noter que l'AFEI a entamé une réflexion sur la légalité de l'article 516-19 du RG AMF, et à tout le moins sur la nécessité de procéder à sa notification au terme de l'article 4 de la directive 2006/73/CE.

³¹ Mais aussi sur n'importe quel marché réglementé en Europe ...

³² On observera que l'intermédiaire français qui exécute l'ordre n'est alors pas soumis à une contrainte similaire à celle de l'article 516-19 du RG AMF.

ne permet pas d'assurer définitivement que, dès lors que les titres cotés sur ce compartiment sont accessibles à des investisseurs non qualifiés, la « diffusion » progressive des ces titres au-delà d'un cercle restreint d'investisseurs ne puisse emporter une qualification d'APE³³. Cette problématique, qui peut (mais de façon moins évidente) d'ailleurs aussi jouer en ce qui concerne les titres ayant fait l'objet d'un placement privé sur Alternext³⁴, demande en tout cas à être analysée d'autant plus précisément que dans le contexte d'un dispositif désormais devenu très complexe, il est probable que le juge pourra être fréquemment amené à trancher les ambiguïtés.

- La troisième et dernière raison tient à l'accentuation des distorsions de concurrence déjà relevées qui pèsent sur les émetteurs nationaux (*supra* § 10), dont il faut d'ailleurs observer qu'elles ont été particulièrement révélées à l'occasion de la création du Compartiment professionnel³⁵. Il serait en effet tout à fait paradoxal que la France allège les obligations pesant sur les émetteurs étrangers cherchant à se faire coter sur des marchés français sans au moins s'interroger sur l'opportunité et l'utilité de maintenir des contraintes plus fortes pour ses ressortissants.

B. QUELS TEXTES MODIFIER POUR REFORMER L'APE ?

➤ Caler la définition légale de l'APE sur le champ d'application de la directive Prospectus

13. En droit français, la qualification d'APE, dont on observera qu'elle ne fonde pas l'articulation des textes européens, est attachée à des catégories d'opérations définies de manière positive puis négative au travers des articles L. 411-1 et L. 411-2 du Code monétaire et financier.

Article L. 411-1

L'appel public à l'épargne est constitué par l'une des opérations suivantes :

1. L'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé ;
2. L'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement.

Article L. 411-2

I. - 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 :

- 1° Inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
- 2° Emis par un organisme international à caractère public dont la France fait partie ;
- 3° Emis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
- 4° Emis par un organisme mentionné au 1 ou au 5 du I de l'article L. 214-1.

³³ Sur ce point, voir B. François précitée, n° 118, 122, 230 et s.

³⁴ Voir le commentaire de H. de Vauplane, J.-J. Daigre, J.-P. Bornet et B. de Saint Mars, in Chronique financière et boursière, Banque & Droit, n° 116, nov.-déc. 2007, p. 40.

³⁵ Voir AFEI / 07-51 précitée.

II. - Ne constitue pas une opération par appel public à l'épargne l'émission ou la cession d'instruments financiers lorsque :

1^o L'offre porte sur des instruments financiers mentionnés au 1 ou au 2 du I de l'article L. 211-1 émis par une société anonyme ou une société en commandite par actions et que le montant total de l'offre est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ou à un montant et une quotité du capital de l'émetteur fixés par le règlement général.

Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général ;

2^o L'offre porte sur des instruments financiers mentionnés au 1 ou au 2 du I de l'article L. 211-1 émis par une société anonyme ou une société en commandite par actions et que les bénéficiaires de l'offre acquièrent ces instruments financiers pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

3^o L'offre porte sur des instruments financiers mentionnés au 1 ou au 2 du I de l'article L. 211-1 émis par une société anonyme ou une société en commandite par actions et que la valeur nominale de chacun de ces instruments financiers est supérieure à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

4^o Nonobstant le recours au démarchage, à la publicité ou à un prestataire de services d'investissement, l'offre s'adresse exclusivement :

- a) Aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ;
- b) A des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre.

Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret.

Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret.

III. - Pour l'application des dispositions du code pénal et de l'ordonnance n° 45-2138 du 19 septembre 1945 portant institution de l'ordre des experts-comptables et réglementant le titre et la profession d'expert-comptable, les personnes morales ou les sociétés procédant à des opérations mentionnées aux 1^o à 3^o du II sont réputées faire appel public à l'épargne.

De son côté, la directive Prospectus harmonise les « exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre » (*Dir. Prospectus, art. 1-1*). Dans ce cadre, l'offre au public de valeurs mobilières est définie comme « une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières », cette définition s'appliquant également au « placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers » (*Dir. Prospectus, art. 2-1*). Par ailleurs, la directive liste également un certain nombre de situations qui échappent à l'obligation de publier un prospectus à raison de la nature, soit de l'offre (*Dir. Prospectus, art. 3-2*), soit des titres concernés (*Dir. Prospectus, art. 4*).

14. La comparaison du dispositif APE avec celui qui ressort de la directive Prospectus révèle certaines similitudes en ce qui concerne les situations d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou la nature des opérations qui ne sont pas constitutives d'un APE. En revanche, de notables divergences existent par ailleurs puisque la loi française appréhende dans son champ les opérations se traduisant par « l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement » alors que la directive ne connaît que « l'offre au public de valeurs mobilières ».

Ces divergences, d'ailleurs identifiées par le législateur à l'occasion de la transposition³⁶, ne sont pas étonnantes puisque cette transposition s'est seulement traduite par des modifications apportées à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier, sans que l'article L. 411-1 ne soit quant à lui modifié.

15. Aujourd'hui, les raisons pour lesquelles serait maintenue une inadéquation entre le dispositif français et le dispositif européen demandent à être réévaluées : outre tous les éléments précédemment soulignés (*supra* § 2 et s.), il faut aussi considérer que cette inadéquation peut être la source d'importantes différences d'appréciation entre les tribunaux français et européens, dont on voit mal comment elles ne pourraient pas être hautement préjudiciables à l'attractivité de la Place de Paris.

Aussi, l'AFEI estime indispensable que soit modifié le Code monétaire et financier comme suit.

I. - L'article L. 411-1 du Code monétaire et financier est ainsi modifié :

1. Le 2 est désormais ainsi rédigé : « 2. L'offre au public de valeurs mobilières. »
2. In fine est ajouté un nouvel alinéa ainsi rédigé : « L'offre au public de valeurs mobilières est constituée, soit par une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières, soit par un placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers ».

II. - Le paragraphe II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier est ainsi modifié :

1. Dans le premier alinéa, les termes « l'émission ou la cession d'instruments financiers » sont remplacés par « une offre au public de valeurs mobilières ».
2. Au 4°, les termes « nonobstant le recours au démarchage, à la publicité ou à un prestataire de services d'investissement » sont supprimés.

➤ **Entamer une réflexion approfondie sur l'utilité et l'opportunité du maintien d'un statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne**

16. Comme cela a déjà été relevé (*supra* § 13), l'article L. 411-1 attache la notion d'APE à une opération et non à une personne ou à un produit. Cela induit que la notion d'APE ne devrait avoir qu'une existence éphémère liée à l'opération elle-même, et pourtant de nombreux textes légaux et réglementaires utilisent la notion de société ou de personne faisant appel public à l'épargne, ou encore de produit faisant appel public à l'épargne, consacrant au contraire l'idée qu'il existe un statut

³⁶ Sur les conditions de transposition de cette directive par la loi du 26 juillet 2005, on renvoie plus notamment au Rapport de Ph. Marini, réalisé pour la Commission des finances du Sénat à l'occasion de la discussion du projet de loi (*Rapport Sénat n° 438, 29 juin 2005, p. 136 et s.*) dans lequel il est notamment souligné 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 » (p. 148).

durable induisant des obligations spécifiques, détachées de la réalisation d'opérations qualifiables ou non d'APE.

Code de commerce

Articles faisant référence à une personne : L.225-37 ; L.225-68 ; L.225-96 ; L.225-98 ; L.225-99 ; L.225-228 ; L.229-11 ; L.229-12 ; L.229-13 ; L.612-1 ; L.821-3 ; L.821-8 ; L.821-9 ; L.822-14 ; L.822-16 ; R.210-6 ; R.210-7 ; R.225-120 ; R.225-133 ; R.228-92 ; R.229-3 ; R.229-5 ; R.229-9 ; R.229-10 ; R.229-14 ; R.229-15 ; R.229-18 ; R.229-20 ; R.229-24 ; R.821-26 ; R.821-32 ; R.821-45 ; R.823-21.

Code monétaire et financier

Articles faisant référence à une personne : L.213-3 ; L.213-19 ; L.214-56 ; L.214-57 ; L.466-1 ; L.621-7 ; L.621-9-2 ; L.621-15 ; L.621-18-2 ; L.621-18-3 ; L.621-22 ; D.213-8 ; R.214-155 ; R.214-157 ; R.214-158 ; R.214-159 ; R.621-30-1 ; R.621-30-2 ; R.621-30-3.
Articles faisant référence à un produit : L.542-1 ; L.621-1 ; L.621-2 ; L.621-7 ; L.621-9.

Il faut d'ailleurs noter que l'AMF définit les conditions dans lesquelles un émetteur peut perdre le statut d'émetteur faisant APE (RG AMF, art. 215-1) alors qu'aucun texte ne détermine formellement les conditions dans lesquelles s'acquiert ce statut.

17. Compte tenu à la fois de la nécessité de ne pas entraver la recherche de financements de marché des émetteurs français par rapport à leurs homologues européens et de la nécessité de disposer d'un cadre juridique cohérent et compréhensible pour les épargnants au profit desquels il est censé opérer, Il paraît aujourd'hui indispensable d'entamer une réflexion approfondie sur l'utilité et l'opportunité de maintenir un statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne.

Compte tenu des lignes de force sous-tendues par le corpus européen qui, désormais, régit largement la matière, il semble particulièrement nécessaire d'examiner pourquoi la solution ne passerait pas plutôt par un régime d'obligations spécifiques, notamment en termes d'informations, propre aux sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé. S'agissant par ailleurs des autres sociétés qui ont aujourd'hui un statut de société faisant appel public à l'épargne, comme celles cotées sur Alternext, il est nécessaire d'examiner, au terme d'une étude d'impact précise, jusqu'à quel point il est nécessaire de leur maintenir certaines de ces obligations.

➤ Les autres modifications à apporter

18. Au-delà de ces deux premiers axes, doit être envisagé un certain nombre d'autres modifications, révélées d'ailleurs de façon paradoxale dans le cadre de deux consultations récentes menées par l'AMF en vue de desserrer les contraintes résultant du dispositif APE tout en respectant le socle intangible formé par les directives européennes³⁷.

Hors le cas de la suppression des obligations de publication au BALO, déjà pris en compte dans le cadre des travaux du Haut Comité de Place (supra § 11), les modifications qui apparaissent nécessaires sont au moins les suivantes.

³⁷ L'une, déjà citée (supra § 11), concerne les conditions de mise en place d'un compartiment professionnel sur le marché réglementé. L'autre concerne les valeurs moyennes et petites : voir Rapport d'un groupe de travail constitué par l'AMF et Middlenext, et présidé par M. Mansion, membre du Collège de l'AMF, en vue de « proposer des adaptations des obligations d'information financière aux petites et moyennes capitalisations (les "valeurs moyennes et petites" ou "VaMPs") », mis en consultation le 6 novembre dernier. Voir aussi les observations de l'AFEI (AFEI / 07-57).

✓ **Augmentation de capital sans DPS**

19. Si le principe est que les « actions comportent un droit préférentiel de souscription », l'assemblée générale a toutefois la latitude de supprimer ce DPS, ce qui implique alors que l'émission soit alors réalisée avec APE (*C. com., art. L. 225-132, 135 et 136*). Cette dernière obligation conduit en pratique à ne pas permettre l'utilisation des différentes possibilités prévue par l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier, dont notamment celle de procéder à un placement auprès des seuls investisseurs qualifiés, et à imposer l'ouverture de la souscription au public³⁸.

La situation qui en résulte est particulièrement contraignante pour les émetteurs français par rapport à leurs homologues européens sur au moins deux plans :

- D'une part, au niveau de la nécessité d'ouvrir la souscription au public alors que l'enjeu de beaucoup de ces opérations est avant tout de pouvoir lever des financements auprès des seuls investisseurs qualifiés ;
- D'autre part, au niveau des modalités de fixation du prix qui accroissent le risque de non réalisation de ces opérations pour détermination d'un prix d'émission plus élevé que le prix coté sur le marché le jour de l'émission³⁹.

Il serait ainsi utile de déterminer, au terme d'une analyse coûts / bénéfices, pour quelles raisons l'assemblée générale ne pourrait avoir le pouvoir de décider, tout d'abord, si l'émission sans DPS est faite ou non avec APE, ensuite, des modalités de fixation du prix⁴⁰. Dans un contexte de volatilité élevée des marchés et de compétition accrue entre émetteurs, il est fondamental que les sociétés françaises puissent, comme leurs homologues des autres pays européens, réaliser des augmentations de capital dans des délais rapides aux meilleures conditions de coût (« opérations coup de poing »).

Il est à noter qu'une avancée sur ce point irait au delà des seules opérations d'augmentation de capital, elle concernerait également les émissions de titres donnant accès au capital (Obligations

³⁸ Une analyse précise des raisons sous-tendant cette difficulté devrait d'ailleurs être menée, pour déterminer si elle résulte de l'articulation des textes ou de l'interprétation restrictive qui en est faite jusqu'à présent par l'Autorité de marché. L'article 225-138 du Code de commerce autorise en effet, aux côtés des émissions sans DPS ouvertes au public de l'article 225-136, les augmentations de capital réservées à une ou plusieurs personnes nommément désignées ou celles réservées à des catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées. C'est en se référant à cette dernière possibilité que plusieurs émetteurs ont tenté par le passé de réaliser des émissions réservées à des investisseurs qualifiés (*Comofi, art. D. 411-1*), pensant par là s'affranchir des contraintes imposées par l'utilisation de l'article 225-136, notamment celle relative à la fixation du prix d'émission (décote de 5% par rapport à la moyenne pondérée des trois deniers cours de bourse). Ces tentatives se sont jusqu'à présent heurtées à une opposition systématique de l'AMF qui considère que la définition d'investisseur qualifiée est trop large, et contraint les émetteurs à donner une définition beaucoup plus précise, dans les résolutions d'assemblée autorisant l'émission, des catégories d'investisseurs auxquels ils souhaitent placer les titres. Cette position, exposée par l'AMF dans sa revue mensuelle de novembre 2004, ôte en pratique aux émetteurs toute possibilité de pouvoir utiliser rapidement cette faculté offerte par le Code de commerce en les obligeant à prévoir par avance des autorisations spécifiques pour chaque opération de ce type qu'ils souhaitent mettre en place au lieu d'utiliser une autorisation plus générale répondant néanmoins aux dispositions légales puisque les investisseurs qualifiés constituent bien une catégorie aux caractéristiques définies par les textes. Il conviendrait donc de vérifier dans quelle mesure cette doctrine est conforme à l'article 411-2 du Code monétaire et financier prévoit expressément que « 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 nonobstant le recours au démarchage, à la publicité ou à un prestataire de services d'investissement, lorsque l'offre s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre ».

³⁹ Ce résultat est provoqué par la combinaison des exigences textuelles (*C. com., art. L. 225-136, 1° et R. 225-119*) et de la doctrine AMF (*Rev. Mens. AMF n° 14, mai 2005, p. 6*).

⁴⁰ La tendance actuelle avec un vote de plus en plus fréquent de résolutions d'augmentation de capital sans DPS mais avec obligation pour le CA d'instituer un délai de priorité pour les actionnaires est à ce titre instructive ...

convertibles, Océanes, Oranes, etc., ...) pour lesquelles un assouplissement des positions de l'AMF serait particulièrement bienvenu s'agissant de titres dont les conditions d'émission sont très sensibles aux évolutions du marché et qui demandent par conséquent les plus grandes réactivité et souplesse dans le processus d'émission.

✓ **Prospectus - Traduction du résumé**

20. Compte tenu de l'ambition affichée par la Place de Paris, l'utilisation de l'option ouverte par la directive Prospectus de prévoir que le Prospectus lorsqu'il n'est pas rédigé en français doit être accompagné d'une traduction du résumé en français ne peut qu'être un obstacle à la capacité de la Place à attirer des opérations internationales⁴¹. C'est d'ailleurs bien la raison pour laquelle l'AMF a prévu que pour les admissions sur le compartiment professionnel d'un marché réglementé, cette traduction n'est pas nécessaire⁴² (RG AMF, art. 212-2).

Si cet aménagement est totalement soutenu par l'AFEI, force est toutefois de constater qu'il fait peser un très fort risque d'illégalité sur les opérations qui utiliseront cette possibilité. La rédaction légale qui fonde le dispositif du prospectus prévoit en effet que : « *Ce document est accompagné d'un résumé. Ils sont rédigés en français ou, dans les cas définis par le même règlement général, dans une autre langue usuelle en matière financière. Il comprend un résumé et doit être accompagné, le cas échéant, d'une traduction du résumé en français* » (Comofi, art. L. 412-1, I). Or, en l'occurrence les termes « *le cas échéant* » ne signifient pas que l'AMF peut lever cette obligation lorsqu'elle le juge nécessaire mais seulement que la traduction n'est imposée que si le résumé n'est pas déjà en français ... ! Les travaux parlementaires qui ont conduit à l'adoption de cette disposition, sont à cet égard absolument sans aucune ambiguïté, avec notamment une déclaration en ce sens du Ministre de l'économie lors des débats au Sénat (JO Sénat, séance du 5 juillet 2005).

Alors qu'il semble peu probable qu'aucune contestation ne s'élèvera jamais, une adaptation urgente de la loi sur ce point est en tout état de cause nécessaire pour éviter que la crédibilité de la Place de Paris ne soit atteinte, cette adaptation devant aussi être l'occasion de réfléchir aux conditions dans lesquelles, comme l'a relevé l'AMF, cette « *dispense pourrait s'inscrire dans un mouvement plus général permettant aux émetteurs étrangers de ne plus être soumis à un certain nombre de dispositions réglementaires et législatives les obligeant à traduire obligatoirement certains de leurs documents en français* » (voir aussi infra § 21).

✓ **Traduction en français des statuts des sociétés étrangères**

21. Les sociétés étrangères souhaitant faire une émission sur le territoire français par appel public à l'épargne doivent déposer au préalable au greffe du Tribunal de Commerce de Paris leurs statuts accompagnés d'une traduction (C. Com., art. R. 123-115). Cette obligation, dont il ne semble pas qu'elle puisse viser les sociétés couvertes par la directive Transparence, va à l'encontre des avancées réalisées au travers de la mise en place d'un compartiment professionnel. On voit mal en effet que ce genre d'obligation ne constitue pas un obstacle sérieux pour les sociétés américaines, russes, indiennes ou chinoises qui sont principalement l'enjeu de la création de ce compartiment professionnel ...

⁴¹ L'étude récemment publiée par CESR sur la mise en œuvre de cette option dans les Etats membres montre qu'il y a là une occasion de compétitivité pour la place de Paris (Prospectus - Overview of language requirements for the vetting of Prospectus across the EU and a summary of CESR Members requirements regarding the translation of the 'Summary Prospectus', CESR, 07-520, déc. 2007).

⁴² Dans son document de consultation, l'AMF notait qu'eu « *égard à la nature de l'opération réalisée et en l'absence de sollicitation du public, l'article 212-12 est aménagé pour dispenser les émetteurs qui procèdent à l'admission de leurs instruments financiers sur le compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public de l'obligation de traduire leur résumé en français* ».

⁴³ Voir document de consultation AMF sur le compartiment professionnel.

Une solution alternative ne pourrait-elle pas être que les statuts de ces sociétés soient seulement facilement disponibles (sur Internet par exemple) dans « une langue usuelle dans la sphère financière » ?

✓ **Ouvrir au moins 10% des introductions aux personnes physiques**

22. Dans le cadre d'une introduction sur le marché réglementé, l'AMF fait obligation au prestataire chef de file de faire « *ses meilleurs efforts pour qu'il soit répondu de façon significative aux demandes formulées par les investisseurs personnes physiques* », cet objectif étant « *réputé atteint dès lors qu'est prévue une procédure, centralisée par l'entreprise de marché et caractérisée par une allocation proportionnelle aux demandes formulées et que, par cette procédure accessible aux investisseurs particuliers, 10 % au moins du montant global de l'opération sont mis sur le marché* » (RG AMF, art 315-35).

Cette obligation de réservation d'au moins 10% des opérations d'introduction est déjà ancienne. Elle a été introduite par le Conseil des marchés financiers en pleine bulle Internet pour répondre aux plaintes formulées par de nombreux investisseurs particuliers n'ayant pas l'occasion de participer à l'introduction de sociétés sur le marché⁴⁴ dans une période où des gains, parfois très significatifs, étaient rapidement constatés par rapport au cours d'introduction.

23. Cette contrainte, qui n'existe sur aucun autre grand marché⁴⁵, est particulièrement forte pour les émetteurs, même si formellement, et de manière totalement paradoxale, sont seuls visés les prestataires de chef de file. En effet, l'obligation de mettre 10% de l'opération à disposition des investisseurs particuliers rend plus complexe le montage de l'opération et renchérit un coût d'accès au marché qui, pour les émetteurs les moins importants, est déjà élevé. Cette complexité et ces surcoûts sont d'autant moins justifiés que dans des situations de marché moins exubérantes que celles ayant sous-tendu la bulle Internet il peut arriver que le montant réservé aux investisseurs particuliers ne soit pas souscrit en totalité ...

Dans ce contexte, les raisons du maintien de cette contrainte de réservation de 10% doivent être réexaminées au regard de plusieurs éléments.

- Pourquoi n'appartiendrait-il pas à l'émetteur de décider s'il entend réserver ou non une partie de ses titres aux personnes physiques ?
- La création d'un Compartiment professionnel et d'une possibilité de placement privé sur Alternext, sur lesquels ne s'applique pas cette contrainte, n'en fait-elle pas disparaître la logique initiale ?
- Comment justifier cette contrainte dans le cadre européen dans la mesure où elle ne peut s'imposer à un émetteur d'un autre Etat membre qui voudrait s'introduire sur le marché français⁴⁶, ni à un émetteur français qui se ferait introduire sur un marché réglementé d'un autre Etat membre⁴⁷, et où il serait intéressant de rechercher si elle serait applicable au cas où le prestataire chef de file interviendrait en France en vertu du passeport européen créé par la directive MIF ... ?

✓ **Autres éléments de la réglementation AMF**

24. De manière générale, il est tout à fait nécessaire que l'AMF porte une attention particulière à ne pas imposer, sans raison dûment établie au terme d'un processus de concertation avec la Place, des contraintes additionnelles à celles posées par le socle européen. Ces contraintes proviennent,

⁴⁴ Et notamment le Nouveau Marché.

⁴⁵ On relèvera le cas de Belgique qui prévoit que 15% de l'opération soit réservée aux investisseurs particuliers.

⁴⁶ En application de la directive Transparence, il est probable que l'émetteur pourrait contester avec succès cette obligation qui, si elle ne pèse pas directement sur lui, mais sur le prestataire chef de file, a pourtant des conséquences évidentes pour lui.

⁴⁷ En supposant ici que le prestataire chef de file ne sera pas un établissement français.

non seulement de la réglementation ou de la doctrine formalisée qu'elle édicte, mais aussi, et de manière non souhaitable, de la doctrine informelle sur laquelle s'appuient ses services pour l'instruction des dossiers des émetteurs faisant APE qui doivent lui être soumis⁴⁸.

De ce point de vue, au moins trois sujets devraient être examinés de manière approfondie :

- Attestation PSI.

Dans un certain nombre de situations, l'AMF impose que le projet de prospectus soumis à son visa soit accompagné d'une attestation du ou des prestataires de services d'investissement réalisant l'opération par laquelle ils « *confirment à l'AMF avoir effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu [de tout ou partie] du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement* » (RG AMF, art. 212-16).

Il y a là une contrainte particulière qui n'est pas prévue par la directive Prospectus, et qui a en outre l'inconvénient de créer une confusion dans l'esprit des investisseurs sur la responsabilité par rapport à l'information fournie.

- Amplitude de la fourchette de prix

En vertu d'une doctrine posée par la Commission des opérations de bourse⁴⁹, il est imposé que dans le cadre des offres au public faites lors d'une introduction en bourse, l'ampleur de la fourchette de prix soit de 15%, soit + / - 7,5% autour d'un prix médian.

Cette doctrine, complètement atypique au sein de l'espace européen⁵⁰, et dérogatoire par rapport au socle européen, beaucoup plus libéral en la matière puisqu'il demande seulement l'indication d'un prix maximum, ou d'un mode de détermination du prix (Dir. Prospectus, art. 8), est particulièrement contraignante dans des périodes de forte volatilité des marchés.

- Calibrage du résumé

Une position informelle de l'AMF impose que, dans tous les cas, le résumé du prospectus ne dépasse pas 2.500 mots⁵¹, tout en demandant de manière contradictoire l'ajout de d'informations non prévues par la directive Prospectus qui spécifie que le « *résumé expose brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés par ceux-ci, dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement. Le résumé comporte également un avertissement au lecteur lui [comportant différentes mentions]* ».

La taille du résumé devrait pouvoir être adaptée à la nature plus ou moins complexe de l'émetteur, des facteurs de risque et de l'opération présentée.



⁴⁸ Sur cette question, on renvoie plus particulièrement aux commentaires figurant dans la réponse de l'AFEI à la consultation AMF sur la « Meilleure réglementation (AFEI / 06-44), et particulièrement la Fiche n° 4 « L'élaboration de la doctrine ».

⁴⁹ Bull. COB n° 357, mai 2001, p. 110.

⁵⁰ On soulignera à titre d'exemple que l'introduction sur le marché espagnol du fournisseur d'électricité Iberdrola, opération de 5 Md€, s'est déroulée avec une fourchette de prix de 30%.

⁵¹ En vertu semble-t-il d'une interprétation excessive d'une simple indication donnée par le considérant 21 de la Directive Prospectus.