

# REVUE DE DROIT BANCAIRE ET FINANCIER

N° 4 - JUILLET-AOÛT 2007 - 8<sup>E</sup> ANNEE - ISSN 1620-9435

SOUS LA DIRECTION DE :

Erik LE DOLLEY,  
*professeur associé des Universités*

## DOSSIER

### 19 La directive sur les services de paiement

*par Michèle VANDEN BOSCH, juriste - BNP Paribas et Nicolas MATHEY, professeur à l'université d'Évry - Val d'Essonne, directeur du Centre Léon Duguit (p. 59)*

## ALERTES

### 7 De l'impartialité de l'Autorité des marchés financiers

*par Yann PACLOT, professeur à l'université de Paris Sud (Paris XI) (p. 1)*

## ANALYSES

### 12 La langue du prospectus d'émission et la protection des investisseurs

*par Peter MATTIL, avocat, Mattil & Associés, Munich et Dr. Florian MÖSLEIN, LL.M. (London), chargé d'enseignement à la Humboldt-Universität de Berlin (p. 43)*

## ACTUALITÉS

### 170 OPA en vue d'une acquisition ultérieure du contrôle majoritaire

*par Jean-François BIARD, Corporate Finance, BNP Paribas (p. 36)*

### 171 Exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés

*par Stéphane TORCK, agrégé des facultés de droit, professeur à l'université de Rouen (p. 39)*

## MEILLEURE PRATIQUE

### 4 L'offre publique d'échange sur Eurotunnel

*par Marie-Christine de NAYER, Freshfields Bruckhaus Deringer (p. 71)*

## 12 La langue du prospectus d'émission et la protection des investisseurs

### Perspectives comparées des droits européen et allemand

Peter MATTIL, avocat, Mattil & Associés, Munich

et Dr. Florian MÖSLEIN, LL.M.  
(London), Chargé  
d'enseignement à la  
Humboldt-Universität de Berlin

La Directive prospectus 2000/71/CE facilite à l'offreur l'utilisation d'un prospectus unique dans toute l'Union européenne. Cela peut cependant restreindre considérablement la protection des investisseurs. L'exigence d'une traduction du prospectus par l'investisseur et le renvoi possible à un système juridique étranger fragilise de manière inquiétante la reconnaissance de ses droits. La considération de la protection du consommateur aurait dû au moins conduire à imposer la traduction du prospectus à la charge de l'émetteur dans la langue de l'état d'accueil en cas d'action en justice ainsi que l'applicabilité du droit et la compétence des juridictions du domicile du consommateur. Aussi, la protection du consommateur reste largement ignorée dans la Directive prospectus alors même que d'autres directives lui accordent une grande attention. Par conséquent, les investisseurs non-professionnels doivent désormais craindre de ne plus pouvoir faire valoir leurs droits sans effort financier disproportionné. À moins que la CJCE ne rappelle également en la matière, l'effectivité de la protection du consommateur.

1 - Le 1<sup>er</sup> juillet 2005, la loi allemande relative aux prospectus pour les valeurs mobilières (Wertpapierprospektgesetz, WpPG) est entrée en vigueur. Cette loi transpose la directive européenne de 2003 sur les prospectus (ci-après Directive prospectus)<sup>1</sup> et règle l'établissement, l'approbation et la publication de prospectus pour les valeurs mobilières faisant l'objet d'une offre au public ou admises à la négociation sur un marché organisé. Elle détermine les conditions sous lesquelles un prospectus doit être approuvé et publié, notamment les informations minimales à inclure dans le prospectus et la procédure dite de notification. Cette dernière permet d'utiliser dans tout autre État membre de l'espace économique européen (EEE) un prospectus approuvé par les autorités compétentes de l'État membre d'origine, aux fins d'une offre au public ou d'une admission à la négociation, sans recourir à une nouvelle approbation.

Un prospectus approuvé par les autorités compétentes d'un État membre de l'EEE est valable au sein de la République Fédérale d'Allemagne sans procédure d'approbation supplémentaire, pour autant que l'Autorité allemande des services financiers (Bundesans-

talt für Finanzdienstleistungen, BaFin) en ait reçu la notification par l'autorité de surveillance de l'État membre d'origine et que le prospectus ait été établi dans une langue acceptée par la BaFin ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale. Il en résulte que des investisseurs allemands peuvent également être confrontés à des prospectus qui ne sont pas rédigés en langue allemande et qui soumettent les litiges en cas de prospectus erroné, à un droit et à des juridictions étrangers. L'investisseur national peut ainsi se voir contraint de faire traduire des centaines de pages de prospectus et d'intenter un procès à l'étranger, d'après le droit en vigueur, afin de se prévaloir de ses droits ou même seulement d'en vérifier l'existence. Il apparaît par conséquent, que les investisseurs subissent des désavantages considérables qui tranchent singulièrement avec les allègements dont bénéficient les émetteurs de valeurs mobilières. Il nous appartiendra donc d'examiner le régime linguistique des prospectus de valeurs mobilières aux niveaux communautaire et allemand, ce qui nous permettra par la suite de mettre en exergue les problèmes auxquels la pratique sera confrontée. Il s'agira finalement d'en déduire si la directive sur les prospectus a suffisamment pris en compte le principe de l'effectivité de la protection des consommateurs.

### 1. Régime linguistique des droits européens et allemand

#### A. - Directive prospectus et règlement d'exécution

##### 1<sup>o</sup> Régime de la reconnaissance à la notification

2 - La mise en place du marché intérieur européen doit permettre une offre illimitée de prestations transfrontalières de services financiers. Après l'introduction du « passeport européen » pour les établissements de crédit et de placement (opération de crédit et de placement), certaines assurances et les fonds d'investissement, c'est au tour des services d'investissement dans le domaine des valeurs

1 Directive prospectus : PE et Cons UE, dir. 2003/71/CE. 4 nov. 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE : JOUE n° L 345. 31 déc. 2003 p. 64-89. La directive et la loi allemande sur les prospectus pour les valeurs mobilières (Wertpapierprospektgesetz, WpPG) sont uniquement applicables aux valeurs mobilières, c'est-à-dire, les actions et autres titres pouvant être négociés sur le marché, et non pas à toutes possibilités de placement au sens de la loi allemande sur les prospectus de vente (Verkaufprospektgesetz), à savoir les investissements en parts sociales de GmbH (SARL), de sociétés coopératives, de participations dans les sociétés civiles (BGB-Gesellschaft), les sociétés en nom collectif (OHG), les sociétés en commandite (KG), les sociétés en participation (stille Gesellschaft). La notion de valeur mobilière est définie de manière typologique, donc, non exhaustive, dans la Directive prospectus et la directive sur les investissements financiers dans le domaine des valeurs mobilières (93/22/CE) ; la même chose vaut pour la définition dans la loi allemande sur les valeurs mobilières et dans celle sur le système de crédit (Kreditwesengesetz - KWG). Les valeurs mobilières doivent être librement négociables sur un marché indépendamment de leur matérialisation, ce qui est déterminant c'est leur fongibilité. Dans d'autres États membres, la notion de valeur mobilière est parfois définie plus largement, de manière que, de nouveaux types de valeurs mobilières puissent être introduits sur le marché et bénéficier du passeport européen.

mobilières<sup>2</sup> d'en bénéficier. Ce système du passeport européen a comme conséquence le fait que les autorisations accordées dans l'État d'origine sont en principe également valables dans les autres États membres. Une autorisation unique est donc valable sur l'ensemble du territoire communautaire.

La Directive prospectus, qui était à transposer en droit national jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 2005, a donc élargi le passeport européen aux valeurs mobilières. Auparavant, ce domaine était soumis à un régime de reconnaissance sous lequel les prospectus qui avaient été acceptés dans les autres États de l'EEE nécessitaient une approbation en Allemagne<sup>3</sup>. Selon le droit allemand, une telle approbation présupposait la traduction des prospectus de vente en allemand ainsi que le certificat d'autorisation de l'organisme compétent de l'autre État<sup>4</sup>.

Désormais, la Directive prospectus n'exige plus que le dépôt du prospectus auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine après son approbation et sa mise à la disposition du public avant le début de l'offre au public ou de l'admission à la négociation sur un marché réglementé. Selon l'Article 17 Directive prospectus, un prospectus approuvé dans l'État membre d'origine, ainsi que tout supplément éventuel, est valable aux fins d'une offre au public ou d'une admission à la négociation dans autant d'États membres d'accueil que souhaité, pour autant que l'autorité compétente de chaque État membre d'accueil en reçoive la notification. Les autorités compétentes des États membres d'accueil n'engagent, dès lors, plus aucune procédure d'approbation.

Ce système de la simple notification présente le risque que la disparité des réglementations au sein de l'EEE ne soit mise volon-

tairement à profit par les émetteurs pour obtenir l'approbation dans un État de l'EEE dans lequel les exigences et les normes de contrôle sont plus faibles qu'en Allemagne. Dans d'autres domaines, le législateur communautaire a prévu des dispositions permettant d'écarter les cas d'abus, la Directive prospectus ne prévoit pas de telles mesures préventives<sup>5</sup>. En raison de leur harmonisation à venir, les conditions formelles liées aux prospectus demeurent néanmoins incontournables (plus particulièrement en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnelles<sup>6</sup>).

### 2<sup>o</sup> Régime linguistique (Directive prospectus, art. 19)

3 - La Directive prospectus modifia fondamentalement le régime linguistique. Cette nouvelle réglementation est d'une importance cruciale pour la fonctionnalité du marché financier européen. Les investisseurs ne peuvent en effet, prendre des décisions rationnelles d'investissement qu'à partir du moment où ils bénéficient d'une information suffisante. Or, leur niveau d'information est largement dépendant de la compréhensibilité du prospectus d'émission. Aussi advient-il d'éviter les confusions linguistiques<sup>7</sup>.

#### a) Différentes constellations

4 - La directive détermine dans son article 19, la langue dans laquelle le prospectus doit être rédigé. L'avantage du régime édicté pour les émetteurs réside dans le fait qu'il leur évite des coûts de traduction considérables<sup>8</sup>. Dès lors que la valeur mobilière est proposée au public exclusivement dans l'État membre d'origine de l'émetteur ou tout du moins, si la demande d'admission est sollicitée uniquement dans cet État, le prospectus doit au sens de l'alinéa 1 être rédigé dans une langue reconnue par les autorités de contrôle de cet État<sup>9</sup>. En cas d'offre transfrontalière, les autorités de l'État membre d'accueil n'auront à l'avenir plus le droit de demander une traduction de l'ensemble du prospectus mais pourront seulement exiger un résumé du prospectus dans leur langue officielle. La langue dans laquelle devra être rédigé le prospectus lui-même dépend largement de la question de savoir si l'offre au public ou la demande d'admission s'adresse exclusivement à d'autres États membres ou si elle est également destinée à l'État membre d'origine. Dans la première constellation - offre ou admis-

2 En général : Roeges. *Quelques réflexions critiques sur le cadre légal pour la libre prestation de services bancaires et financiers*. Revue européenne de droit bancaire et financier (EUREDIA) 2000, p. 149 - V pour les établissements de crédit : PE et Cons. UE. dir. 2000/12/CE, 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, art. 18 : JOCE n° L 126, 26 mai 2000 - Pour l'assurance dommage : Cons. UE. dir. 92/49/CEE, 18 juin 1992, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie et modifiant les directives 73/239/CEE et 88/357/CEE (troisième directive « assurance non vie »), art. 32 : JOCE n° L 228, 11 août 1992, p. 1-23 - Pour l'assurance vie : Cons. UE. dir. 92/96/CEE, 10 nov. 1992, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'assurance directe sur la vie, et modifiant les directives 79/267/CEE et 90/619/CEE (troisième directive assurance vie), art. 10 : JOCE n° L 360, 9 déc. 1992, p. 1-27 - Pour organismes de placement collectif : Cons. UE. dir. 85/611/CEE, 20 déc. 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), art. 4 al. 1 : JOCE n° L 375, 31 déc. 1985 - Pour les services d'investissement : par le passé, Cons. UE, dir. 93/22/CEE, 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, art. 14 : JOCE n° L 141, 11 juin 1993, p. 27-46 ; à l'avenir, PE et Cons. UE. dir. 2004/39/CE, 21 avr. 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, art. 31 et s. : JOUE n° L 145, 30 avr. 2004, p. 1-44 (MIFID).

3 Cons. UE, dir. 89/298/CEE, 17 avr. 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières, art. 21 : JOCE n° L 124, 5 mai 1989, p. 8-15 - V à propos de ce régime, Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers* : 2<sup>e</sup> ed 2002, § 1007. - Ph. Lambrecht, *La reconnaissance mutuelle du prospectus et les nouvelles facultés de dispense du prospectus* - RDAI 1994, n° 6, p. 721 - S. Heinze, *Europäisches Recht des Primärmarktes*, 1999, p. 185-187 et 240-242 - Pour la transposition en France : C. Baranger, *Les Règlements n° 90-01 et 90-02 relatifs à la reconnaissance mutuelle des prospectus d'admission et à l'information du public* : Bull. Joly Sociétés 1990, n° 11 bis, § 5, p. 57.

4 L'autorité de contrôle, conformément au § 15 de la loi sur les prospectus de vente pouvait souverainement renoncer à la traduction dès lors que ledit prospectus était rédigé dans une langue qui n'est pas usuelle en matière de vente de valeurs mobilières transfrontalières, V. à ce sujet : Ritz, dans : Assmann / Lenz, *Verkaufsprospektgesetz*, 2001, § 15 note 10 et s. - Hedelbach, dans Schwark, *Kapitalmarktrechtskommentar*, 3<sup>e</sup> éd 2004, § 15 de la loi sur le prospectus de vente, note 6. - Pour le régime français : Th. Bonneau et F. Drummond, préc., § 995-1004 - F. Peltier, *Marchés financiers et droit commun*, 1997, p. 105.

5 Alors que dans le considérant n° 22 de la MIFID, des situations concrètes constitutives d'abus et pour lesquelles un agrément ne saurait être octroyé sont énoncées (le contenu du programme d'activité, l'implantation géographique, les activités effectivement exercées), la Directive prospectus dispose, sans autre précision, dans son article 2 que l'État membre d'origine est celui où l'émetteur a son siège statutaire.

6 Comm. CE, règl. (CE) n° 809/2004, 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, JOCE, L n° 215 du 16 06 2004, p. 3 ; en outre, l'art. 11 Directive prospectus.

7 Concernant la significativité de l'efficacité des marchés de l'information sur l'efficacité des allocations sur les marchés de capitaux : Fama, *Efficient capital markets. A review of theory and empirical work*, 25 *Journal of finance* 383 (1970) - Gilson et Kraakman, *The mechanisms of market efficiency*, 70 *Virginia Law Review* 549 (1984) - Grundmann et Möslin, *European Company Law*, 2007, note 648 - Peltier, préc., p. 105-111 - Concernant l'importance de l'information financière pour les investisseurs en général : Couret et Tran-Thiet, *L'euro-investisseur et l'information financière*, dans : H. Vauplane et J.-J. Daigre, *Droit bancaire et financier - Mélanges AEDBF-France III/2001*, p. 89 et A. Laude, M. Roussille et B. Gourisse, *L'information financière : RD Bancaire et fin* 2000, dossier p. 383.

8 Concernant la complexité et les coûts de la traduction de prospectus (également en raison des risques de responsabilité) V. Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG)* 2003, 243, 248 - Également dans ce sens (pour la Belgique) : Feron et Tavernier, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, 1997, p. 148 et seq.

9 En principe, ce sera la langue officielle. cf. la prise de position concernant le projet de discussion de la loi de transposition de la directive prospectus de l'Institut allemand des actions (Deutsches Aktieninstitut, DAI) et de l'association allemande de l'industrie (Bundesverband Deutscher Industrie, BDI) du 3 janv. 2005 (Consultable sous <http://www.dai.de>, p. 16).

sion exclusivement à l'étranger – l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission a le choix entre la langue acceptée par l'autorité étrangère et « une langue usuelle dans la sphère financière internationale » (Dir prospectus, art 19 al 2) Le prospectus doit cependant être présenté à l'autorité de contrôle de l'État membre d'origine, qui, selon l'article 13 al. 1 de la directive, est compétente pour l'approbation du prospectus, dans l'une des langues acceptées ou, de nouveau, dans « une langue usuelle dans la sphère financière internationale » (Dir prospectus, art. 19 al. 2, 2<sup>e</sup> paragraphe) <sup>10</sup>. Dans l'autre constellation – offre ou admission également dans l'État membre d'origine – le même choix existe, le prospectus doit cependant impérativement être en sus rédigé dans une des langues acceptées par l'autorité compétente de l'État membre d'origine (Dir prospectus, art. 19 al 3) <sup>11</sup>.

#### b) Notion de « langue usuelle dans la sphère financière internationale »

5 - La notion de « langue usuelle dans la sphère financière internationale » est le point d'achoppement du régime linguistique. En effet, c'est seulement au travers du recours à ladite langue que se révèlent les avantages du nouveau régime – notamment l'économie des coûts de traduction lesquels, par le passé, se sont montrés être un obstacle conséquent à l'offre transfrontalière de valeurs mobilières et, de ce fait, à un véritable marché financier européen <sup>12</sup>. Il est régulièrement rapporté, de manière souvent implicite, que cette notion-clé se référerait en fait exclusivement à la langue anglaise <sup>13</sup>.

Cependant, la directive n'évoque pas explicitement la langue anglaise, ni même ne traite de « la » mais d'« une langue usuelle dans la sphère financière internationale ». Si une certaine marge d'appréciation devait en résulter, encore faut-il savoir si la notion doit être déterminée en référence à la totalité du marché intérieur ou en fonction de « l'étendue » de chaque émission au sein du marché intérieur. Dans le second cas, il suffirait que l'usage de la langue en question par les États membres concernés soit habituel en cas de transactions transfrontalières <sup>14</sup>. Si par exemple, l'autorité luxembourgeoise vérifie un prospectus pour une offre au public en Allemagne et en Autriche, le français ou l'allemand pourraient alors aussi être reconnus comme « langue usuelle dans la sphère financière internationale », à côté de l'anglais. La Commission européenne semble privilégier une définition « relative » de cette notion. Elle a en tout cas récemment affirmé que la langue allemande pourrait être également reconnue comme « langue usuelle dans la sphère financière internationale » dans le cas d'émissions

de valeurs mobilières en Europe centrale <sup>15</sup>. Cette appréciation par rapport aux États membres d'accueil semble cependant être en contradiction avec l'article 17 de la directive sur les prospectus qui prévoit que l'approbation d'un prospectus est valable au niveau communautaire, ce qui s'oppose à toute limitation locale à l'origine

#### c) Effets de la réglementation

6 - Le régime linguistique de l'article 19 Directive sur les prospectus ne se limite pas seulement au prospectus lui-même, mais s'étend également aux documents auxquels celui-ci se réfère ainsi qu'aux mesures à caractère promotionnel et aux modifications et suppléments de prospectus. En outre, la question de la langue est réglée de manière similaire en matière de publicité périodique du marché financier.

7 - La Directive prospectus donne également conformément à l'article 11, la possibilité de se référer à certains documents extérieurs au prospectus (« incorporation by reference ») <sup>16</sup>. La question de savoir si ces documents doivent être rédigés dans la même langue que celle retenue pour le prospectus reste sans réponse. Le règlement d'exécution de la directive prévoit seulement dans son article 28 alinéas 2 que ces documents de référence doivent « être rédigés d'après l'article 19 de la directive 2003/71/CE ». Un choix « multiple » de la langue peut épargner aux émetteurs des coûts de traduction considérables, par exemple, si la publicité imposée devait par le passé s'effectuer en langue allemande et que le prospectus pour une émission à l'étranger devait en revanche être rédigé en anglais. Le bilinguisme complique toutefois le contrôle de la cohérence des prospectus et des documents de référence par les autorités de contrôle. De plus, la compréhensibilité des données s'en trouve considérablement diminuée. Étant donné que, le règlement d'exécution de la directive exige de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé de « s'efforcer de ne pas compromettre la protection des investisseurs en termes de compréhensibilité et d'accessibilité desdites informations » lorsqu'ils incluent des informations par référence (Règl d'exécution, n° 809/2004/CE, art. 28 al 5), un tel choix multiple de la langue devrait seulement être autorisé dans des cas exceptionnels et justifiés <sup>17</sup>.

8 - Les suppléments au prospectus ainsi que les communications à caractère promotionnel soulèvent des problèmes similaires. Les suppléments au prospectus doivent, de toute évidence, impérativement être rédigés dans la langue du prospectus. En ce qui concerne le cas particulier du résumé, qui peut exister dans plusieurs langues, la directive exige une traduction desdits suppléments dans chaque langue (« Le résumé et toute traduction éventuelle », article 16 alinéa 1, 3<sup>e</sup> phrase Directive prospectus). Ainsi, le législateur européen a entendu établir un synchronisme linguistique entre le prospectus et ses suppléments. Une solution différente devrait être retenue concernant les mesures publicitaires, bien que celles-ci soient relatives au prospectus et que la directive ait insisté sur l'exigence de concordance avec les informations fournies dans le prospectus (Dir prospectus, art. 15 al. 3, 2<sup>e</sup> phrase et al. 4). Les communications à caractère promotionnel sont toute-

10 Notion expliquée plus loin sous cc).

11 Un régime simplifié est applicable dès lors que les émissions par rapport à leur importance, s'adressent principalement à des investisseurs institutionnels. V. à propos de l'art. 19 al. 4 Directive prospectus, une description en profondeur des différentes constellations par Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248 et s. Weber, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004*, 360, 364.

12 V. Dir prospectus, consid. 35 ainsi que Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248. von Ilberg et Neises, *Wertpapier-Mitteilungen (WM) 2002*, 635, 639. Kunold et Schlitt, *Betriebs-Berater (BB) 2004*, 501, 508.

13 Holzborn et Israel, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2005*, 1668, 1673. Kullmann et Sester, *Wertpapier-Mitteilungen (WM) 2005*, 1068, 1070 f. Von Kopp-Colomb et Lenz, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2002*, 24, 28 (actuellement seulement l'anglais). De même évidemment la position des autorités en France. V. *Guide professionnel de l'Autorité des marchés financiers* : Le prospectus 2007 p. 13, disponible sous <http://www.amf-france.org>. Plus nuancés : Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248, note 39 (en principe l'anglais). Kunold/Schlitt, *Betriebs-Berater (BB) 2004*, 501, 508 (en règle générale l'anglais). À propos en général de la cristallisation de l'anglais en tant que « internationalement accepted business language » : Wymeersch, (2003) *Journal of Corporate Law Studies* 283, 288.

14 En ce sens a priori : Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248 (note 39), qui assimile la formulation avec l'ancienne version du § 15 al. 1 § 2 et al. 3. § 2 de la loi sur le prospectus de vente (rédigé dans une langue qui n'est pas usuelle sur le territoire national dans le domaine du commerce transfrontalier de valeurs mobilières). À propos de cette réglementation voir note 4.

15 Information donnée par un employé de la DG du marché intérieur par courriel en date du 5 avr 2006.

16 Comme le rapport annuel, le rapport intermédiaire, les rapports de gestion, l'acte constitutif et les statuts. Énumération détaillée : *Comm. CE, règl d'exécution n° 809/2004/CE, 29 avr 2004, art. 28 al. 1*. JOCE n° L 149, 30 avr 2004, p. 17. – V. également, pour le régime français : A. Pietrancosta, *Les modifications des règlements COB relatifs aux documents d'information financière* : *RD bancaire et fin* 2002, p. 143. – Pour le régime allemand : Holzborn et Schwartz-Gondek, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2003*, 927, 932. – Weber, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004*, 360, 363.

17 Plus stricts encore : Weber, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004*, 360, 363 (documents rédigés dans la même langue). – Holzborn et Schwartz-Gondek, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2003*, 927, 932. – V. également point 98 et 104 du rapport du Committee of European Securities Regulators, juill 2003. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive. Ref CESR/03-208, disponible sous <http://www.europefesco.org>.

fois diffusées dans les médias de l'État membre d'accueil et s'adressent directement aux investisseurs. Les émetteurs doivent donc pouvoir « parler dans la langue de ces derniers », même lorsque le prospectus a été rédigé dans une autre langue afin d'économiser des coûts de traduction. Ce plurilinguisme peut cependant entraîner des dépenses considérables de traduction pour l'autorité de contrôle de l'État membre d'origine qui doit, entre autres, vérifier la concordance des communications à caractère promotionnel avec les informations contenues dans le prospectus (Dir prospectus, art 15 al 6).

Enfin, la question de la langue se pose également, de la même façon, en matière de publicité périodique des marchés financiers<sup>18</sup>, à savoir en matière de publicité régulière (rapport financier annuel, rapport financier semestriel et rapports de gestion intermédiaires, articles 4 à 6 de la directive 2004/109/CE sur la transparence), de publicité des participations détenues (art 9 à 16 de la même directive) et de publicité ad hoc (Dir 2003/6/CE sur les abus de marché, art 6)<sup>19</sup>. L'article 20 de la directive sur la transparence met en place une règle homogène pour toutes les informations « réglementées » (de même pour la publicité ad hoc selon l'article 2 alinéa 1, k de la directive sur la transparence). Mis à part quelques différences ponctuelles et essentiellement formelles, le régime édicté correspond en grande partie à celui de la Directive prospectus, puisqu'il distingue à nouveau entre les mêmes constellations et prévoit respectivement les mêmes exigences quant à la langue et les facultés d'option. La réglementation conduit cependant à un « double choix », car le choix de la langue pour l'émission et celui pour la publicité périodique n'ont pas besoin d'être identiques : un émetteur étranger dont les titres sont (exclusivement) admis en Allemagne peut ainsi, par exemple, rédiger le prospectus en anglais et, à l'inverse, les informations réglementées de la publicité périodique en allemand.

Enfin, il faut encore signaler que l'article 20 alinéa 7 de la directive sur la transparence aborde également le problème des frais résultant du régime linguistique en cas d'action en justice, c'est-à-dire la question de savoir qui, lors d'un litige doit supporter les coûts de traduction des informations litigieuses. La directive sur la transparence s'abstient toutefois de donner une réponse au fond et laisse expressément la question de la répartition des coûts à la charge des différents droits des États membres (simple renvoi aux États membres).

## B. - Transposition du régime linguistique par la loi allemande sur les prospectus de valeurs mobilières

9 - Selon l'article 17 alinéa 3 de la loi allemande sur les prospectus de valeurs mobilières (WpPG), un prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un État membre de l'EEE est valable dans la République Fédérale d'Allemagne sans procédure d'approbation supplémentaire. Le régime linguistique de la directive a été transposé par le législateur allemand dans le § 19 WpPG.

### 1° Structure et contenu

10 - La structure du § 19 WpPG correspond pour l'essentiel aux dispositions communautaires de l'article 19 Directive prospectus<sup>20</sup>. Les trois premiers alinéas règlent les trois cas prévus par la directive, le dernier alinéa, le régime simplifié en matière de valeur

nominale unitaire élevée, conformément à l'article 19 alinéa 4 de la directive. Seul le § 19 alinéa 4 WpPG repose sur une systématique différente. Cette disposition exige des émetteurs étrangers dont les valeurs mobilières doivent faire l'objet d'une offre au public ou être admises sur le marché en Allemagne, un résumé du prospectus en allemand. Les normes d'habilitation contenues dans l'article 19 alinéa 2, sous-alinéa 1, 2<sup>e</sup> phrase et alinéa 3, 2<sup>e</sup> phrase de la Directive prospectus sont ainsi transposées et respectées<sup>21</sup>. Mis à part une différence dogmatique, matériellement, le § 19 WpPG ne diverge pas de la directive mais reproduit au contraire au mot près la lettre de la directive. Le législateur allemand concrétise en conformité avec celle-ci, les dispositions de la directive, en deux points. D'une part, il recourt à la faculté de double choix ouverte par la directive et exige des émetteurs étrangers, dans le § 19 alinéa 4 WpPG, un résumé du prospectus en langue allemande<sup>22</sup>. D'autre part, le législateur régit en profondeur la question de savoir quelle langue tient lieu de « langue acceptée par les autorités compétentes » en Allemagne. Bien que la directive emploie cette notion de langue acceptée de manière homogène, le législateur allemand s'est prononcé pour une appréhension différenciée : la langue acceptée diffère selon les constellations en cause.

### 2° Régime différencié de la langue acceptée

11 - La question de savoir quelle langue était acceptée en Allemagne fût largement débattue au cours de la procédure législative<sup>23</sup>. Une marge d'appréciation n'existait que dans la mesure où la directive envisageait (au choix) la rédaction « dans une des langues acceptées par les autorités compétentes (de l'État membre d'accueil ou d'origine) ». En l'occurrence, il fallait clarifier s'il y avait lieu d'accepter exclusivement les prospectus rédigés en allemand ou – à défaut de disposition impérative européenne – accepter également ceux rédigés en langue étrangère<sup>24</sup>.

Dans le cadre d'une offre au public ou d'une admission exclusivement sur le territoire national en Allemagne, § 19 alinéa 1 WpPG, le législateur accepte de manière générale la langue allemande mais confie à la BaFin, la tâche de définir étroitement les cas exceptionnels pour lesquels, les prospectus rédigés dans « une langue usuelle dans la sphère financière internationale » pouvaient être admis<sup>25</sup>. Cela implique qu'en de tels cas, « en fonction de la nature de la valeur mobilière, une information suffisante du public soit garantie »<sup>26</sup>. À défaut de précision législative, la BaFin peut décider de la langue à accepter dès lors qu'une valeur mobilière d'un émetteur étranger est offerte au public ou qu'elle doit être admise sur le territoire national (§ 19 al. 4 ph. 1, alternative n° 1 WpPG) ou si un émetteur allemand envisage une offre au public ou une admission exclusivement à l'étranger (§ 19 al 2 ph 2 WpPG). Dans ces deux cas de figure, la reconnaissance de la langue reste néanmoins sans grande signification puisque l'émetteur bénéficie déjà au titre des dispositions impératives de la direc-

et Thiem. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)* 2005, 750, 751. Pour la transposition en France, V. AMF, *Règl. général*, art 212-12.

21 *Groß · Kapitalmarktrecht* 2006, 3<sup>e</sup> éd. § 19 WpPG, note 9.

22 V. WpPG, § 19 al. 1 ph 2, al 3 ph 2, al 4 ph 2.

23 *Groß, préc.* § 19 WpPG, note 1 (certainement le plus fortement controversé), voir également remarques note 28.

24 La directive évoque certes, l'acceptation par les autorités des États membres, cela ne devrait cependant pas faire obstacle à une appréciation restrictive se limitant à l'acceptation par les législateurs nationaux d'une seule et même langue.

25 Le législateur allemand aurait pu choisir l'emploi exclusif de l'anglais conformément aux recommandations finales et au rapport du *Finanzausschusses*. *BT-Drucks* 15/5373, p. 50 (une langue usuelle dans la sphère financière internationale est la langue anglaise).

26 Seulement dans des cas exceptionnels, par exemple lorsque une offre au public est exclusivement adressée à des institutions d'investisseurs : *BT-Drucks* 15/4999, 25, 37. – Ainsi que Kullmann et Sester, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 1068, 1071, *contra* Holzborn et Israel, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2005, 1668, 1673 (dans un tel cas il n'y a de toute façon pas d'obligation de prospectus).

18 Fondements juridiques : PE et Cons UE, dir 2004/109/CE, 15 déc 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 et modifiant la directive 2001/34/CE. JOCE n° L 390, 31 déc 2004, p. 38-57 – PE et Cons UE, dir 2003/6/CE, 28 janv. 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) : JOCE n° L 96, 12 avr 2003, p. 16-25.

19 Concernant toutes les formes de publicités sur le marché secondaire imposée par le droit communautaire : Neuville, *Droit de la banque et des marchés financiers*, 2005, p. 310-313 – Grundmann et Mölslein : *European Company Law*, préc., note 70 à 735.

20 Kullmann et Sester, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 1068, 1070 f – Holzborn et Israel, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2005, 1668, 1673 – Grub

tive, du droit de choisir « une langue usuelle dans la sphère financière internationale », ce qu'il ne manquera pas de faire en pratique de manière à éviter les frais de traduction<sup>27</sup>

Dans la constellation inverse (État d'origine, Allemagne ; offre au public ou admission aussi bien en Allemagne qu'à l'étranger, § 19 al. 3 ph. 1 WpPG), le législateur se prononça définitivement sur la question de la langue : Le prospectus peut dans une telle constellation être rédigé au choix soit en Allemand soit dans « la langue usuelle dans la sphère financière internationale » (avec un résumé en langue allemande). En raison de la reprise volontaire de la lettre de la directive, il y a lieu de reconnaître toutes les langues qui ont vocation à être appréhendées par la notion communautaire

Les différenciations posées au § 19 WpPG firent surtout l'objet de critiques politico-juridiques au motif qu'elles discriminent les émissions nationales des émetteurs allemands par rapport aux autres cas de figure<sup>28</sup>. Sur le plan du droit communautaire, il apparaît également problématique qu'une notion que la directive emploie de manière unitaire (« langue acceptée ») soit définie par le législateur allemand de manière différenciée en fonction des constellations et parfois même au cas par cas. En effet, la formulation de « langue acceptée » utilisée par la directive figure pour une certaine unité et continuité de l'acceptation de la langue, au même titre que les notions de langue nationale ou langue officielle. Même si la différenciation avait exclusivement in concreto pour effet une discrimination purement nationale et par là même indifférente d'un point de vue dogmatique par rapport aux libertés fondamentales<sup>29</sup>, il est incertain que le législateur communautaire ait voulu conférer aux États membres, à côté de la compétence concernant la langue acceptée, la possibilité d'établir des différenciations

### 3° Absence de validité de prospectus multilingues

12 - Il s'agit en l'occurrence de distinguer la question de savoir si un prospectus peut être rédigé dans des langues différentes, de celle de savoir s'il peut être rédigé en plusieurs langues. Une rédaction dans des langues différentes est acceptée par la BaFin sous réserve (1) qu'un examen de la cohérence reste possible (2) que le prospectus soit lisible et compréhensible, et (3) que les différences de langue soient limitées à des parties clairement distinctes du prospectus (par exemple la partie sur le financement et la partie sur les conditions d'émission)<sup>30</sup>. Un prospectus bilingue complet n'est par contre pas valable et est traité par la BaFin comme formant deux prospectus. Selon la BaFin, une traduction qui n'est pas obligatoire ne peut être annexée au prospectus que si elle est apparemment distincte et qu'il y figure une indication ostensible de son

absence de valeur juridique<sup>31</sup>. Au regard du droit communautaire, la position de la BaFin apparaît acceptable dès lors qu'elle ne prend pas position par rapport à la directive et qu'elle parle d'une langue du prospectus. Néanmoins, la manière de procéder de la BaFin correspond indéniablement plus à ses propres intérêts, dès lors qu'elle lui permettra de se concentrer sur une langue, qu'à ceux des (petit) investisseurs, pour lesquels des précisions dans une seconde langue, plus particulièrement en allemand, constitueraient le plus souvent une aide

### 4° Questions concernant l'application du régime

13 - L'efficacité du régime linguistique dépend de la manière dont il sera appliqué. Or, les compétences de la BaFin en la matière sont fonction de l'État d'accueil. En effet, seuls les prospectus d'émetteurs allemands sont soumis à l'approbation de la BaFin (V. § 17 al. 3 WpPG et Dir. prospectus, art. 13 et 17). Celle-ci peut être refusée lorsque le prospectus ne respecte pas les dispositions du § 19 WpPG relatives à la langue. La BaFin doit alors en outre, refuser explicitement l'offre au public conformément au § 21 al. 4 ph. 1 WpPG<sup>32</sup>.

Une autre difficulté résulte des prospectus des émetteurs étrangers qui auraient été approuvés par les autorités de contrôle de l'État membre d'origine mais qui violent les dispositions du § 19 al. 4 ou 5 WpPG. Comme les règles relatives à la langue se fondent dans tous les États membres sur les dispositions de la directive, une telle violation n'entre en considération que si les autorités (ou le législateur) de l'État d'origine commettent des erreurs – ou interprètent différemment que les juristes allemands, la notion communautaire de « langue usuelle dans la sphère financière internationale »

Ainsi se pose par exemple, la question des possibilités de réaction lorsque l'autorité de contrôle luxembourgeoise a contrôlé et approuvé un prospectus français pour une offre au public en Allemagne et que la BaFin ne reconnaît pas le français comme étant une « langue usuelle dans la sphère financière internationale ». Dans un premier temps, elle tentera de trouver une solution à l'amiable avec l'autorité de contrôle luxembourgeoise par le biais de la coopération transfrontalière prévue au § 23 WpPG. Le § 21 al. 4 ph. 1 lui donne également la possibilité dans un tel cas, de refuser l'offre au public. De même, le § 17 al. 3 in fine WpPG dispose que la validité dans l'état d'accueil du prospectus approuvé dépend de la question de savoir si « la langue du prospectus est conforme aux impératifs du § 19 al. 4 et 5 ». Cette condition ne trouve cependant aucun fondement en droit communautaire. En effet, l'art. 17 al. 1 de la directive prospectus fait dépendre la validité des prospectus approuvés exclusivement de la notification par les autorités de l'état d'accueil conformément à l'art. 18 Directive prospectus<sup>33</sup>. En cas de violation, l'art. 23 Directive prospectus envisage par contre une procédure à deux niveaux qui prévoit des mesures de précaution se caractérisant par une information et une coopération réciproque des autorités de contrôle et surtout par une compétence d'intervention prioritaire de l'autorité de l'état d'accueil. Dès lors, les réglementations allemandes qui supprimeraient cette priorité violeraient les dispositions de la directive. Une interprétation en conformité avec le droit communautaire impose de limiter les possibilités d'intervention de la BaFin aux mesures de précaution selon le § 24 WpPG<sup>34</sup>.

27 Cf. ci-dessus sous I B 1). Dans le cas contraire, il se poserait la question de savoir si le prospectus peut (conformément à la lettre de la loi allemande) ou doit (conformément aux dispositions de la directive) également être rédigé en Allemand ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale (avec un résumé en allemand) ; V. à ce sujet : Kullmann et Sester, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 1068, 1071

28 En général, cf. Ferran, *Building an EU securities market*, 2004, p. 203. En Allemagne, un risque de contournement est craint, à savoir celui de l'interposition de filiales en tant qu'émetteur : voir les avis sur l'avant-projet de transposition de la directive prospectus, par exemple celui du « Zentraler Kreditausschuss » (comité central pour les crédits) de janvier 2005, disponible sur [www.zentraler-kreditausschuss.de](http://www.zentraler-kreditausschuss.de), p. 5 et 6 et celui de la Deutsche Bundesbank ([www.bundestag.de/ausschuesse/archiv15/a07/protokolle/Anhoerungsprotokolle\\_13/Stellungnahmen](http://www.bundestag.de/ausschuesse/archiv15/a07/protokolle/Anhoerungsprotokolle_13/Stellungnahmen)), p. 4 (plus particulièrement lorsque l'offre publique ou l'admission ne doit pas seulement avoir lieu en Allemagne).

29 Concernant la discrimination nationale voir surtout Cals, *La discrimination à rebours et le droit communautaire*, Thèse Université Toulouse 2001 – Epiney, *Umgekehrte Diskriminierungen*, 1995, p. 89-338 – De lege ferenda – Behrens, *Europarecht (EuR)* 1992, 145, 160 et s. – Reich, *Zeitschrift für Europäisches Wirtschaftsrecht (EuZW)* 1991, 203, 204 et s. – Bleckmann, *Recht der Internationalen Wirtschaft (RIW)* 1985, 917

30 Ainsi, Glomb-Schmidt et von Rintelen à un workshop de la BaFin sur la « Mise en exergue de certains aspects juridiques et les nouvelles tendances dans la pratique administrative », p. 21, consultable sous [http://www.baFin.de/verkaufsprospekte/workshop/\\_wppg\\_recht.pdf](http://www.baFin.de/verkaufsprospekte/workshop/_wppg_recht.pdf)

31 Glomb-Schmidt et von Rintelen, *préc. (note 30)*, p. 22

32 Groß, *préc. (note 21)*, § 21 WpPG, note 7

33 Voir les remarques sur le passeport européen sous I B 1

34 Groß, *préc. (note 21)*, § 24 WpPG, note 1

## 2. Régime linguistique et protection des investisseurs

### A. - Difficultés pratiques rencontrées par les investisseurs pour faire valoir leurs droits

14 - La traduction du projet d'émission n'est plus nécessairement indispensable lorsqu'une valeur mobilière est offerte au public ou lorsque son admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée dans d'autres États membres que l'État membre d'origine. Le prospectus peut en l'occurrence être établi soit dans une langue acceptée par l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale.

Cela peut cependant conduire à des difficultés pratiques, plus particulièrement pour les investisseurs non-professionnels, l'exemple suivant en est l'illustration : Un émetteur dont le siège est en France propose un certificat à des investisseurs non-professionnels allemands ; la participation minimum s'élève à 1 000 euros<sup>35</sup>. Le prospectus comprend environ 220 pages et est rédigé sous deux colonnes en français et en anglais. Certains passages sont mêmes rédigés exclusivement en français ou en anglais. Dans le résumé allemand d'une quinzaine de pages qui ne contient que des indications générales relatives aux risques, l'investisseur apprend notamment qu'il peut être contraint à la traduction du prospectus, que le droit français est applicable et que les juridictions parisiennes sont compétentes en cas de litige.

#### 1° Difficultés liées à l'incompréhensibilité du prospectus pour les investisseurs

15 - Le prospectus de l'émetteur français évoqué à l'exemple précédant s'adresse à des investisseurs particuliers (des consommateurs)<sup>36</sup>. Rares sont les investisseurs qui seront en mesure de comprendre le contenu du prospectus. Afin de pouvoir déterminer si le contenu du prospectus était incomplet ou incorrect, l'investisseur se verra contraint de faire traduire tout le prospectus. En cas d'action civile auprès d'une juridiction allemande, la demande devra se référer au contenu du prospectus et une traduction devra être transmise à ladite juridiction<sup>37</sup>. Les frais de traduction s'élèveront au minimum à une dizaine de milliers d'euros. Si l'adversaire conteste la justesse de la traduction, la juridiction devra se procurer sa propre traduction. Rappelons que dans le cas que nous venons d'évoquer, le montant minimum de la souscription n'est que de 1.000 Euros.

#### 2° Les désagréments subits par les investisseurs résultant du choix du droit applicable

16 - Dans notre exemple, le prospectus prévoit en cas de litige, l'applicabilité du droit français. Après une traduction fort coûteuse, il incombera au demandeur d'examiner que le prospectus est juste et complet au sens du droit français. Cela soulève la question de la validité du choix du droit applicable et celle de savoir s'il n'y a pas lieu d'imposer l'applicabilité du droit du domicile du consommateur. La question de savoir si la clause de détermination du droit applicable est valable, ne s'apprécie cependant pas au vu du droit allemand mais, selon l'article 31 alinéa 1 de la loi introductive au

code civil allemand (EGBGB), d'après le droit qui serait applicable si le contrat ou la clause était valable (Dans notre exemple donc, d'après le droit français). L'investisseur allemand se voit donc contraint de procéder à un examen préalable d'après le droit français. Or, celui-ci ne maîtrisant généralement pas le français, devra mandater un avocat français avec lequel il pourra communiquer et qui sera spécialisé en droit des marchés financiers – ce qui tient de la gageure. De manière générale, l'applicabilité du droit français pourrait cependant être contestée sur le fondement des articles 6 et 34 EGBGB. La doctrine reste cependant majoritairement opposée, certes avec des argumentations différentes, à l'attribution d'un caractère international impératif à la responsabilité fondée sur le prospectus<sup>38</sup>. Le choix du droit pourrait également ne pas être valable au sens de l'article 29 alinéa 1 EGBGB, dès lors qu'il aurait pour effet de méconnaître une des dispositions d'ordre public du droit allemand protectrices de l'investisseur. Parmi celles-ci, figurent celles qui sont susceptibles ou destinées à offrir une protection au contractant face à son cocontractant<sup>39</sup>.

L'article 29 alinéa 1 EGBGB n'est cependant applicable qu'à la délivrance de biens meubles ou aux prestations de services mais pas à la délivrance de valeurs mobilières<sup>40</sup>. Même si l'on soutient que l'émetteur fournit également des services (conseils, investissements)<sup>41</sup>, ces services pourraient néanmoins être prestés d'un autre État que celui dans lequel le consommateur a son domicile habituel. En l'occurrence, l'application du droit français n'aboutit pas pour autant à une éviction des dispositions d'ordre public protectrices des droits des consommateurs<sup>42</sup>. En effet, le droit français accorde également aux investisseurs, la possibilité d'agir en responsabilité sur le fondement du prospectus en cas d'achat de valeurs mobilières. D'après la doctrine dominante, il n'existe pas de rattachement ferme au droit de l'état de domiciliation du consommateur, une clause prévoyant le droit applicable n'est pas forcément interdite. Plus précisément, le droit de l'état de domiciliation du consommateur détermine seulement la protection minimale à accorder<sup>43</sup>. Le consommateur peut ainsi se voir confronté à un droit qui lui est éventuellement inconnu (le droit français)<sup>44</sup>. En résumé, l'investisseur non-professionnel doit faire face à des problèmes juridiques considérables et largement démesurés par rapport à sa situation.

38 Kuntz : *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2007, 432, 438 et s. – Floer, *Internationale Reichweite der Prospekthaltung*, 2002, p. 135 – Schneider, *Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Internationales Privatrecht*, 1998, p. 254. – Mankowski dans Reithmann et Martiny : *Internationales Vertragsrecht 2004*, 6<sup>e</sup> éd., note 1301. – Kiel : *Internationales Kapitalanlegerschutzrecht* 1994, p. 245 et s. – Pour le régime français, V. F. Peltier, *Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse : RD bancaire et fin* 2000, p. 40 – Karyotis, *Circulation internationale des valeurs mobilières*, 1994.

39 *MünchKommBGB* et Martiny, *BGB* 2006, 4<sup>e</sup> éd. 2006, art. 29 EGBGB note 2 : La protection des consommateurs peut être plus faible dans d'autres systèmes juridiques.

40 *BGHZ* 123, 380, 387 = *Neue Juristische Wochenschrift (NJW)* 94, 262. – Différemment par le passé pour les contrats à terme *OLG Düsseldorf IPRZ* 1995 n° 145 = *Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts (IPRax)* 1997, 115 ; pas d'analogie : *BGHZ* 135, 124 – V. également une interprétation stricte : *BGH, Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2006, 374, 375 (non-applicabilité aux crédits à la consommation).

41 *BGH Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 423 – *MünchKommBGB* et Martiny, 4<sup>e</sup> éd. 2006, art. 29 EGBGB note 18 – Soergel et V. Hofmann, *BGB*, 12<sup>e</sup> éd. 1996, art. 29, note 26 (à propos des banques locales et des services de courtier en bourse).

42 Le dit principe du faveur (Günstigkeitsprinzip) : *MünchKommBGB*/Martiny, préc. (note 38) art. 29 EGBGB, note 59-61. Le niveau est défini par le système juridique qui serait applicable au sens d'un rattachement objectif. Il ne s'impose que dès lors qu'il prévoit une meilleure protection.

43 *MünchKommBGB* et Martiny, préc. note 38, art. 29 EGBGB note 59.

44 En ce sens : *MünchKommBGB* et Martiny, préc. note 38, art. 29 EGBGB note 60. Plus généralement : Tenenbaum, La mise à l'épreuve du droit international privé par les libertés communautaires – l'exemple du droit bancaire et boursier, dans : H. Vauplane et J.-J. Daigre, *Droite bancaire et financier – Mélanges AEDBF-France III/2001*, p. 353.

35 Cet exemple n'est pas fictif mais au contraire d'actualité sur le marché. Il s'agit d'une société recouvrant la forme d'une SA.

36 Concernant la protection des consommateurs en matière des services financiers : Coleman, *Financial Services and Consumer Policy – The regulatory challenge* : *Revue européenne de droit bancaire et financier (EUREDIA)* 2000, p. 307 – Surtout pour la qualification de certains investisseurs comme consommateurs V. Armbrüster, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2006, 406 ; Wagner, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR)* 2003, 649.

37 Concernant le contenu d'une demande en justice : Zöllner, *Zivilprozessordnung 2005*, 25<sup>e</sup> éd., § 130, note 2 : Un exposé substantiel est exigé, il n'y a pas lieu de faire peser sur la juridiction la charge de retrouver dans les nombreuses pièces celles qu'il convient.

### 3° Désagréments résultant de la clause attributive de juridiction

17 - Dès lors que dans notre espèce, l'examen matériel (en cas d'applicabilité du droit allemand ou français) conduit à la conclusion que les informations relatives aux risques ne sont pas conformes au droit applicable au prospectus, l'investisseur se voit ouvrir le droit d'agir en responsabilité sur le fondement du prospectus. Cependant, dans le prospectus figure une clause attributive de juridiction d'après laquelle les juridictions de Paris sont compétentes pour connaître du litige. La conclusion d'une convention attributive de compétence juridictionnelle est en principe autorisée au sens de l'article 17 du Règlement (CE) n° 44/2001<sup>45</sup>. En revanche, ce même article dispose qu'une clause attributive de juridiction n'est valable que si elle est postérieure à la naissance du différend ou permet au consommateur de saisir d'autres tribunaux que ceux prévus par le règlement. Ce n'est pas le cas en espèce. La compétence s'apprécie donc conformément à l'art 15 et 16 du règlement. Il en résulte que le consommateur peut exercer une action dans le ressort de son domicile. La condition est que le cocontractant ait dirigé ses activités vers l'État membre dans lequel réside le consommateur. C'est le cas du prospectus de notre espèce, qui a été notifié à la BaFin afin d'être utilisé en Allemagne<sup>46</sup>.

En pratique cependant, les circonstances qui conduisent à la compétence des juridictions allemandes et à l'application du droit allemand sont généralement ardemment contestées. Il est notamment généralement réfuté que l'investisseur puisse avoir la qualité de consommateur ou que l'offreur ait dirigé son activité sur le territoire national. De même, les juridictions ont bien souvent tendance à rejeter leur compétence<sup>47</sup>. Même si l'investisseur arrivait, comme dans notre exemple, à fonder la compétence des juridictions allemandes, il n'en demeure pas moins que le litige sera à trancher conformément au droit français. Le problème de la traduction du prospectus reste inchangé. S'il s'avérait que le défendeur conteste la justesse de la traduction, il faudrait encore que la juridiction mandate un traducteur assermenté<sup>48</sup>.

### 4° Le problème de la diversité juridique des régimes de la responsabilité fondée sur le prospectus

18 - L'émetteur peut utiliser un prospectus unique dans chacun des États membres de l'EEE. Cependant, les réglementations concernant la responsabilité de l'émetteur du prospectus, les garants ou autres responsables ne sont pas harmonisées. La directive prospectus prévoit seulement à l'article 6 que la responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance, à l'offreur, à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou au garant, selon le cas, d'après les droits des États membres. Néanmoins, les États membres de l'EEE ne disposent pas de réglementations harmonisées concernant l'étendue des prétentions, la causalité, les règles de forclusion et de prescription. Selon le droit allemand, la responsabilité se fonde sur les principes de la responsabilité civile du fait du prospectus et les dispositions afférentes de la loi sur les valeurs mobilières, de la loi sur le prospectus de vente et la loi sur la bourse. L'acquéreur d'une valeur mobilière peut exiger la reprise du titre contre le remboursement du prix d'acquisition dès lors que celui-ci ne dépasse pas le premier prix d'émission de la valeur mobilière sous réserve que le contrat d'acquisition ait été conclu après la publication du prospectus et dans les six mois après la première

introduction de la valeur mobilière. Le cas échéant, le droit d'agir est soumis à une prescription d'un an à compter du jour où l'acquéreur a pris connaissance du fait que le prospectus est erroné ou incomplet, au plus tard, trois ans depuis la publication du prospectus. Dans les autres États membres ce sont des règles totalement différentes qui sont applicables : Au Danemark il n'existe par exemple aucune disposition spécifique traitant de la responsabilité sur le fondement du prospectus. Aussi, l'acquisition sur le fondement d'un prospectus erroné est insuffisante en soit pour entraîner la mise en cause de la responsabilité ou une résolution, un acte illicite est exigé de surcroît<sup>49</sup>. En France, l'action ne repose sur aucun fondement législatif spécifique, la poursuite de dommages et intérêts se fonde sur la responsabilité contractuelle ou délictuelle. En outre, une action à l'encontre de la société émettrice (telles celles fondée sur le principe du maintien du capital, la protection des créanciers) n'existe pas dans tous les États membres (notamment en Suède). Au Portugal par exemple, une responsabilité a été expressément édictée par le législateur à l'égard des organes et des commissaires aux comptes vis-à-vis des investisseurs<sup>50</sup> ; il en va tout autrement en Grèce où les gérants, conseillers et commissaires aux comptes ne sont pas responsables personnellement. Au Portugal, l'action en responsabilité fondée sur le prospectus se prescrit dans les 6 mois après la prise de connaissance. Il existe en partie dans certains États membres des sortes d'« actions collectives », que d'autres ignorent<sup>51</sup>. Le remboursement des honoraires d'avocats et des frais de justice en cas de décision de justice est également réglé différemment d'un État à l'autre<sup>52</sup>. Le droit allemand de la procédure civile permet également de déclencher une procédure de saisie conservatoire avec privilège (Code de procédure civile (ZPO), § 917 et s.) par rapport aux dommages et intérêts à percevoir dès lors que leur remboursement est menacé. C'est l'un des rares États membres à proposer une telle solution<sup>53</sup>.

### B. - L'effectivité de la protection des investisseurs et des consommateurs

19 - L'introduction du passeport européen et le nouveau régime linguistique ne rendent que plus difficile encore pour les (petits) investisseurs de faire valoir leurs droits. Pourtant, d'après l'article 3 al. 1 t) CE, le législateur est tenu de contribuer à l'amélioration de la protection des consommateurs. L'article 153 CE impose également aux organes communautaires, tout en tenant compte des autres intérêts en cause, de répondre aux exigences de la protection des consommateurs dans la définition et la mise en œuvre des autres politiques et actions de la Communauté. On peut toutefois se demander si une telle pondération entre les intérêts des consommateurs (investisseurs) et offreurs de valeurs mobilières a bien eu lieu lors de l'édiction de la directive prospectus. La charge de la traduction du prospectus devant la justice aurait pu être transmise à la partie économiquement plus forte à savoir l'émetteur (à l'image des fonds d'investissements ou de la commercialisation à distance de services financiers)<sup>54</sup>, puisque ce dernier profite déjà du fait de pouvoir atteindre plus facilement les investisseurs

45 Cons. UE. Règl. (CE) n° 44/2001, 22 déc. 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale.

46 Dir. prospectus, art. 19 - cf. ci-dessus sous II A 1.

47 Möslein : Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht (GPR) 2004, 59, 63-65, note 70 et s.

48 Il incombe généralement au demandeur qui a la charge de la preuve d'avancer provisoirement les frais occasionnés par une expertise judiciaire, § 379, § 402 du code allemand de procédure civile (ZPO).

49 Krüger Andersen dans : Hopt/Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaltung in der EU*, p. 401, 408.

50 Böckel et Grünwald dans : Hopt/Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaltung in der EU*, p. 897, 907.

51 En Allemagne, il existe une loi prévoyant une procédure type en ce qui concerne les placements de capitaux mais celle-ci reste limitée à des cas déterminés. V. à ce sujet Reuschle, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2004, 966. id. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)* 2004, 590.

52 Selon le droit allemand la partie ayant succombé à l'action doit, conformément au § 91 ZPO, prendre en charge les frais engendrés par le litige.

53 En Grande-Bretagne par exemple, le patrimoine ne peut être bloqué que sur référé, une saisie avec privilège n'est pas prévue. À certaines conditions, l'ordre de saisie prévu par les textes allemands peut également étendre ses effets à l'étranger. V. à ce sujet : Fohrer et Mattil, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2002, p. 840.

54 Cf. Dir. OPCVM, art. 47 al. 2 (note 2) et PE et Cons. UE, dir. 2002/65/CE, 23 sept. 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, et modifiant les directives 90/619/CEE, 97/17/CE

non-professionnels dans d'autres États membres. Il est cependant fort improbable que la CJCE, qui accorde un pouvoir relativement large d'appréciation au législateur communautaire, censure la directive sur ce fondement<sup>55</sup>.

Il serait néanmoins envisageable que la CJCE réduise d'une autre façon les effets préjudiciables de la pratique et favorise la protection effective des investisseurs. Cela ne serait pas une nouveauté mais serait dans la continuité de la jurisprudence relative aux conditions générales de vente, où la CJCE a rejeté certaines règles processuelles concernant les conventions attributives de compétence et les délais de forclusion au motif qu'elles auraient fragilisé le droit de poursuite des consommateurs<sup>56</sup>. De manière plus générale, cela correspond également à l'idée de transparence et de compréhensibilité exprimée par la directive concernant les clau-

ses abusives dans les contrats conclus avec les consommateurs<sup>57</sup>. D'après la lettre de cette directive, les contrats doivent être rédigés de manière claire et compréhensible<sup>58</sup>. Les consommateurs doivent avoir la possibilité de prendre connaissance de toutes les clauses contractuelles. Ces règles ne s'appliquent certes pas directement aux prospectus relatifs aux valeurs mobilières mais impliquent l'idée que le consommateur doit être protégé par le droit communautaire contre des conventions qui ne seraient pas compréhensibles ■

Mots-Clés : Prospectus d'émission - Valeurs mobilières - Protection des investisseurs - Régime linguistique  
Directive prospectus et transposition allemande

et 98/27/CE, art 3 para 1 n 3 lit g : JOCE n° L 271, 9 oct 2002, p 16 - V à ce sujet : Micklitz et Schirmbacher. *Duties to inform contained in Directive 2002/65/EC concerning the Distance marketing of consumer financial services*, Revue européenne de droit bancaire et financier (EUREDIA) 2003, 457, 477 et seq

55 CJCE, 22 mai 1985, aff 13/83, Parlement c/ Conseil. Rec CJCE 1985, p 1513, note 49 et Cartou : Rec Dalloz Sirey 1985, inf. rap p.444. Ukrow dans : Calliess et Ruffert, EG-Vertrag, 2<sup>e</sup> éd 2002, art 3, note 3 et s. - von Bogandy dans : Grabitz/Hill, Das Recht der Europäischen Union 2005, art 3 CEE note 4.

56 CJCE, 27 juin 2000, aff. C-240/98 à C-244/98, Océano Grupo. Rec CJCE 2000, I, p 4941 et CJCE, 21 nov 2002, aff C-473/00, Colidis SA. Rec CJCE 2002, I, p. 3193 - À propos de ces arrêts : L. Bernardeau, *Clauses abusives l'illicéité des clauses attributives de compétence et l'autonomie de leur contrôle judiciaire* : REDC 2000, p 261 - S. Hourdeau, *Protection communautaire du*

consommateur contre les clauses abusives et office du juge national. LPA, La Loi / Le Quotidien juridique 2001 n° 146 p 27 - Mösllein, *Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht (GPR)* 2004, 59, et surtout 60 et s

57 Cons. UE, dir 93/13/CEE, 5 avr 1993, concernant les clauses abusives dans les contrats conclus avec les consommateurs. JOCE n° L 95, 21 avr 1993, p. 29-34.

58 L'aspect linguistique est considéré comme l'élément central de la compréhensibilité, de laquelle dérive d'ailleurs l'obligation de traduction. V. Micklitz, *Obligation de clarté et interprétation favorable au consommateur*, dans : Commission Européenne, *La directive « clauses abusives » : cinq ans après - Évaluation et perspectives pour l'avenir*, 1999, p 159, 161. - N. Reich *Neue Juristische Wochenschrift (NJW)* 1995, 1857, 1860 f. id / Micklitz, *Europäisches Verbraucherrecht*, 4<sup>e</sup> éd 2003, n° 13, 17 - Pour la transposition française de cette directive. V. Chestin et Marchesseaux-van Melle, *L'application en France de la directive visant à éliminer les clauses abusives après l'adoption de la loi n° 95-96 du 1<sup>er</sup> février 1995* : JCP C 1995, I, 385-4

## 13 Le contrôle des droits de vote dans les sociétés cotées

Miriasi TOUCH<sup>1</sup>,  
chargé d'enseignement à l'université d'Orléans,  
Centre de recherche de droit financier - Paris I Sorbonne

Les fonds de pension tirant avantage de la parfaite maîtrise des techniques de gestion de leur portefeuille d'actifs, exploitent toutes les potentialités juridiques qu'offrent ces dernières dans le contexte des assemblées générales pour appuyer ou contester les décisions des organes de direction des sociétés et ce dans le but plus ou moins avoué, de maximiser leur profit.

1 - L'activisme des fonds de pension dans les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées est l'un des éléments marquants de ces dernières années de la démocratie actionnariale. Pour autant les techniques venant au soutien de cet activisme sont beaucoup moins connues.

2 - Ainsi, les fonds de pension tirant avantage de la parfaite maîtrise des techniques de gestion de leur portefeuille d'actifs, exploitent toutes les potentialités juridiques qu'offrent ces dernières dans le contexte des assemblées générales pour appuyer ou contester les décisions des organes de direction des sociétés et ce dans le but plus ou moins avoué, de maximiser leur profit

3 - Il convient donc de faire le point sur ces techniques financières permettant à ces fonds de pension de peser sur les résolutions prises en assemblées générales et d'aborder comment la législation française les appréhende<sup>2</sup>.

2 PE et Cons. UE, dir n° 2004/109/CE, 15 déc 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à un marché réglementé et modifiant la dir n° 2001/34/CE. JOUE n° L 390, 31 déc 2004, p 38 - Comm. CE, dir n° 2007-14/CE, 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la dir n° 2004/109/CE 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 : JOUE n° L 69, 9 mars 2007, p 27 - C. com. art L 233-7, L 233-9-1 et s - Ord n° 2005-171, 24 févr. 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financière. JO 25 févr 2005, p 3254 - AMF, Règl. général, art 314-100 et s. et 223-11 - D n° 2006-1566, 11 déc. 2006 modifiant le D n° 67-236, 23 mars 1967 sur