

CONSULTATION PUBLIQUE SUR LA REFORME DU REGIME DES OFFRES AU PUBLIC DE TITRES

1. CONTEXTE

Le projet de loi PACTE (plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises) confère dans son article 22 une habilitation au Gouvernement à légiférer par ordonnance afin de moderniser le régime des offres au public de titres¹. Cette habilitation est valable 12 mois à compter de l'entrée en vigueur de la loi.

Conformément à cette habilitation, le Gouvernement envisage d'adopter dès l'été 2019 une ordonnance modernisant le régime des offres au public conformément aux orientations soumises à la présente consultation.

Cette modernisation est rendue nécessaire notamment pour :

- (i) tirer les conséquences en droit français de la modification de la notion d'offre au public de valeurs mobilières telle qu'elle est désormais conçue par le règlement (UE) n° 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé (ci-après, le « Règlement Prospectus ») ; et
- (ii) procéder à la « transposition négative » en droit français de ce règlement qui sera pleinement et directement applicable à compter du 21 juillet 2019 et dont les dispositions s'imposeront en lieu et place de l'ensemble des dispositions, dans son champ d'application, qui constituaient des mesures de transposition de la directive n° 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil 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 (ci-après, la « Directive Prospectus »).

Le Règlement Prospectus étend la définition de l'offre au public et fait entrer dans cette définition des offres qui jusqu'à présent n'étaient pas considérées comme des offres au public en droit français. Ainsi, les placements privés (offres de titres financiers à des gestionnaires de portefeuille pour compte de tiers, à des investisseurs qualifiés ou à moins de 150 personnes) ou les offres relatives au financement participatif seront considérées comme des offres au public au sens du Règlement Prospectus après

¹ Article 22 du projet de loi PACTE : « Dans les conditions prévues à l'article 38 de la Constitution, le Gouvernement est habilité à prendre par ordonnances, dans un délai de douze mois à compter de la promulgation de la présente loi, toute mesure relevant du domaine de la loi pour : (...) 3° Moderniser le régime des offres au public de titres financiers, notamment dans l'objectif d'assurer sa cohérence avec le règlement 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, ainsi qu'avec ses règlements d'application, mettre en cohérence les régimes d'offres au public, que celles-ci relèvent ou non du champ d'application du règlement 2017/1129, et prendre toutes les mesures de coordination et de simplification nécessaires ».

son entrée en vigueur, alors même que le droit français aujourd'hui en vigueur (article L. 411-2 du code monétaire et financier) prévoit expressément qu'ils n'en sont pas.

L'adaptation du droit national se fera pour l'essentiel à droit constant. Ainsi, les projets de dispositions comprises dans la présente consultation ont vocation à « transposer » le Règlement Prospectus en droit interne à l'occasion de sa pleine entrée en application le 21 juillet 2019 sans bouleverser les pratiques actuellement en vigueur en France. Les projets de dispositions contenues dans cette consultation visent notamment à autoriser, sans contrainte supplémentaire, la poursuite des placements privés et des offres de financement participatif et à s'assurer que l'extension de la définition de l'offre au public n'emporte pas d'exigences supplémentaires pour les offres qui jusqu'à présent ne sont pas considérées comme des offres au public. Ce projet a été élaboré en lien avec le Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP).

2. PRESENTATION DES MODIFICATIONS PROPOSEES

2.1. PRESENTATION DE LA NOUVELLE ARCHITECTURE DES REGLES APPLICABLES AUX OFFRES AU PUBLIC

La réforme du régime des offres au public proposée résulte des choix suivants qui ont servi de fil directeur à la rédaction des textes :

- Il a été décidé de reprendre en droit français la nouvelle définition de l'offre au public qui résulte du Règlement Prospectus afin d'éviter une disharmonie entre une notion européenne d'offre au public, qui ne vaudrait que dans le champ du Règlement Prospectus pour déterminer si l'offreur des titres doit établir un prospectus, et une notion française d'offre au public, qui ne déterminerait que le champ des émetteurs autorisés à procéder en France à une offre au public ;
- La rédaction de certains textes existants a été amendée dans un souci de clarté et d'intelligibilité. Par exemple, l'article L. 411-2 du code monétaire et financier était constitué d'une succession de négations (« ne constitue pas une offre au public ») qui en alourdissait la lecture ;
- Le choix a été fait d'adapter le droit français aux exigences du Règlement Prospectus en restant, pour l'essentiel, à droit constant pour les dispositions non directement « concernées » par ce nouveau règlement. Il s'agit d'éviter d'introduire des exigences supplémentaires à la charge des émetteurs autorisés à procéder à une offre au public, tout en clarifiant, dans la loi, certains points de droit consacrés jusqu'à présent par la jurisprudence voire la doctrine, et parfois implicitement par la loi.

A l'issue de la réforme proposée, la nouvelle architecture des règles applicables aux offres au public sera la suivante.

Qui pourra offrir au public des titres financiers ou des parts sociales ?

Le droit français détermine les émetteurs autorisés à offrir au public des titres financiers ou des parts sociales. Le principe général, énoncé aujourd'hui à l'article 1841 du code civil et demain à l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, est celui d'une interdiction d'offrir au public ces titres, sauf autorisation spécifique par la loi.

Au terme de la réforme proposée, il ne sera possible d'effectuer une offre au public que dans deux cas distincts :

- (i) en fonction du type d'émetteur concerné, si une loi spéciale a autorisé ce type d'émetteur à procéder à des offres au public de ses titres, ou

- (ii) en fonction de la nature de l'offre au public, si l'offre au public s'adresse à des investisseurs qualifiés ou un cercle restreint d'investisseurs (150 personnes), s'il s'agit d'une offre au public dans le cadre d'un financement participatif, ou encore si l'offre s'adresse exclusivement aux associés de l'émetteur concerné, conformément à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier.

Quel document de présentation de l'offre doit être élaboré ?

Après avoir déterminé si une personne est autorisée à offrir au public des titres financiers ou des parts sociales, il conviendra de déterminer selon quelle forme l'offre doit être présentée aux investisseurs :

Pour les offres au public portant sur des valeurs mobilières² au sens directive MIF³, il conviendra de se reporter directement au Règlement Prospectus – qui sera, par définition, d'application directe – pour déterminer si l'offre au public doit ou non être présentée sous la forme d'un prospectus devant être visé préalablement par l'AMF.

Par exception, pour les offres au public inférieures à 8 millions d'euros portant sur des titres financiers non cotés, le droit français prévoit d'écarter l'obligation de publier un prospectus au titre de l'offre au public. Dans ce cas, le droit interne détermine les obligations d'information à respecter, c'est-à-dire en principe l'établissement d'un document d'information synthétique (DIS) ou, s'il s'agit d'une offre de financement participatif, un document d'information règlementaire synthétique (DIRS).

Pour les offres au public portant sur des parts sociales (ex : parts sociales de banques mutualistes ou coopératives, parts sociales de coopératives autres que des banques⁴) et de certificats mutualistes, le droit français déterminera la présentation des informations à fournir aux investisseurs. Ces offres n'entrent pas, en effet, dans le champ d'application du Règlement Prospectus.

Quelles sont les autres exigences qui s'attachent à la qualification d'offre au public ?

Pour toutes les questions qui ne relèvent pas de l'information des investisseurs, il conviendra de se reporter à la loi du siège social de l'émetteur pour déterminer les éventuelles obligations à remplir en cas d'offre au public. Ces obligations ont pour point commun de concerner l'émetteur et ses associés, et non pas les investisseurs non encore associés. Il peut s'agir par exemple de règles relatives :

- à la constitution d'un émetteur par voie d'offre au public (ex : SA),
- aux clauses statutaires interdites si l'émetteur entend procéder à une offre au public (ex : sociétés européennes),
- aux résolutions d'assemblées générales d'actionnaires relatives aux augmentations de capital par voie d'offre au public,
- aux modalités d'inscription en compte des titres financiers.

² La définition de valeurs mobilières au sens de la directive MIF comprend généralement les titres financiers à l'exception de ceux qui ne constituent pas une « catégorie de titres » fongibles (exemple : les titres de créances négociables).

³ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

⁴ Lesquelles pourraient être autorisées, aux termes du projet de loi PACTE (plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises), à procéder à des offres au public de leurs parts sociales.

2.2. PRESENTATION DES MODIFICATIONS APPORTEES A L'INTERDICTION GENERALE DE PROCEDER A UNE OFFRE AU PUBLIC (article 1841 ancien du code civil / article L. 411-1 nouveau du code monétaire et financier)

La réforme proposée procède aux modifications suivantes des articles « faitiers » définissant le régime général des offres au public.

2.2.1. Le périmètre des émetteurs concernés

Le principe général d'interdiction de procéder à une offre au public, sauf autorisation spéciale de la loi, figurait jusqu'à présent à l'article 1841 du code civil sous la forme suivante : « *Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public de titres financiers, d'émettre des titres négociables ou de procéder à une offre au public, au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis.* »

Il est proposé d'étendre ce principe aux « personnes et entités » et non plus aux seules sociétés. Une telle extension permettra de prendre acte de la lecture usuellement faite par la doctrine et par le législateur lui-même⁵, dont il résulte que ce principe couvre également d'autres entités qui ne sont pas constituées sous la forme de sociétés (associations, groupements d'intérêt économique par exemple) ainsi que les personnes physiques.

Du fait de ce changement de périmètre envisagé, il est proposé de déplacer le principe d'interdiction de l'article 1841 du code civil, qui concernait les seules sociétés françaises, à l'article L. 411-1 (nouveau) du code monétaire et financier. La réunion, dans un même code, des dispositions générales régissant les offres au public (articles L. 411-1 et L. 411-2 du code monétaire et financier) en facilitera également l'accessibilité et l'intelligibilité.

2.2.2. La définition de l'offre au public

L'article L. 411-1 du code monétaire et financier était consacré jusqu'à présent à la définition de l'offre au public telle qu'elle résultait de la transposition de la Directive Prospectus : « *L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes : 1. 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 titres financiers ; 2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers.* »

Il est proposé de supprimer cette définition et de renvoyer directement à la définition du Règlement Prospectus qui est identique à celle qui prévalait jusqu'à présent en droit français. Ce renvoi est effectué dans l'énoncé du principe général d'interdiction des offres au public désormais contenu à l'article L. 411-1 (nouveau) du code monétaire et financier.

Ce renvoi à la définition européenne de l'offre au public permettra de consacrer l'unicité de la notion d'offre au public et d'éviter que coexistent une notion d'offre au public au sens du droit français qui serait différente de la notion en droit européen, la première ne valant que pour déterminer la capacité des personnes et entités à procéder à une offre au public tandis que la seconde permettrait de déterminer le champ des offres soumises à l'obligation d'élaborer un prospectus.

⁵ Le législateur a notamment prévu des autorisations spéciales de procéder à une offre au public pour les associations (articles L. 213-3 et 213-12 du code monétaire et financier) alors même que ces entités ne sont pas des sociétés.

2.2.3. Le marché secondaire des offres au public

Le champ d'application de l'article 1841 du code civil se limitait jusqu'à présent aux sociétés, même si la doctrine, comme la pratique, lui conféraient une acception plus large.

Afin de lever les incertitudes sur le périmètre d'application du principe général d'interdiction de procéder à une offre au public et de prendre acte de l'acception plus large communément admise, il est proposé d'introduire à la suite de l'article L. 411-1 nouveau du code monétaire et financier (ancien article 1841 du code civil) une interdiction explicite pour toute personne de procéder à une offre au public sur des titres qui ne peuvent eux-mêmes pas être offerts au public par leur émetteur. Cette interdiction vise les situations où une personne autre que l'émetteur, y compris une personne physique, proposerait d'offrir au public des titres que la loi interdit à l'émetteur lui-même d'offrir au public. Il est proposé de procéder à cet ajout au sein de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier afin de regrouper au sein d'un même article les principes généraux du régime des offres au public relatifs à la capacité.

Cet ajout prendrait la forme suivante : « *Il est également interdit à toute personne ou entité de procéder à une offre au public portant sur les titres d'une autre personne ou entité n'ayant pas elle-même été autorisée par la loi à faire offre au public de ses titres, à peine de nullité des contrats conclus.* »

Cette interdiction possède un champ d'application large (toute personne ou entité autre que l'émetteur), identique à celui de l'interdiction portant sur les émetteurs qui vise toute personne ou entité. Alors que le premier alinéa de l'article L. 411-1 nouveau du code monétaire et financier énonce une interdiction de procéder à une offre au public visant les seuls émetteurs, ce paragraphe interdit la cession ultérieure des titres par la voie d'une offre au public visant toute personne ou entité.

2.2.4. La définition des titres concernés

Jusqu'à présent, l'interdiction générale de procéder à une offre au public, sauf autorisation spéciale par la loi, visait les titres financiers⁶ et les parts sociales. Ce périmètre d'application recoupe partiellement celui du Règlement Prospectus qui couvre les valeurs mobilières au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 44) de la directive MIF⁷. Les valeurs mobilières au sens de la directive MIF excluent les parts sociales et incluent généralement les titres financiers. La notion de valeur mobilière apparaît cependant plus large que celle de titres financiers. A titre d'exemple, seuls les titres de capital émis par une société par actions sont des titres financiers. Les titres de capital émis par une entité qui ne serait pas une société par actions pourraient ne pas être qualifiés de titres financiers au regard du droit national tout en entrant dans le champ des valeurs mobilières au sens de la directive MIF.

Afin de prévenir un éventuel décalage entre le champ d'application du Règlement Prospectus et des dispositions nationales relatives au régime des offres au public, il est proposé d'ajouter, dans le champ d'application des dispositions nationales, les valeurs mobilières au sens de la directive MIF.

Cette précision serait apportée à la fin de l'article L. 411-1 nouveau du code monétaire et financier sous la forme suivante : « *Les titres soumis au principe d'interdiction de procéder à une offre au public énoncé au présent article et précisé par les autres dispositions du présent chapitre sont :*

- *Les titres financiers ;*
- *Les parts sociales ;*
- *Les valeurs mobilières au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 44) de la directive 2014/65/UE. »*

⁶ Les titres financiers sont définis en droit français à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier : « *II. – Les titres financiers sont :*

- 1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;*
- 2. Les titres de créance ;*
- 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif. »*

⁷ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

2.3. PRESENTATION DES MODIFICATIONS RELATIVES AUX PLACEMENTS PRIVÉS ET AUX OFFRES DE FINANCEMENT PARTICIPATIF (article L. 411-2 du code monétaire et financier)

2.3.1. Architecture générale

Jusqu'à présent, l'article L. 411-2 du code monétaire et financier listait toutes les offres qui n'étaient pas considérées comme des offres au public. Il s'agissait (i) des offres définies par rapport à des seuils et portant sur certains titres financiers d'émetteurs autorisés à procéder à une offre au public, (ii) des offres s'adressant exclusivement à des gestionnaires de portefeuille pour compte de tiers, à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs (qualifiés, ensemble, de placement privés) et (iii) des offres de financement participatif. Du point de vue de la capacité à procéder à une offre au public, ces offres n'étaient pas concernées par le principe général d'interdiction d'offrir ses titres au public énoncé à l'ancien article 1841 du code civil puisqu'elles n'entraient pas dans le champ des offres au public. A l'exception des offres définies par rapport à des seuils (mentionnées au I de l'article L. 411-2) et des offres de financement participatif (mentionnées au I bis de l'article L. 411-2), les offres de placement privé (mentionnées au II de l'article L. 411-2) pouvaient être réalisées librement par les sociétés (par actions ou de personnes) sans qu'une loi spéciale n'ait à autoriser ces émetteurs.

Tant l'extension de la définition de l'offre au public du Règlement Prospectus que le choix opéré de renvoyer à cette définition en droit français imposent de modifier en profondeur, sinon la rédaction, du moins la philosophie de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier. Alors que les offres listées à cet article étaient considérées jusqu'à présent comme ne constituant pas des offres au public, il est proposé de les faire entrer dans le champ des offres au public conformément à la nouvelle définition du Règlement Prospectus. Néanmoins, afin qu'elles ne soient pas interdites en vertu du principe général énoncé à l'article L. 411-1 nouveau du code monétaire et financier, il est désormais nécessaire de prévoir une autorisation spéciale par la loi portant sur ces offres, tout en conservant les conditions qui pouvaient y être attachées (les offres définies par rapport à des seuils sont réservées aux émetteurs autorisés à procéder à des offres au public, les offres de financement participatif ne peuvent porter que sur des titres financiers mentionnés au 1 au 2 du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, les placements privés sont autorisés à toutes les sociétés).

La rédaction proposée serait la suivante : « *Par dérogation aux dispositions de l'article précédent mais sans préjudice du principe d'interdiction d'émettre des titres négociables, les offres au public suivantes sont autorisées à toutes personnes ou entités* ». Seraient ensuite listées les offres auparavant considérées comme ne constituant pas des offres au public et figurant anciennement au I bis et au II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier. En effet, l'article L. 411-2 viendrait, après l'énoncé du principe général d'interdiction de procéder à une offre au public de l'article L. 411-1 nouveau du code monétaire et financier, introduire une autorisation par nature d'offres.

L'expression « *sans préjudice du principe d'interdiction d'émettre des titres négociables* » a pour objet de préciser qu'un émetteur qui n'était pas autorisé à émettre des titres négociables ne se voit pas autorisé par cet article à émettre des titres négociables et à les proposer à un cercle restreint d'investisseurs, à des investisseurs qualifiés ou à ses associés existants. A titre d'exemple, une société civile se voit uniquement autorisée par cet article à offrir ses parts sociales à des investisseurs qualifiés, à un cercle restreint d'investisseurs, ou à ses associés existants. Autrement dit, la société civile n'est pas autorisée en application de ce nouvel article à émettre des titres négociables (ex : des obligations) et à les offrir à des investisseurs qualifiés, à un cercle restreint d'investisseurs, à ses associés existants ou à plus de 149 personnes dans le cadre d'une offre de financement participatif.

2.3.2. Les offres définies par rapport à des seuils

Le I de l'ancien article L. 411-2 du code monétaire et financier visait les offres définies par rapport à des seuils et portant sur certains titres financiers d'émetteurs autorisés à faire offre au public. Ces offres n'étaient pas considérées comme des offres au public.

Dans la mesure où ces dispositions visaient les émetteurs déjà autorisés à offrir leurs titres, il n'est pas nécessaire de les reprendre dans l'article L. 411-2 nouveau du code monétaire et financier qui constitue une autorisation transversale à procéder à certaines offres au public. Comme l'émetteur de ces offres est déjà autorisé à procéder à une offre au public en vertu d'une loi spéciale, il serait en effet redondant d'inclure ces offres dans les dispositions valant également autorisation qui portent, cette fois-ci, sur la nature de l'offre et non sur l'émetteur. Par conséquent, il est proposé de ne pas reprendre les dispositions du I de l'ancien article L. 411-2 dans l'article L. 411-2 nouveau.

En revanche, la suppression de ces dispositions impose des mesures de coordination qui sont apportées à l'article L. 411-2-1 nouveau du code monétaire et financier et présentées *infra*.

2.3.3. Les offres de financement participatif

Le I bis de l'ancien article L. 411-2 du code monétaire et financier visait les offres de financement participatif en les excluant explicitement de la notion d'offre au public.

Afin de demeurer à droit constant, il est proposé de conserver la mention des offres de financement participatif dans l'article L. 411-2 (nouveau) du code monétaire et financier. Ces offres seraient désormais considérées comme des offres au public et les émetteurs des titres financiers entrant dans ce cadre seraient autorisés à les offrir au public.

Ceci n'emporte pas de modification de la rédaction des dispositions concernées. Elles figureraient au 2 du nouvel article L. 411-2 du code monétaire et financier.

Le décret (D. 411-2 du code monétaire et financier) fixant le seuil des offres de financement participatif serait relevé de 2,5 à 8 millions d'euros. Ce relèvement à 8 millions d'euros est cohérent avec le relèvement du seuil⁸ de l'offre au public de titres financiers à 8 millions d'euros intervenu le 21 juillet 2018 par la voie d'une modification du règlement général de l'AMF.

2.3.4. Les placements privés

Le II de l'ancien article L. 411-2 du code monétaire et financier visait trois types d'offres communément dénommées placements privés : les offres qui s'adressent exclusivement « 1. Aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ; 2. A des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre ». La liste des investisseurs qualifiés et le nombre d'investisseurs en-deçà duquel le cercle d'investisseurs est qualifié de restreint sont définis par décret. Le décret fixe à 150 personnes le seuil du cercle restreint d'investisseurs⁹.

Cette rédaction de l'actuel article L. 411-2 du code monétaire et financier pouvait être source d'incertitudes sur le périmètre des placements privés autorisés. Il est proposé de clarifier la rédaction à l'occasion de la présente réforme du régime des offres au public. Cette rédaction est issue de la transposition de la Directive Prospectus indiquant dans son article 3, paragraphe 2 : « *L'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux catégories d'offres suivantes: a) une offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés; et/ou b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de cent cinquante personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre* ».

La transposition de ces dispositions en droit français pouvait laisser croire que l'absence d'obligation de publier un prospectus s'appliquait aux investisseurs qualifiés « *sous réserve que ces investisseurs*

⁸ Ce seuil est prévu à l'article L. 411-1, I, 1° du code monétaire et financier et fixé par l'article 211-2 du règlement général de l'AMF.

⁹ Article D. 411-4 du code monétaire et financier.

qualifiés agissent pour compte propre » alors que cette condition ne s'appliquait qu'au cercle restreint d'investisseurs.

Une lecture souple de l'article L 411-2 du code monétaire et financier était généralement retenue, considérant que l'absence d'obligation de publier un prospectus et l'exclusion du champ des offres au public s'appliquaient, d'une part aux investisseurs qualifiés, et d'autre part à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte propre. Afin de demeurer à droit constant et d'améliorer la lisibilité de ces dispositions, il est proposé de clarifier la rédaction en ce sens.

Le nouvel article L. 411-2 du code monétaire et financier serait rédigé comme il suit : « *Par dérogation aux dispositions de l'article précédent mais sans préjudice du principe d'interdiction d'émettre des titres négociables, les offres au public suivantes sont autorisées à toutes personnes ou entités :*

1. L'offre de titres qui s'adresse exclusivement à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre, ou à des investisseurs qualifiés. »

Afin d'aligner les règles de capacité nationales sur le régime du prospectus européen, il est également proposé de supprimer la définition des investisseurs qualifiés et la liste des investisseurs qualifiés établie par décret au profit du renvoi à la définition de l'investisseur qualifié du Règlement Prospectus. Cela prendrait la forme de l'ajout suivant : « *Un investisseur qualifié est une personne définie à l'article 2, point e) du règlement européen n° 2017/1129 du 14 juin 2017* »¹⁰.

Enfin, la précision apportée rend superflue le maintien de l'ancien paragraphe 1 du II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier selon lequel ne constituait pas une offre au public « *l'offre qui s'adresse exclusivement aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers* ». En effet, ces personnes sont considérées comme des investisseurs qualifiés au sens du droit européen¹¹. Il est donc proposé de supprimer ce paragraphe dans le nouvel article L. 411-2 du code monétaire et financier.

Au final, le nouvel article L 411-2 du code monétaire et financier consacrerait le fait que les placements privés (offres s'adressant exclusivement aux investisseurs qualifiés ou à cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte propre) sont désormais considérés comme des offres au public autorisées par la loi, par nature, quel que soit l'émetteur des titres. Dans la mesure où le champ de cette autorisation est, s'agissant des valeurs mobilières, identique au champ des exemptions du Règlement Prospectus, ces offres seront en outre dispensées de l'obligation de publier un prospectus, comme les offres de financement participatif par ailleurs. L'ensemble de ces modifications sont de nature à améliorer la lisibilité du droit et l'articulation entre le niveau européen et national.

2.3.5. Les offres s'adressant exclusivement aux associés de l'émetteur

Jusqu'à présent il était considéré que les offres s'adressant exclusivement aux associés de l'émetteur ne relevaient pas de l'interdiction de procéder à une offre au public. Cette position résultait d'une interprétation extensive de l'article R. 225-1 du code de commerce selon lequel : « *La publicité prescrite*

¹⁰ Article 2, point e) du Règlement Prospectus : « *«investisseurs qualifiés» : les personnes ou les entités qui sont énumérées à l'annexe II, section I, points 1) à 4), de la directive 2014/65/UE et les personnes ou entités qui sont traitées à leur propre demande comme des clients professionnels, conformément à la section II de ladite annexe, ou qui sont reconnues en tant que contreparties éligibles conformément à l'article 30 de la directive 2014/65/UE, à moins qu'elles n'aient conclu un accord pour être traitées comme des clients non professionnels conformément à la section I, quatrième alinéa, de ladite annexe. Aux fins de l'application de la première phrase du présent point, si l'émetteur en fait la demande, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit lui communiquent la classification de leurs clients, sous réserve du respect de la législation sur la protection des données applicable* ».

¹¹ L'annexe II, section I, points 1) a), de la directive 2014/65/UE citée par le Règlement Prospectus vise entre autres les « *entreprises d'investissement* ». La gestion de portefeuille constitue un service d'investissement en application de l'Annexe I - Section A - de la directive 2014/65/UE et donc celui qui fournit ce service est une entreprise d'investissement. La gestion de portefeuille est définie à l'article 4 de la directive MIF comme « *la gestion discrétionnaire et individualisée de portefeuille incluant un ou plusieurs instruments financiers, dans le cadre d'un mandat donné par le client* ». Il en résulte que la personne qui fournit ce service est investisseur qualifié.

par les lois et règlements ne constitue pas, par elle-même, une offre au public au sens des articles L. 411-1 et L. 412-1 du code monétaire et financier. » . Ainsi, pour les augmentations de capital au profit des associés d'une société faisant l'objet d'une publicité visée par cet article, il était considéré qu'elles ne relevaient pas de l'interdiction de procéder à une offre au public, indépendamment de la nécessité d'établir ou non un prospectus.

Afin de clarifier ce point, il est proposé de reprendre expressément ce cas dans la liste des offres autorisées par nature dans le nouvel article L. 411-2 du code monétaire et financier. Serait ajouté le paragraphe suivant à la suite des placements privés et des offres de financement participatif : « *Par dérogation à l'article précédent, les offres au public suivantes sont autorisées : (...) 3. L'offre de titres de capital ou de parts sociales qui s'adresse exclusivement à des personnes ou entités qui ont déjà la qualité d'associés de la société émettrice de titres de capital ou des parts sociales offerts* ».

Cette disposition est nécessaire pour permettre aux sociétés (par actions ou de personnes) de continuer à réaliser des augmentations de capital alors que le nombre de leurs associés, au fur et à mesure des levées de fonds, a dépassé le seuil de 149 personnes – situation dans laquelle ils ne bénéficieraient plus de l'autorisation relative au cercle restreint d'investisseurs.

Il convient cependant de noter que, contrairement aux autres offres listées à l'article L. 411-2 (nouveau) du code monétaire et financier – les placements privés (mentionnés au 1 de cet article) et les offres de financement participatif (mentionnées au 2 de cet article) – les offres s'adressant exclusivement aux associés de l'émetteur (mentionnées au 3 de cet article) ne sont pas systématiquement dispensées, par le Règlement Prospectus de l'obligation de publier un prospectus. La loi française vient donc autoriser ces offres par nature qui, à défaut, tomberaient sous le coup de l'interdiction générale de procéder à une offre au public. Celles-ci demeurent soumises à l'obligation, le cas échéant, de publier un prospectus.

2.4. PRESENTATION DES MODIFICATIONS RELATIVES AUX OFFRES INFÉRIEURES A 8 M€ OU DONT LE TICKET D'ENTRÉE EST SUPÉRIEUR A 100 000 € (création de l'article L. 411-2-1 du code monétaire et financier)

Comme indiqué précédemment, le I de l'ancien article L. 411-2 du code monétaire et financier visait les offres définies par rapport à des seuils et portant sur certains titres financiers d'émetteurs autorisés à procéder à une offre au public. Il s'agissait des offres (i) dont le montant total était inférieur à 8 millions d'euros, (ii) dont le montant total par investisseur était supérieur à 100 000 € et (iii) dont la valeur nominale de chacun des titres offerts était supérieure à 100 000 €. Ces offres n'étaient pas considérées comme des offres au public.

Dans la mesure où ces dispositions visaient les émetteurs déjà autorisés à offrir leurs titres, il n'était pas nécessaire de les autoriser à nouveau dans le cadre de l'article L. 411-2 nouveau du code monétaire et financier.

En revanche, la suppression de ces dispositions rend nécessaires des mesures de coordination afin de demeurer à droit constant.

A titre d'exemple, l'article L. 228-51 du code de commerce oblige les émetteurs à désigner les représentants de la masse des obligataires dans le contrat d'émission lorsqu'ils émettent des obligations par voie d'offre au public. Cette obligation ne s'applique pas actuellement aux offres inférieures à 8 millions d'euros ou dont le ticket d'entrée est supérieur à 100 000 € car ces offres ne constituaient pas des offres au public conformément à l'ancien article L. 411-2 du code monétaire et financier. Afin que cette obligation de désignation des représentants de la masse ne devienne pas applicable à ces offres, il est nécessaire de prévoir une disposition explicite dans la loi qui les exonère de cette obligation. En vue de ne pas reprendre dans l'article L. 228-51 du code de commerce la rédaction assez longue présente au I de l'article L. 411-2 (ancien) du code de commerce, il apparaît souhaitable de mettre en facteur commun au niveau des articles « faïtières » relatifs au régime des offres au public la désignation

des offres concernées (offres inférieures à 8 millions d'euros ou dont le ticket d'entrée est supérieur à 100 000 €). Cela permet d'y faire renvoi à partir des autres codes lorsque nécessaire.

Il est donc proposé de reprendre dans un nouvel article L. 411-2-1 du code monétaire et financier les dispositions de l'ancien I de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier sous la forme suivante :

« Des conditions particulières peuvent être attachées aux offres au public de titres suivantes dont les seuils sont fixés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour les titres financiers et par décret pour les autres titres :

- 1. L'offre au public inférieure à un certain montant. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général ;*
- 2. L'offre au public dont les bénéficiaires acquièrent les titres pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un montant ;*
- 3. L'offre au public dont la valeur nominale de chacun des titres est supérieure à un montant. »*

Ce nouvel article L. 411-2-1 du code monétaire et financier permet avant tout de donner compétence au règlement général de l'AMF pour établir les seuils des catégories d'offres au public pouvant faire objet de conditions particulières, ou d'exonération d'exigences particulières. Il permet également d'éviter de reprendre l'ensemble de cette rédaction au niveau des différentes occurrences actuelles de la notion d'offre au public figurant dans les différents codes.

Pour les modifications rendues nécessaires afin de demeurer à droit constant, il serait ainsi fait référence à l'article L. 411-2-1 (nouveau) du code monétaire et financier. En reprenant l'exemple ci-dessus, il serait ajouté dans l'article L. 228-51 du code de commerce une disposition dispensant les offres inférieures à 8 millions d'euros ou dont le ticket d'entrée est supérieur à 100 000 € de désigner des représentants de la masse dans le contrat d'émission. Par ailleurs, afin de ne pas rendre cette obligation également applicable aux autres offres qui ne constituaient pas non plus - jusqu'à présent - des cas d'offre au public (placements privés, financement participatif) et qui désormais le deviendront, il serait aussi précisé que cette désignation des représentants de la masse n'est pas non plus obligatoire s'il est procédé à une offre relevant du 1 (placements privés) ou du 2 (financement participatif) de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier :

« Cette désignation n'est pas obligatoire lorsque les obligations font l'objet d'une offre au public mentionnée au 1 ou au 2 de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier ou à l'article L. 411-2-1 du même code ».

Les offres mentionnées au 1 et au 2 de l'article L. 411-2 (nouveau) du code monétaire et financier et à l'article L. 411-2-1 (nouveau) du code monétaire et financier sont toutes les offres qui étaient jusqu'à présent étaient mentionnées à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier.

Ainsi la référence à *« une offre au public mentionnée au 1 ou au 2 de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier ou à l'article L. 411-2-1 du même code »* permet de désigner en termes légistiques précis les offres qui jusqu'à présent en droit français n'étaient pas considérées comme des offres au public en application de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier.

Cette référence s'est avérée particulièrement utile pour indiquer que des dispositions applicables en cas d'offres au public demeurent inapplicables aux offres qui jusqu'à présent ne sont pas considérées comme des offres au public en application de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier, et qui demain seront qualifiées d'offres au public et mentionnées au 1 ou au 2 de l'article L. 411-2 (nouveau) du code monétaire et financier ou à l'article L. 411-2-1 (nouveau) du même code.

2.5. PRESENTATION DES MODIFICATIONS RELATIVES AUX EMETTEURS AUTORISES A PROCEDER A UNE OFFRE AU PUBLIC (article L. 411-3 du code monétaire et financier)

2.5.1. Présentation générale

Jusqu'à présent, l'article L. 411-3 du code monétaire et financier listait les titres financiers hors du champ de la Directive Prospectus et, en tant que tels, non soumis à l'obligation de publier un prospectus. Les offres portant sur ces titres étaient généralement considérées hors du champ du principe d'interdiction de procéder à une offre au public. Il s'agissait des titres financiers garantis par les Etats de l'Union européenne, émis par d'autres organismes publics (Banque centrale européenne ou banques centrales nationales), émis par certains OPC de type ouvert, etc.

Du fait de l'applicabilité directe du Règlement Prospectus, les dispositions énoncées à l'article L. 411-3 du code monétaire et financier, qui transposaient la directive, doivent être supprimées.

Pour autant, dès lors que le principe général d'interdiction de procéder à une offre au public a été étendu en droit national à toute personne ou entité, il convient de prévoir une autorisation pour permettre à certains émetteurs qui ne sont pas autorisés par une loi spéciale à pouvoir offrir au public leurs titres financiers de continuer de bénéficier de l'autorisation dont ils bénéficiaient. Il s'agit principalement (i) d'un certain nombre d'organismes publics (Etats, collectivités territoriales, institutions de l'Union européenne, organisations internationales, etc.), (ii) des parts ou actions d'organismes de placement collectif¹² et (iii) des titres offerts par des entités étrangères.

Il est proposé de regrouper à l'article L. 411-3 nouveau du code monétaire et financier les autorisations de procéder à une offre au public et à émettre des titres négociables pour les émetteurs non autorisés par une loi spéciale par ailleurs. Pour davantage de clarté, la rédaction concernant certains émetteurs a été alignée sur la rédaction du Règlement Prospectus lorsque cela était pertinent.

L'article L. 411-3 (nouveau) du code monétaire et financier prendrait la forme suivante :

Article L. 411-3 du code monétaire et financier

L'offre au public portant sur les titres financiers suivants est autorisée :

- 1. Des titres financiers émis par un Etat ;*
- 2. Des titres financiers garantis par un État;*
- 3. Des titres financiers émis par les collectivités territoriales d'un État et leurs groupements ;*
- 4. Des titres financiers émis par les institutions de l'Union européenne et les organisations internationales ;*
- 5. Des titres financiers émis par les établissements publics administratifs, par les établissements publics industriels et commerciaux et par les établissements publics de santé d'un l'Etat ou d'une collectivité territoriale ;*
- 6. Des titres financiers émis par les entreprises du secteur public ;*
- 7. Des titres financiers émis par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et la Caisse des dépôts et consignations ;*
- 8. Des titres de créances négociables émis par les groupements d'intérêt économique et les sociétés en nom collectif, composés exclusivement de sociétés par action ;*

¹² L'autorisation des organismes de placement collectif de procéder à une offre au public de leurs parts ou actions ne préjuge pas de la nécessité de publier un prospectus pour les fonds dits fermés, conformément au Règlement Prospectus.

9. *Des titres financiers émis par la caisse d'amortissement de la dette sociale instituée par l'article 1^{er} de l'ordonnance n°96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale ;*
10. *Des titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un État;*
11. *Des titres financiers d'organismes de placement collectif sans préjudice des dispositions qui leur sont applicables;*
12. *Des titres émis sur le fondement d'un droit étranger dès lors que la personne ou entité étrangère émettrice est autorisée par son droit à procéder à une telle opération et qu'elle présente des garanties équivalentes aux entités françaises autorisées. Les garanties à présenter portent sur les conditions de forme juridique et de capital requises pour procéder à une offre au public de titres financiers*

2.5.2. Le cas particulier des offres au public de titres étrangers

Jusqu'à présent, en l'absence de dispositions explicites afférentes aux offres au public de titres étrangers, il était considéré que des titres étrangers pouvaient être offerts au public en France sous réserve que l'émetteur ait été habilité par son droit national à procéder à une telle offre et remplisse des conditions équivalentes en termes de forme juridique et de capital à celles applicables aux sociétés françaises autorisées.

L'extension du principe d'interdiction à toutes les personnes et entités et non plus aux seules sociétés de droit français rend nécessaire d'explicitier dans la loi les conditions à respecter pour qu'une offre au public portant sur des titres étrangers puissent être proposée en France.

Il est donc envisagé de reprendre, dans la loi, les conditions communément admises afin de demeurer à droit constant. Par conséquent, les seules personnes ou entités étrangères autorisées à offrir leurs titres au public en France seraient celles (i) autorisées par leur droit à procéder à une offre au public et (ii) présentant des garanties équivalentes à celles des personnes et entités françaises autorisées, en termes de forme juridique et de capital. Cette précision serait apportée à la suite de l'article L. 411-3 (nouveau) du code monétaire et financier (cf. ci-dessus) afin de regrouper dans un même article toutes les règles relatives aux émetteurs autorisés à procéder à une offre au public qui, en principe, ne sont pas autorisés par une loi spéciale.

2.6. PRESENTATION DES MODIFICATIONS EFFECTUEES SUR LES OCCURRENCES DE LA NOTION D'OFFRE AU PUBLIC DANS LES LOIS ET DECRETS

Afin que la réforme du régime des offres au public s'effectue à droit constant, l'ensemble des occurrences relatives au régime des offres au public ont été identifiées au sein des dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Environ 120 occurrences de la notion ont été identifiées au niveau législatif et réglementaire (hors règlement général de l'AMF) dans des codes aussi variés que le code de commerce, le code monétaire et financier, le code forestier, le code rural, etc.

L'ensemble de ces occurrences figurent en Annexe 2. Certaines ont donné lieu à des ajustements afin de neutraliser l'impact des modifications opérées sur les articles « faitiers » relatifs au régime des offres au public (articles L. 411-1, 411-2 et 411-2-1 du code monétaire et financier). Ces ajustements permettent d'assurer que l'extension de la définition de l'offre au public n'entraîne pas d'exigences additionnelles à respecter pour les émetteurs de titres concernés.

Des aménagements identiques à ceux expliqués au paragraphe 2.4 ci-dessus se retrouvent dans les dispositions qui recourent à la notion d'« offre au public » telle qu'elle était précédemment définie aux articles L. 411-1 et L. 411-2 du code monétaire et financier.

Certaines dispositions ont fait l'objet d'une redéfinition de leur périmètre d'application et sont, dans l'ensemble, présentées ci-après.

2.7. MODIFICATIONS DES AUTRES OCCURRENCES

Alors que la réforme du régime des offres au public présentée dans le présent document s'effectue principalement à droit constant, certaines modifications s'en s'écartent pour trois raisons :

- Des ajustements ont été rendus nécessaires dans le cadre de travaux dits de « transposition négative » du Règlement Prospectus afin de supprimer des dispositions nationales qui entreraient dans le champ d'application du Règlement Prospectus. En effet, le Règlement Prospectus étant, par définition, d'applicabilité directe en droit national, ses dispositions viennent en principe se substituer aux dispositions de droit interne de niveau législatif et de niveau inférieur, qui constituaient jusqu'à présent des mesures de transposition de la Directive Prospectus.
- Des choix ont été opérés en vertu d'options offertes aux Etats membres par le Règlement Prospectus.
- D'autres ajustements ont été réalisés dans le contexte plus large de l'habilitation conférée au Gouvernement aux fins de moderniser la réglementation relative à l'offre au public.

Les paragraphes suivants présentent les principales modifications effectuées à ce titre.

2.7.1. Régime linguistique applicable au prospectus

Conformément à la Directive Prospectus, le régime linguistique applicable au prospectus était jusqu'à présent défini à l'article L. 412-1 du code monétaire et financier. Cet article disposait que le prospectus devait être rédigé en français ou « *dans les cas définis par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans une autre langue usuelle en matière financière* ».

L'article 27 du Règlement Prospectus maintient cette possibilité de déroger à l'obligation d'établir la documentation dans la langue officielle du pays de l'autorité compétente.

Afin de lever une ambiguïté concernant le périmètre de la documentation concernée, il est proposé de clarifier¹³ que non seulement le prospectus, mais également le document valant dispense de prospectus peuvent, dans certains cas, être rédigés dans une autre langue usuelle en matière financière. L'article L. 412-1 du code monétaire et financier emploierait désormais le terme de « *document d'information à établir en application du règlement UE n°2017/1129 du 14 juin 2017* » afin de faire référence à la fois au prospectus et aux documents valant dispense de prospectus.

2.7.2. Régime de responsabilité lié à l'établissement du prospectus

Jusqu'à présent, l'article 6 de la Directive Prospectus consacré à la « *responsabilité concernant le prospectus* » était transposé au I de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier et aux articles 212-14 à 212-16 du règlement général de l'AMF.

Désormais, l'article 11 du Règlement Prospectus fixe les principes en matière de responsabilité liés à l'établissement d'un prospectus. Il prévoit que les droits nationaux doivent veiller à se mettre en conformité sur plusieurs aspects, tout en leur laissant une marge de manœuvre¹⁴.

¹³ On observe par ailleurs que l'article E : « *Use of Language* » du projet de règlement délégué contenu dans le rapport final de l'avis technique de l'ESMA du 29 mars 2019 ([ESMA 31-62-1207](#)) prévoit, dans certains cas, la possibilité d'utiliser une langue autre que le français pour établir les documents valant dispense de prospectus en cas de fusion, scission, apport partiel d'actifs.

¹⁴ Article 11 du Règlement Prospectus : « *1. Les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations fournies dans un prospectus et dans tout supplément à celui-ci, 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. Le prospectus identifie clairement les personnes*

Afin de se conformer aux exigences du Règlement Prospectus, il est nécessaire de faire figurer dans la loi certains principes régissant la responsabilité liée à l'établissement du prospectus. Il est proposé à cet effet de reprendre, au II nouveau de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, des principes relatifs à la responsabilité liée à l'établissement du prospectus, qui figuraient jusqu'à présent, en partie, aux articles 212-14 et 212-15 du règlement général de l'AMF.

2.7.3. Document d'information à fournir par les SARL en cas d'émission d'obligations

Jusqu'à présent, l'article L. 223-11 du code de commerce prévoyait que les sociétés à responsabilité limitée (SARL) pouvaient émettre des obligations destinées exclusivement à un cercle restreint d'investisseurs ou à des investisseurs qualifiés.

Cette possibilité n'était ouverte qu'à la condition que la SARL mette à la disposition des souscripteurs une « *notice relative aux conditions de l'émission et un document d'information* » dont les modalités sont définies par les articles R. 223-7 à R. 223-9 du code de commerce.

Ce régime d'information est désormais contraire au règlement européen. Le Règlement Prospectus n'autorise en effet l'établissement d'un régime national d'information que pour les offres dont le montant total est inférieur à 8 millions d'euros et qui ne relèvent pas d'un des cas de dispense (offre aux salariés, offre à des investisseurs qualifiés, à moins de 150 personnes, etc.) à l'obligation d'établir un prospectus au titre de l'offre au public prévus au paragraphe 4 de l'article 1 du Règlement Prospectus.

En conséquence, il est proposé de supprimer l'alinéa 3 de l'article L. 223-11 ainsi que les articles R. 223-7 à R. 223-9 du code de commerce.

2.7.4. Suppression de l'obligation de diffusion de l'information réglementée par voie de presse écrite

L'article L. 621-7, IX du code monétaire et financier confère la compétence au règlement général de l'AMF pour déterminer : « IX. – *Les modalités d'exécution, par dépôt ou par diffusion par voie de presse écrite et par voie électronique ou par la mise à disposition gratuite d'imprimés, des obligations de publicité et d'information édictées par le présent code au titre de la transparence des marchés financiers et dans le cadre des opérations d'offre au public de titres financiers ou d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé* ».

Cette disposition, qui laisse entendre que le règlement général de l'AMF doit prévoir une obligation de diffusion par voie de presse écrite en complément d'une diffusion électronique, a été identifiée comme une mesure de surtransposition tant à l'égard de la réglementation « prospectus » que de la réglementation dite « transparence » qu'il a paru opportun de supprimer. Il est donc proposé la nouvelle rédaction suivante :

*IX. – Les modalités d'exécution, par dépôt ou par diffusion ~~par voie de presse écrite et par voie électronique ou par la mise à disposition gratuite d'imprimés,~~ des obligations de publicité et d'information édictées par le présent code au titre de la transparence des marchés financiers et dans le cadre des opérations d'offres au public de titres financiers **autres que celles mentionnées au 1 ou au 2 de***

responsables au titre du prospectus et, le cas échéant, de tout supplément à celui-ci par leur nom et leur fonction ou, lorsqu'il s'agit de personnes morales, par leur dénomination et leur siège statutaire, et contient une déclaration de leur part attestant que, à leur connaissance, les informations contenues dans le prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée.

2. Les États membres veillent à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité civile s'appliquent aux personnes responsables des informations fournies dans les prospectus.

Les États membres veillent cependant à ce qu'aucune responsabilité civile ne puisse incomber à quiconque sur la base du seul résumé prévu à l'article 7 ou du résumé spécifique établi dans le cadre d'un prospectus de croissance de l'Union prévu à l'article 15, paragraphe 1, deuxième alinéa, y compris de sa traduction, sauf:

*a) si son contenu est trompeur, inexact ou incohérent, lu en combinaison avec d'autres parties du prospectus ; ou
b) s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations clés permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans les valeurs mobilières. »*

l'article L. 411-2 ou à l'article L. 411-2-1 ou d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé.

2.7.5. Maintien de certains dispositifs d'information nationaux

Jusqu'à présent, les offres au public de parts sociales de banques mutualistes (L.512-1 du code monétaire et financier) ou de certificats mutualistes (L.322-26-8 du code des assurances) étaient, par un renvoi de la loi vers le règlement général de l'AMF, soumises à l'ensemble des règles applicables aux offres au public de titres financiers, à l'exception de certaines dispositions (passeport européen, modalités du calcul du montant de l'offre etc.). Cet assujettissement aux règles du régime des offres au public était opéré par le règlement général de l'AMF (articles 212-38 et suivants) qui lui-même se référait à des dispositions de niveau législatif.

Ce renvoi à lui seul revenait à imposer des obligations, dont certaines relèvent du niveau législatif (concernant la responsabilité liée à l'établissement du prospectus, par exemple), par le biais du règlement général de l'AMF.

Afin de clarifier le régime applicable aux offres au public de parts sociales de banques mutualistes et aux certificats mutualistes, il est proposé de créer un nouvel article L. 412-1-1 dans le code monétaire et financier qui regrouperait les obligations de niveau législatif relatives à ces titres (régime de responsabilité notamment) et qui renverrait au règlement général de l'AMF le soin de fixer les principes de niveau infra-législatif définissant le régime national d'information adapté à ce type d'offres au public.

L'ensemble de ces modifications sont essentiellement rédactionnelles et s'effectuent à droit constant.

2.7.6. Document d'information en cas de fusion, scission et apport partiel d'actifs

Le IV de l'article L. 621-8 (nouveau) du code monétaire et financier propose de maintenir une obligation de dépôt d'un document d'information en cas de fusion, scission ou apport partiel d'actif sur laquelle le Règlement est silencieux. Ce document ne serait pas visé par l'AMF mais pourrait faire l'objet d'un contrôle en vertu de l'article 32 du Règlement Prospectus. Ce document devrait ainsi être déposé à l'AMF avant d'être rendu public, afin de prendre en compte d'éventuelles observations des services de l'AMF, notamment si le document ne répond pas aux exigences requises pour bénéficier de la dispense de prospectus.

Seules les opérations significatives relèveraient de cette obligation de dépôt préalable, c'est-à-dire celles donnant lieu à l'admission sur le marché réglementé de 20 % de titres supplémentaires par rapport à ceux déjà admis.

Le rapport final¹⁵ de l'avis technique de l'ESMA relatif au projet de règlement délégué relatif au contenu minimal du document d'exemption de prospectus souligne l'importance d'un dispositif de ce type : *« ESMA notes that the PR is silent on the means and timing of publication of the Exempted Document. Therefore, if Member States do not take actions at national level to impose additional requirements to address these elements, NCAs may not know when and where an Exempted Document is published. Consequently, their ability to act, without delay in cases of non-compliance with the content set out in the Commission's Delegated Act may be compromised ».*

2.7.7. Sanctions applicables en cas d'offre au public irrégulière

Concernant les sanctions pénales, les dispositions applicables en cas d'offre au public irrégulière ne paraissent jusqu'alors pas cohérentes. En particulier, subsistaient deux dispositions pénales aux articles L. 252-10 et L. 244-3 du code de commerce, lesquelles visaient respectivement les dirigeants de groupements européens d'intérêt économique (GEIE) et de sociétés par action simplifiées (SAS), alors mêmes que les dirigeants des autres émetteurs ne pouvaient pas voir leur responsabilité pénale

¹⁵ Document de l'ESMA en date du 29 mars 2019 (ESMA 31-62-1207)

engagée du fait d'une offre au public irrégulière, y compris lorsque l'offre au public portait sur des titres émis par des sociétés à responsabilité illimitée.

Il est donc proposé de procéder à une uniformisation des sanctions applicables en cas d'offre au public irrégulière, en supprimant les dispositions pénales applicables aux dirigeants de GEIE, qui ne sont d'ailleurs exigées par aucun texte de valeur supra-législative, et aux dirigeants de SAS. Les seules sanctions applicables aux offres au public irrégulières seront désormais de nature civile et administrative.

Concernant les sanctions administratives, le Règlement Prospectus impose aux Etats membres de prévoir des sanctions pécuniaires applicables aux personnes morales d'un montant maximal au moins égal à « 3% du chiffre d'affaires annuel total de la personne morale tel qu'il ressort des derniers états financiers approuvés par l'organe de direction ».

Afin de respecter cette exigence et d'assurer une cohérence avec les sanctions prévues en cas de violations d'autres textes européens en matière financière, il est proposé que l'article L. 621-15 III bis 5° bis du code monétaire et financier prévoie que, comme pour les violations d'autres textes européens, le montant maximal des sanctions applicables à la personne morale en cas de violation des dispositions résultant du Règlement Prospectus pourra être porté à 15% du chiffre d'affaires total de la personne sanctionnée.

2.7.8. Offres au public dans le cadre de projets de production d'énergie renouvelable

L'article L. 314-28 du code de l'énergie autorise les sociétés coopératives régies par la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 à offrir au public leurs parts dans le cadre d'un projet de production d'énergie renouvelable.

Dans un objectif de protection des épargnants, il est proposé de limiter cette faculté aux sociétés coopératives constituées sous forme de sociétés par actions ou de sociétés à responsabilité limitée afin de corriger une faille dans cette réglementation qui permet à des coopératives constituées sous forme de société de personnes (société civile, société en nom collectif), lesquelles donnent lieu à une responsabilité illimitée (au-delà du montant de l'investissement), de s'adresser au public. L'article L. 314-28 du code de l'énergie serait modifié en conséquence et l'article R. 314-71 supprimé, dans la mesure où les nouveaux articles L.411-1 et suivants sont désormais applicables aux offres de parts sociales.

2.7.9. Pouvoirs d'enquête et de sanction de l'AMF

Jusqu'à présent, l'article L. 621-9 du code monétaire et financier n'octroyait pas de pouvoirs d'enquête à l'AMF pour les offres réalisées sous la forme d'un placement privé ou dont le ticket d'entrée était supérieur à 100 000 €. De même, l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ne conférait pas de pouvoirs de sanction à la Commission des sanctions de l'AMF lorsque des manquements avaient été commis dans le cadre de ces opérations.

Or, le Règlement Prospectus n'exclut pas de son champ d'application¹⁶ les offres de placement privé ni les offres dont le ticket d'entrée est supérieur à 100 000 €.

Bien que ces offres soient dispensées de l'obligation de publier un prospectus¹⁷, le point a) du paragraphe 5 de l'article 22 du Règlement Prospectus prévoit que : « 5. Dans le cas où des informations importantes sont communiquées par un émetteur ou un offreur et adressées oralement ou par écrit à

¹⁶ Le Règlement Prospectus « ne s'applique pas » à certains types de valeurs mobilières limitativement énumérés l'article 1 paragraphe 2, comme, par exemple, « les titres autres que de capital émis par un État membre ». Ce Règlement s'applique bien, en revanche, aux offres de placement privé et aux offres dont le ticket d'entrée est supérieur à 100.000 €. Les notions d'applicabilité du Règlement Prospectus et d'exemption de prospectus au titre de ce même Règlement sont deux notions distinctes.

¹⁷ Cela résulte de l'article 1 paragraphe 4, points a) à d) du Règlement Prospectus.

un ou plusieurs investisseurs sélectionnés, ces informations sont, [...] communiquées à tous les autres investisseurs auxquels cette offre s'adresse dans le cas où la publication d'un prospectus n'est pas requise conformément à l'article 1er, paragraphe 4 ou 5; »

Le Règlement Prospectus impose par ailleurs aux Etats membres de prévoir des dispositions permettant aux autorités compétentes de disposer de pouvoirs d'enquête et de sanction pour l'ensemble des obligations prévues par celui-ci.

En conséquence, les articles relatifs à la compétence de l'AMF en matière d'enquête et de sanction ne peuvent pas exclure de leur champ d'application les offres de placement privé ni les offres dont le ticket d'entrée est supérieur à 100 000 €.

En effet, l'AMF doit avoir compétence pour enquêter et, le cas échéant, prononcer des sanctions pour faire assurer le respect des dispositions du Règlement Prospectus qui sont applicables aux émetteurs qui réalisent des offres de placement privé ou des offres dont le ticket d'entrée est supérieur à 100 000 €.

2.8. PRESENTATION DE LA CLAUSE DE « GRAND PERE » PREVUE DANS LE REGLEMENT PROSPECTUS

L'article 46 paragraphe 3 du Règlement Prospectus dispose que :

« Un prospectus approuvé conformément au droit national transposant la directive 2003/71/CE avant le 21 juillet 2019 continue de relever de ce droit national jusqu'à la fin de sa validité ou jusqu'à la fin d'une période de douze mois à compter du 21 juillet 2019, la date retenue étant la plus proche ».

Cette clause de « grand-père » prévoit le maintien, pendant une période transitoire, de l'ensemble des règles nationales applicables au prospectus issues de la transposition de la Directive Prospectus.

Pour autant, le droit national qui ne concerne pas le prospectus n'a pas vocation à être couvert par cette clause de « grand père » à l'occasion de l'entrée en vigueur de la réforme. Pour les émetteurs relevant de dispositions régies par l'article 46 paragraphe 3 du Règlement Prospectus, il conviendra donc d'appliquer immédiatement, sans bénéfice de la clause de « grand père », les textes, tels qu'amendés, qui ne constituaient pas une mesure de transposition de la Directive Prospectus. La difficulté vient du fait que le droit français utilise la notion d'« offre au public », telle que définie par la réglementation prospectus, dans des domaines qui ne sont pas régis par la réglementation prospectus (pour les besoins, par exemple, du droit des sociétés français).

Ainsi, par exemple, l'article L. 228-51 du code de commerce qui prévoit une obligation de désigner les représentants de la masse des porteurs d'obligations dans le contrat d'émission s'il est procédé à une « offre au public », sera désormais rédigé ainsi :

Rédaction actuelle	Nouvelle rédaction issue de l'ordonnance
<p>Article L. 228-51 du code de commerce</p> <p>Les représentants de la masse sont désignés dans le contrat d'émission ou par l'assemblée générale des obligataires ou, à défaut, par décision de justice, à la demande de tout intéressé.</p> <p>Lorsque les obligations sont offertes au public au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, les premiers représentants de la masse sont désignés dans le contrat d'émission.</p>	<p>Article L. 228-51 du code de commerce</p> <p>Les représentants de la masse sont désignés dans le contrat d'émission ou par l'assemblée générale des obligataires ou, à défaut, par décision de justice, à la demande de tout intéressé.</p> <p>Lorsque les obligations sont offertes au public au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, les premiers représentants de la masse sont désignés dans le contrat d'émission. Cette désignation n'est pas obligatoire pour les offres au public mentionnées aux 1 et 2 de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier et à l'article L. 411-2-1 du même code.</p>

La nouvelle rédaction de l'article L. 228-51 du code de commerce sera applicable dès l'entrée en vigueur de la réforme. La clause de « grand-père » prévue par le Règlement Prospectus n'aura aucun effet sur cette disposition dans la mesure où elle ne constituait pas une mesure de transposition de la Directive Prospectus. En effet, la Directive Prospectus ne prévoyait rien sur la désignation des représentants de la masse en cas d'offre au public.

Ainsi, au regard de cette nouvelle disposition, l'offre d'obligations à des investisseurs qualifiés sera bien, désormais, une offre au public.

Cependant, en application de la dernière phrase insérée à l'article L. 228-51 par le projet d'ordonnance, l'obligation de désignation des premiers représentants de la masse dans le contrat d'émission continuera de ne pas être applicable dans ce cas.

Afin de donner plein effet aux dispositions de l'article 46 paragraphe 3, il est prévu que l'ordonnance précise :

*« Les dispositions de la présente ordonnance, entrent en vigueur à compter du lendemain de sa publication au journal officiel, **sans préjudice des** dispositions de l'article 46(3) du règlement 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE ».*

* *

*

La présente consultation vise à recueillir l'avis des parties prenantes et des personnes intéressées sur les projets de textes présentés, notamment sur :

- les modifications apportées aux articles « faïtiers » régissant les offres au public (articles L. 411-1, 411-2, 411-2-1 et L. 411-3 (nouveaux) du code monétaire et financier) ;**
- l'identification des occurrences de la notion d'offre au public au niveau législatif et réglementaire ;**
- les modifications apportées, en vue de demeurer à droit constant, aux textes comportant une référence à la notion d'offre au public ; et**
- les textes dont une modification est proposée sur des aspects autres que ceux liés aux conséquences de l'adoption d'une nouvelle conception de la notion d'offre au public.**

Les observations et commentaires des répondants peuvent être formulés dans la troisième colonne du tableau joint en Annexe 2.

La consultation est ouverte du 17 avril 2019 au 17 mai 2019.

Annexe 1 – Articles faïtiers

Article 1841 du code civil

Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une **offre au public de titres financiers**, d'émettre des titres négociables ou de procéder à **une offre au public**, au sens de **l'article L. 411-1 du code monétaire et financier**, de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis.

Article L. 411-1 du code monétaire et financier

Il est interdit aux ~~sociétés~~ **personnes ou entités** n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public, **au sens du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017**, de titres, **au sens du dernier alinéa du présent article**, ~~financiers ou de parts sociales~~, **ou** d'émettre des titres négociables ~~ou de procéder à une offre au public, au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier~~, de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ~~ou parts sociales~~ émis.

Il est également interdit à toute personne ou entité de procéder à une offre au public portant sur les titres d'une autre personne ou entité n'ayant pas elle-même été autorisée par la loi à faire offre au public de ses titres, à peine de nullité des contrats conclus.

Les titres soumis au principe d'interdiction de procéder à une offre au public énoncé au présent article et précisé par les autres dispositions du présent chapitre sont :

- Les titres financiers ;
- Les parts sociales ;
- Les valeurs mobilières au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 44) de la directive 2014/65/UE.

Article L. 411-2 du code monétaire et financier (version Loi Pacte - 15 mars 2019)

(...) II.- **Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1** l'offre qui s'adresse exclusivement :

1. Aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ;

2. 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.(...)

I bis.- **Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1** l'offre :

1° Qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du II de l'article L. 211-1 qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;

2° Et qui est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

Article L. 411-2 du code monétaire et financier

Par dérogation aux dispositions de l'article précédent mais sans préjudice du principe d'interdiction d'émettre des titres négociables, les offres au public suivantes sont autorisées à toutes personnes ou entités :

~~[1. L'offre qui s'adresse exclusivement aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ;]~~

1. L'offre **de titres** qui s'adresse exclusivement à ~~des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre~~ **ou à des investisseurs qualifiés**. Un investisseur qualifié est une personne **définie à l'article 2, point e) du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017** ~~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 ;

2. L'offre :

~~1~~-a) Qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du II de l'article L. 211-1 qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;

~~2~~-b) Et qui est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

~~3~~ c) Et dont le montant total est inférieur à un montant fixé par décret. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans

<p>3° Et dont le montant total est inférieur à un montant fixé par décret. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. La société qui procède à l'offre ne peut se prévaloir des dispositions de l'article L. 232-25 du code de commerce. Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, la société dans laquelle elle détient des participations ne peut pas se prévaloir de cette même disposition.</p>	<p>des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.</p> <p>La société qui procède à l'offre ne peut se prévaloir des dispositions de l'article L. 232-25 du code de commerce. Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, la société dans laquelle elle détient des participations ne peut pas se prévaloir de cette même disposition.</p> <p>3. L'offre de titres de capital ou de parts sociales qui s'adresse exclusivement à des personnes ou entités qui ont déjà la qualité d'associés de la société émettrice des titres de capital ou des parts sociales offerts.</p>
<p>Article L. 411-2 du code monétaire et financier (version Loi Pacte - 15 mars 2019)</p> <p>I.- Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1 l'offre qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du II de l'article L. 211-1, lorsqu'elle porte sur des titres que l'émetteur est autorisé à offrir au public et :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Dont le montant total est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général ; 2. Ou lorsque les bénéficiaires de l'offre acquièrent ces titres 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. Ou lorsque la valeur nominale de chacun de ces titres financiers est supérieure à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers 	<p>Article L. 411-2-1 du code monétaire et financier</p> <p>Des conditions particulières peuvent être attachées aux offres au public de titres suivantes dont les seuils sont fixés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour les titres financiers et par décret pour les autres titres :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. L'offre au public inférieure à un certain montant. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général ; 2. L'offre au public dont les bénéficiaires acquièrent les titres financiers pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un montant ; 3. L'offre au public dont la valeur nominale de chacun des titres financiers est supérieure à un montant.

<p>Article L. 411-3 du code monétaire et financier</p> <p>Ne sont pas soumises aux dispositions du présent titre l'offre ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé :</p> <ol style="list-style-type: none">1. De titres financiers inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un Etat membre de l'Union européenne ou par un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;2. De titres financiers émis par un organisme international à caractère public dont la France fait partie ;3. De titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;4. De titres financiers émis par un OPCVM ou un FIA relevant des paragraphes 1, 2, 3 et 6 de la sous-section 2, de la sous-section 3 et de la sous-section 4 de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II ;5. De titres de créances négociables d'une durée inférieure ou égale à un an;6. De titres financiers, autres que des titres de capital, émis d'une manière continue ou répétée par un établissement de crédit, lorsque le montant total de l'offre dans l'Union européenne est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, ce montant étant calculé sur une période de douze mois, pour autant que ces titres financiers:<ol style="list-style-type: none">a) Ne soient pas subordonnés, convertibles ou échangeables ;	<p>Article L. 411-3 du code monétaire et financier</p> <p>L'offre au public portant sur les titres financiers suivants est autorisée :</p> <ol style="list-style-type: none">1. Des titres financiers émis par un Etat ;2. Des titres financiers garantis par un État ;3. Des titres financiers émis par les collectivités territoriales d'un État et leurs groupements ;4. Des titres financiers émis par les institutions de l'Union européenne et les organisations internationales ;5. Des titres financiers émis par les établissements publics administratifs, par les établissements publics industriels et commerciaux et par les établissements publics de santé d'un l'Etat ou d'une collectivité territoriale ;6. Des titres financiers émis par les entreprises du secteur public ;7. Des titres financiers émis par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et la Caisse des dépôts et consignations ;

b) Ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de titres financiers et ne soient pas liés à un contrat financier.

8. Des titres de créances négociables émis par les groupements d'intérêt économique et les sociétés en nom collectif, composés exclusivement de sociétés par action ;
9. Des titres financiers émis par la caisse d'amortissement de la dette sociale instituée par l'article 1^{er} de l'ordonnance n°96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale ;
10. Des titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un État ;
11. Des titres financiers d'organismes de placement collectif sans préjudice des dispositions qui leur sont applicables ;
12. Des titres émis sur le fondement d'un droit étranger dès lors que la personne ou entité étrangère émettrice est autorisée par son droit à procéder à une telle opération et qu'elle présente des garanties équivalentes aux entités françaises autorisées. Les garanties à présenter portent sur les conditions de forme juridique et de capital requises pour procéder à une offre au public de titres financiers.