

Marché boursier

Le développement des *Private Investments in Public Equity**



YVES
RUTSCHMANN
Avocat à la Cour
associé
Bredin Prat

Les opérations de *Private Investments in Public Equity* (ou PIPEs) constituent de nouvelles formes d'opérations de capital-investissement. La récente réforme des valeurs mobilières qui vise notamment à favoriser une libéralisation de leur régime pourrait inciter les praticiens à mettre plus souvent en œuvre ce type d'opération.



BENJAMIN
KANOVITCH
Avocat à la Cour
Avocat au Barreau
de New York
Bredin Prat

DÉPUIS LES ANNÉES 1990 AUX États-Unis et plus récemment en France, se sont développées de nouvelles formes d'opérations de capital-investissement, les opérations de *Private Investments in Public Equity* (ou PIPEs). Un PIPE se définit comme un investissement sous forme de placement privé de titres de capital ou donnant accès au capital d'une société cotée, réservé à un ou plusieurs investisseurs institutionnels ou fonds d'investissement. Ces opérations se situent à la frontière entre le placement privé (*private placement*) et l'offre au public (*public offering*). Les valeurs mobilières souscrites par les investisseurs (ou les sous-jacents) pourront en effet être librement cédées sur le marché, immédiatement ou à terme. Du point de vue d'un émetteur, le PIPE permet de renforcer ses fonds propres dans des délais rapides et à



DIDIER MARTIN
Avocat à la Cour
associé
Bredin Prat

coût financier et humain réduit par rapport à une opération de marché, notamment lorsque les conditions de marché sont peu favorables. En contrepartie, il est fréquent que ces opérations soient réalisées sur la base d'une décote sur le cours de bourse et de termes et conditions globalement favorables aux investisseurs.

UNE ALTERNATIVE AUX MODES DE FINANCEMENT TRADITIONNELS

Bien qu'il offre une alternative aux modes de financement traditionnels, le PIPE reste moins utilisé en Europe qu'aux États-Unis. Certains commentateurs américains l'expliquent par la rigidité du droit des sociétés en Europe. Ce commentaire est probablement

excessif. Toutefois, la récente réforme des valeurs mobilières, qui vise notamment à favoriser une libéralisation du régime des valeurs mobilières, pourrait inciter les praticiens à mettre en œuvre ce type d'opération. En effet, l'ordonnance du 24 juin 2004 assouplit et unifie le régime des valeurs mobilières complexes ou composées. Ensuite, elle introduit en droit français les actions de préférence, inspirées des *preferred shares* américaines. Les émetteurs auront ainsi la possibilité d'émettre des actions « avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent » (article L. 228-11 du Code de commerce).

Ce nouveau régime devrait en principe favoriser la réalisation de PIPEs par les sociétés françaises. Toutefois, en l'absence de travaux parlementaires, il reviendra au pouvoir réglementaire de préciser la portée de certaines dispositions législatives à l'occasion de l'adoption du décret d'application ou par voie de réponses ministérielles. Plus généralement, il est à craindre qu'une interprétation doctrinale parfois trop restrictive des disposi-

* Une version plus longue de cette présentation sera publiée dans le prochain numéro de Banque & Droit, daté janvier-février 2005. Elle comprendra notamment une analyse sur les possibilités de structurer ces opérations sous forme d'actions de préférence ou de valeurs mobilières composées.

1. Un marché américain à maturité

Le montant global des opérations de PIPEs réalisées aux États-Unis depuis 1995 est estimé à près de 100 milliards de dollars. L'année 2000 a été la plus importante en volume avec près de 25 milliards de dollars. Après une diminution significative lors de l'année 2001 due à la crise des valeurs technologiques, les statistiques des opérations sur les années 2002 et 2003 ont signalé une reprise de l'activité (plus de 1 000 opérations pour un

montant global de 16,6 milliards de dollars pour 2002 et plus de 1 300 opérations pour un montant global de 18,9 milliards de dollars pour 2003).

La taille moyenne d'un PIPE en 2003 était de 14 millions de dollars. Cependant, le nombre de sociétés importantes (capitalisation boursière de plus d'un milliard de dollars) ayant réalisé un PIPE dans l'année est en constante augmentation. À l'origine,

ces opérations portaient principalement sur des sociétés de technologie. Les investisseurs s'intéressent désormais à l'ensemble des secteurs, y compris les plus traditionnels. Les émetteurs ont ainsi trouvé une alternative au marché boursier secondaire qui leur donne accès à une base d'investisseurs discrets, prêts à réaliser des opérations dans des délais parfois très réduits (sans que le management ait à participer à un *road show*) et dont le coût est souvent inférieur à celui

des commissions réclamées par les *underwriters* dans le cadre des opérations de marché. En outre, pour certaines sociétés de petite taille, en difficulté ou en transition, l'appel au marché boursier est simplement inenvisageable malgré leur statut de société cotée. Par nécessité ou par choix, un nombre croissant de sociétés cotées américaines a donc recours à des opérations de placement privé pour obtenir les fonds propres dont elles ont besoin.

tions les plus novatrices, notamment celles concernant les actions de préférence, constitue un frein à la créativité des praticiens.

Afin de mieux cerner les implications juridiques des opérations de PIPEs, il convient d'étudier les contraintes juridiques traditionnelles auxquelles ces opérations sont soumises.

LA PRATIQUE DES PIPEs

Les risques pris par les investisseurs dans le cadre d'une opération de PIPE sont très différents de ceux pris habituellement dans le cadre d'opérations plus classiques de *private equity*. Généralement, ces dernières supposent que le nouvel actionnaire modifie de façon significative la stratégie, la taille ou le fonctionnement de l'activité de la cible. Or, un PIPE est souvent un investissement minoritaire dans une société cotée. Aussi, l'impact des investisseurs sur la définition de la stratégie de la société par ses dirigeants sera en principe limité. La pratique a toutefois développé un certain nombre d'outils permettant aux investisseurs d'être intégrés à la prise de décision au sein de la société (par exemple, représen-

tation dans les organes de gestion, droits de veto, droits à l'information). On observe par ailleurs une certaine uniformisation de ces accords conclus avec la société et/ou ses actionnaires minoritaires, ceux-ci devant être rendus publics en vertu de la réglementation boursière américaine.

Les valeurs mobilières émises et leurs termes financiers varient considérablement en fonction du type d'émetteur (*start-up*, *mid-cap*, *large-cap*) et du type d'investisseurs. On distingue les investisseurs selon leurs perspectives d'in-

vestissement, à court terme i.e. douze mois voire moins (*hedge funds*, fonds d'arbitrage), ou à moyen terme, i.e. trois à cinq ans (fonds de capital-investissement, investisseurs institutionnels, couramment appelés *fundamental investors*). Ces derniers n'effectuent

L'ÉMERGENCE DU MARCHÉ FRANÇAIS

généralement pas d'opérations de couverture dans le cadre de leurs investissements ce qui, en pratique, limite considérablement le risque de tensions à la baisse sur le titre à la suite de la réalisation de l'opération.

Selon la presse économique, « *les experts sont unanimes : les PIPEs sont amenés à poursuivre leur progression* »¹. On dénombre, en effet, une vingtaine d'opérations de type « PIPE » en France

“ Les risques pris par les investisseurs dans le cadre d'une opération de PIPE sont très différents de ceux pris dans le cadre d'opérations plus classiques de private equity. ”

entre 2002-2003². Il s'agit principalement d'opérations de restructuration financière de sociétés en difficulté. Les deux premières opérations de ce type ont été, en 2002, l'investissement d'un montant de 32 millions d'euros par Newbury ventures, Technoven-

2. Toxic PIPES

Le développement des PIPES aux États-Unis a toutefois été accompagné de certaines critiques de la part de l'autorité boursière américaine (SEC) et des petits porteurs. La SEC a ainsi récemment annoncé qu'elle allait débiter une enquête sur une vingtaine d'opérations soupçonnées d'avoir donné lieu à des délits d'initié de la part de fonds spéculatifs (*hedge funds*). Sans préjuger du résultat de ces enquêtes, certains commentateurs notent qu'à mesure que les opérations de PIPES sont devenues plus populaires, elles ont attiré des investisseurs et intermédiaires de moindre réputation. En

outre, certains types de PIPES ont été considérés comme « toxiques » (*Toxic PIPES*) tant pour l'émetteur que pour ses actionnaires. En effet, les investisseurs souscrivent les titres sur la base d'une décote parfois trop importante sur le cours de bourse, ce qui a souvent pour effet de tirer à la baisse le cours, au moins à court terme. Ce mouvement baissier est parfois accentué par les investisseurs eux-mêmes qui, pour se couvrir du risque sur l'opération, vendent à découvert (*short sale*) les actions de l'émetteur. En outre, il n'est pas rare que les titres souscrits par les investisseurs incluent une « *guaranteed*

reset provision » (ratio de conversion révisable) qui modifie le ratio de conversion des titres convertibles en actions ordinaires (généralement, *convertible preferred shares* ou *convertible bonds*) souscrits par les investisseurs pour tenir compte de la baisse du cours de l'action ordinaire après réalisation du PIPE. La mise en œuvre d'une telle clause a pour effet un accroissement massif de la dilution engendrée par le PIPE pour les actionnaires existants, ce qui aura à son tour pour conséquence une diminution du cours de bourse. Ce cercle vicieux dénoncé par les petits porteurs et la presse financière est souvent

qualifié de « *death spiral* » (spirale mortelle).

Toutefois, les commentateurs notent que cette spéculation excessive n'a pas remis en cause le développement du marché des PIPES aux États-Unis et ce, grâce à l'influence positive des émetteurs et investisseurs de premier plan. Récemment, les PIPES ont surtout porté sur des émissions d'actions ordinaires (éventuellement accompagnées de bons de souscription d'actions, *warrants*) ou de titres convertibles en actions ordinaires (*preferred convertible stock* ou *convertible debt*) avec un ratio de conversion fixe.

tures et DB capital ventures (filiale de la Deutsche Bank) dans Highwave optical technologies SA (société cotée au nouveau marché) par voie d'émission réservée d'Océanes assorties de bons de souscription d'actions, et l'investissement d'un montant de 7 millions d'euros par Viventures Partners dans la société Cast software SA (société cotée au nouveau marché), par voie d'émission réservée d'obligations convertibles en actions. Selon l'Association française des investisseurs en capital (Afic), le montant moyen d'une opération de PIPE en 2003 était de 6,6 millions d'euros.

Une part importante de ces opérations de refinancement est ouverte au public. Récemment, la société Bull a ainsi procédé à une augmentation de capital par émission d'actions ordinaires (avec maintien du droit préférentiel de souscription) pour un montant global de 44 millions d'euros. Un grou-

pe d'investisseurs (notamment Axa private equity et Artemis), s'était alors engagé à souscrire une partie de ces actions, Bull étant tenu d'attribuer « à ces investisseurs les actions qui n'auraient pas été souscrites par les autres actionnaires au titre de leurs DPS, dans la limite de 72,31 % de ces actions non souscrites ». Certains actionnaires de la société avaient d'ailleurs pris des engagements de souscription à hauteur d'un montant égal à 33,9 % du montant de l'augmentation de capital.

Ce type d'opérations correspond à des situations dans lesquelles un émetteur est dans l'impossibilité de financer son activité ou refinancer sa dette en ayant recours au marché boursier. Il s'agit de la forme « classique » du PIPE, dans laquelle les fonds d'investissement prennent le relais des marchés qui s'intéressent peu ou pas aux petites capitalisations (notamment les « valeurs technolo-

giques ») ou qui ne souhaitent pas participer à des opérations de refinancement trop risquées.

DUE DILIGENCE

Il est désormais usuel pour les investisseurs (et leurs conseils) d'effectuer certaines diligences (*due diligence*) avant de procéder à une opération. Le contenu de cette *due diligence* doit bien évidemment être adapté à chaque opération ; toutefois, le périmètre de cet exercice (notamment sur le plan financier, opérationnel, juridique et fiscal) et ses modalités (vérification sur pièces, entretiens avec les dirigeants, préparation d'un rapport) ont été encadrés par la pratique.

Le règlement général de l'autorité des marchés financiers (AMF) prévoit notamment que « [T]out émetteur ou toute autre personne agissant pour le compte de celui-ci qui prépare une opération financière susceptible d'avoir une incidence

significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération» (article 222-7 alinéa 1^{er}) et «[S]i la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si l'émetteur et la personne mentionnée à l'alinéa précédent sont en mesure de préserver cette confidentialité, elles peuvent prendre la responsabilité d'en différer la publication» (article 222-7 alinéa 2). En outre, l'utilisation d'une information privilégiée est prohibée sous peine de sanc-

tions pénales ou administratives.

En raison de ces contraintes juridiques, le processus de *due diligence* sur des sociétés cotées est généralement plus court et parfois moins complet. Il est vrai que l'information publique sur une société cotée permet de préparer en amont cet exercice afin de le rendre plus efficace pour les investisseurs. La Commission des opérations de bourse (avant de devenir l'Autorité des marchés financiers) a également encadré les procédures de *data-room* organisées par une société cotée en vue de la cession d'une participation par l'un de ses actionnaires (recommandation

COB 2003-01). Bien que, dans le cadre d'un PIPE, les investisseurs souscrivent des titres directement auprès de l'émetteur, il serait prudent de suivre les recommandations des autorités de marché dans la mesure où des informations confidentielles et/ou privilégiées seront transmises aux investisseurs. Selon cette recommandation COB, une *data-room* sera limitée à la cession de participations significatives (le caractère significatif sera apprécié en fonction de la taille de la participation cédée et/ou de son caractère stratégique), sécurisée par la conclusion d'accords de confidentialité et réservée

3. L'exemple de « l'investissement stratégique » de Silver Lake Partners dans Thomson

Le 22 juillet 2004, Thomson a annoncé avoir conclu avec le fonds d'investissement Silver Lake Partners (SLP, spécialisé dans les valeurs technologiques) un accord relatif à l'investissement par ce dernier d'un montant de 500 millions de dollars par voie de placement privé d'Océanes remboursables en 2010. Cette opération a été réalisée le 16 septembre 2004 après obtention d'un visa de l'AMF sur le prospectus relatif à l'admission des actions sous-jacentes et approbation de l'opération par l'assemblée générale extraordinaire de Thomson.

Le résumé de certaines caractéristiques des Océanes en question est reproduit ci-dessous :
Rang : Les obligations constituent une dette subordonnée non garantie de Thomson.
Ratio de conversion :

1 000 actions pour chaque obligation convertible ou échangeable d'une valeur nominale de 21 660 US\$ (ce qui équivaut à un prix de conversion/échange de 17,5 € par action).

Conversion/échange : Les obligations ne seront convertibles ou échangeables qu'à la suite de celui des événements suivants qui survient le premier : la publication des résultats financiers consolidés et audités pour l'exercice social 2005 ou le 31 mars 2006, sous réserve de certaines exceptions comme un changement de contrôle, la révocation de l'administrateur représentant SLP ou la survenance d'un cas de défaut.

Mécanismes d'ajustement :
• similaires aux mécanismes habituels en droit français d'ajustement ;
• ajustement intégral pour tous dividendes.

Remboursement au gré du porteur :

- après le quatrième anniversaire de la date d'émission à la valeur nominale (augmentée des intérêts courus non encore payés) ;
- en cas de changement de contrôle : à 101 % de la valeur nominale (augmentée des intérêts courus mais non encore payés). Changement de contrôle résultant d'une offre publique hostile : le montant le plus élevé de 101 % de la valeur nominale (augmentée des intérêts courus mais non encore payés) ou de la contrepartie qui aurait été obtenue sur conversion ou échange puis apport à l'offre.

Représentation au Conseil d'administration :

- un administrateur (ou un censeur en cas de révocation de l'administrateur) ;
- en cas de révocation dans certaines circonstances de l'administrateur représen-

tant de SLP, les porteurs d'obligations auront le droit d'exiger de Thomson le remboursement des obligations à 101 % de leur valeur nominale (augmentée des intérêts courus et non payés).

Les termes et conditions des Océanes reflètent le partenariat ainsi mis en place entre une société industrielle cotée et un fonds d'investissement. Sur une base post-conversion, les Océanes représenteraient approximativement 7,5 % du capital de Thomson, SLP devenant ainsi le premier actionnaire de Thomson.

Par ailleurs, en raison de sa spécialisation sectorielle, SLP a vocation à contribuer à l'élaboration de la stratégie des sociétés dans lesquelles il a investi. À notre connaissance, il s'agit de la première opération de cette importance réalisée sur le marché français.

aux personnes témoignant un intérêt sérieux d'acquérir.

Conformément aux principes décrits ci-dessus, l'annonce d'une opération interviendra après signature de la documentation définitive par voie de communiqué de presse qui sera transmis à l'AMF au plus tard au moment de sa publication. Toutefois, l'émetteur sera tenu de communiquer sur l'opération en amont de la signature de la documentation définitive s'il n'est plus en mesure d'assurer la confidentialité des négociations en cours. En cas de « rumeurs persistantes et convergentes induisant une forte perturbation sur le cours, il est de la responsabilité de l'entreprise de communiquer ou non »³.

“ Les termes du PIPE ayant été négociés de gré à gré entre les investisseurs et l'émetteur, l'augmentation de capital sera en principe réservée aux investisseurs en question. ”

De telles perturbations sur le marché ou la communication par l'émetteur pourront en pratique rendre plus difficile, voire remettre en cause, le lancement de l'opération dont les termes financiers sont bien souvent déterminés sur la base du cours de bourse avant annonce de l'opération.

OPA OBLIGATOIRE, EXCEPTIONS ET DÉROGATIONS

Une des particularités d'un investissement dans une société cotée réside dans l'obligation pour les investisseurs de déposer une offre publique obligatoire visant l'ensemble des titres de capital ou donnant accès au capital de cette société dans certaines hypothèses et notamment si, agissant seuls ou de concert, ils venaient à détenir plus du tiers des titres de capital ou plus du tiers des droits de vote de cette société. Cette obligation s'applique quelles que soient les circonstances du franchissement

de ce seuil du tiers et dans la mesure où les titres ainsi souscrits ou acquis confèrent des droits de vote. Si l'opération porte sur des obligations convertibles ou échangeables en actions ou des actions de préférence sans droit de vote, ces dispositions n'auront vocation à s'appliquer qu'au jour où les titres seront convertis ou échangés en actions conférant des droits de vote.

L'AMF pourra toutefois autoriser un franchissement de seuil du tiers sans imposer le dépôt d'un projet d'offre publique, dans l'hypothèse d'un franchissement de seuil temporaire ou lorsque le franchissement de seuil résulte d'une mise en concert avec un actionnaire important de la société, sans

modifications significative du contrôle de la société. Cette deuxième hypothèse semble particulièrement adaptée aux PIPEs dont la logique est parfois l'adossement d'un partenaire financier à un actionnaire de contrôle. En outre, l'AMF peut accorder des dérogations à l'obligation de dépôt d'une offre publique en cas de souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires ou lorsqu'un tiers, agissant seul ou de concert, détient la majorité des droits de vote de la société.

En pratique, les investisseurs qui souhaiteraient bénéficier de l'une de ces exceptions et dérogations devront prendre contact de façon informelle avec les services de l'AMF en amont de l'annonce de l'opération permettant ainsi à l'AMF de statuer préalablement au lancement de l'opération.

APPROBATION PAR L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

Les termes du PIPE ayant été négociés de gré à gré entre les investisseurs et l'émetteur, l'augmentation de capital sera en principe réservée aux investisseurs en question. Une telle opération suppose l'approbation expresse de l'augmentation de capital réservée à des personnes nommément désignées par l'assemblée générale extraordinaire de l'émetteur, laquelle se réunira entre l'annonce de l'opération (*signing*) et sa réalisation effective (*closing*). L'assemblée se prononcera sur le prix de souscription (ou les conditions de détermination de ce prix) sur la base d'un rapport spécial du commissaire aux comptes et d'un rapport du conseil d'administration ou du directoire. Si les investisseurs possèdent des actions de la société à la date de l'assemblée, ils ne pourront pas participer au vote relatif à cette opération. En outre, le nouvel article L. 228-15 du Code de commerce prévoit que la procédure d'approbation des avantages particuliers aura vocation à s'appliquer en cas d'émission d'actions de préférence au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés, selon une interprétation donnée par le Garde des Sceaux. Cette disposition vise toute émission réservée que les bénéficiaires soient ou non actionnaires préalablement à la réalisation de l'opération.

L'obligation de recourir à l'approbation expresse de l'assemblée générale extraordinaire constitue une contrainte importante pour ce type d'opérations, notamment en termes de calendrier. Le régime des délégations par l'assemblée générale extraordinaire au conseil d'administration et au directoire ayant été profondément modifié par la loi de sécurité financière (LSF) du 1^{er} août 2003 et par l'Ordonnance, la question est de savoir si l'augmentation de capital relative à un PIPE pourrait être approu-

vée par le conseil d'administration ou le directoire sur la base d'une délégation préalable de l'assemblée générale extraordinaire. Depuis la LSF (dont les dispositions ont été sur ce point retouchées par l'Ordonnance), l'assemblée générale extraordinaire peut réserver une augmentation de capital à une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées, la liste exacte des bénéficiaires étant arrêtée par le conseil d'administration ou le directoire. L'émission doit être réalisée dans un délai de 18 mois à compter de la décision de l'assemblée générale extraordinaire. À ce stade, il nous paraît difficile que ce type de délégation de l'assemblée puisse en pratique être utilisé pour autoriser un PIPE en amont. Le Code de commerce impose, en effet, que l'assemblée se soit prononcée sur le prix de souscription (ou les conditions de fixation de ce prix) alors que, par hypothèse, les termes de l'opération ne sont pas figés au moment où l'assemblée se réunit. La notion de « *catégorie de personnes* » n'a pas fait l'objet d'une définition légale ou jurisprudentielle ; toutefois, l'AMF a attiré l'attention des émetteurs sur « *l'obligation faite aux assemblées générales extraordinaires d'actionnaires d'arrêter elles-mêmes, à peine de nullité, les caractéristiques précises auxquelles doivent répondre la ou les catégories de personnes bénéficiaires d'une augmentation de capital réservée avec suppression du droit préférentiel de souscription* ». L'AMF a ainsi considéré que « *la seule référence à la catégorie d'investisseurs qualifiés n'apparaît pas, à cette égard, suffisante. En effet, les personnes morales, agissant pour compte propre, qui entrent dans l'énumération du décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998, sont extrêmement nombreuses et diverses* ».

Dans le cadre d'opérations qui ne sont pas réservées aux investisseurs (généralement des opérations de refinancement), le nou-

veau régime des délégations de l'assemblée générale au conseil d'administration accorde une flexibilité accrue aux sociétés cotées, que ces opérations soient réalisées avec ou sans droit préférentiel de souscription au bénéfice des actionnaires existants. La règle du « dix parmi les vingt » relative aux augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription avec appel public à l'épargne a ainsi été abrogée. L'article L. 225-136 du Code de commerce renvoie désormais à un décret pris après consultation de l'AMF le soin de déterminer les modalités de fixation du prix d'émission. L'Ordonnance a également introduit une disposition autorisant les sociétés à émettre annuellement, et sans contrainte particulière de prix, des actions représentant 10 % du capital de la société.

VISA DE L'AMF SUR LE PROSPECTUS

Lorsque le PIPE prend la forme d'un placement privé, les parties peuvent réaliser l'opération sans intervention préalable de l'AMF. Constituent un placement privé, l'émission ou la cession d'instruments financiers auprès d'investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint d'investisseurs. Sous réserve de respecter les caractéristiques d'un placement privé (ce qui dans le cas, d'un PIPE pose rarement de difficultés), le calendrier de l'opération pourra donc être raccourci. Toutefois, un PIPE suppose que les titres souscrits par les investisseurs (ou les titres sous-jacents) soient admis aux négociations sur un marché réglementé au moment de l'opération ou à terme. L'admission est prononcée par Euronext qui s'assurera notamment que les titres ont des chances raisonnables d'être négociés dans des conditions de liquidité et de sécurité suffisantes. Sauf cas de dispense, cette admission aux négociations requiert l'obtention d'un visa de l'AMF sur une note d'opération

portant sur cette admission. Le visa interviendra en pratique préalablement à l'assemblée générale extraordinaire qui approuvera les termes de l'opération. Dans le contexte d'un PIPE, il est envisageable d'obtenir de l'AMF une dispense de visa lorsque l'opération respecte les caractéristiques suivantes : l'émission est réservée à un petit nombre de bénéficiaires, les actionnaires ont reçu une information suffisante et l'assemblée générale extraordinaire s'est tenue moins d'un an avant réalisation de l'opération et l'opération porte sur des titres représentant « *moins de 10 % des instruments financiers de même catégorie déjà admis aux négociations sur un marché réglementé, en nombre, en valeur boursière estimée ou en montant nominal* ». En raison de cette règle des 10 % (article 211-13 du règlement général de l'AMF), cette dispense n'aura, en principe, vocation à être mise en œuvre que dans le cadre d'une opération portant sur des actions ordinaires et non sur des actions de préférence ou des valeurs mobilières composées dont la souscription aura été réservée aux investisseurs.

UNE SOUPLESSE ACCRUE

Le nouveau régime des valeurs mobilières (et notamment celui des actions de préférence) issu de l'ordonnance offrira davantage de souplesse dans la conception d'une opération d'investissement dans une société cotée. Les émetteurs français pourront ainsi optimiser la gestion de leurs fonds propres en ayant recours, notamment, à des modes de financement alternatifs, tels que les PIPEs. Espérons que ce nouveau texte nourrisse la créativité des praticiens de la finance et du droit. ■

1 Les sociétés cotées se tournent vers le « Pipe », Les Echos, 14 septembre 2004.

2 AFIC Formation (Association Française des Investisseurs en Capital), PIPE : réelle opportunité ou effet de mode, 22 octobre 2003.

3 Charte de Communication CLIFF/SFAF préparée avec le concours des cabinets Bredin Prat et PricewaterhouseCoopers, avril 2003.