La réforme de l'appel public à l'épargne

Henri Brandford Griffith **Laurent Sablé**

Avocats à la cour
Veil, Armfelt, Jourde, La Garanderie

Longtemps critiquée, la notion d'appel public à l'épargne a fait l'objet récemment d'une réforme d'ensemble visant à en clarifier les contours. Cette réforme tant attendue (1) est importante à double titre. En effet, d'une part, le statut de «*émetteur faisant appel public à l'épargne*» impose des obligations permanentes en matière d'information du marché, afin d'assurer l'égalité des détenteurs de titres en application de la loi du 24 juillet 1966 et du décret du 23 mars 1967 (2). D'autre part la notion d'appel public à l'épargne délimite le champ d'intervention de la Commission des opérations de bourse (ci-après la «Cob») (3).

Le régime antérieur faisait l'objet de multiples critiques tant des praticiens que de la doctrine. Sensible aux arguments apportés par différents intervenants et relayés par la consultation de place initiée par la Cob en 1996, le législateur, par la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant DDOEF, a opéré une refonte d'ensemble du régime de l'appel public à l'épargne qui se caractérise par une redéfinition de la notion d'appel public à l'épargne et la reconnaissance du placement privé.

Dans le cadre de cette étude, seront successivement étudiés le nouveau champ d'application de l'appel public à l'épargne (**I**), puis le régime du placement privé (**II**).

I Le nouveau champ d'application de l'appel public à l'épargne

1. Rappel du régime antérieur

Avant son abrogation par l'article 6 de la loi du 2 juillet 1998, l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 présumait l'appel public à l'épargne dès lors que l'un des critères alternatifs suivants était rempli (4) :
- l'admission aux négociations sur un marché réglementé,
- ou le recours à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissements,
- ou le recours à des procédés de publicité quelconque,
- ou le démarchage.

Pour sa part, la Cob utilisait la notion différente d'offre au public, notamment dans son règlement n° 92-02 relatif à l'offre au public de valeurs non cotées. Aux termes de ce règlement, l'émetteur devait établir un prospectus lors d'émissions ou de cessions de telles valeurs, soumis au visa de la Cob dans le cas d'une émission et à dépôt préalable dans le cas d'une cession. La Cob a par ailleurs considéré que les présomptions légales de l'article 72 devaient être complétées par la notion d'«*étendue effective des titres dans le public*» et que, selon ce critère, le caractère public de l'offre résultait d'une diffusion des titres au-delà d'un cercle de 300 personnes.

L'incohérence de ces textes, l'interprétation qui en a été faite (5) et le maintien du critère quantitatif ont fait l'objet de multiples critiques.

En effet, la majorité des praticiens et des organismes représentatifs professionnels ont considéré que cette situation n'était pas satisfaisante parce qu'elle était fondée sur une conception contestable de l'appel public à l'épargne (6).

Par ailleurs, il a été soulevé qu'aucune définition claire de la sortie de l'appel public à l'épargne n'était posée par un texte législatif ou réglementaire (7). Relayant ces critiques, la Cob a initié une consultation de place en 1996 et a proposé une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne (8).

2. Le nouveau champ d'application de l'appel public à l'épargne

S'inscrivant à la fois dans un cadre législatif et réglementaire (9), la réforme a consisté en une modification du périmètre de l'appel public à l'épargne tout en consacrant la possibilité d'en sortir.

Cette série de textes conduit à substituer une définition légale claire de l'appel public à l'épargne aux présomptions qui caractérisaient le régime précédent Il résulte en effet de

l'article 30 de la loi du 2 juillet 1998 que l'article 6-I de l'ordonnance de 1967 est ainsi modifié : «*L'appel public à l'épargne est constitué par :*
- «l'admission d'un instrument financier mentionné à l'article 1er de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières aux négociations sur un marché réglementé ;
- «ou par l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement.»

La réforme a entraîné une extension du champ d'application de l'appel public à l'épargne pour les raisons suivante.

Tout d'abord, l'abrogation de l'article 72 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et la substitution du mot «*émetteur*» au mot «*société*» étendent la notion d'appel public à l'épargne au-delà des sociétés commerciales.

Ensuite, la notion d'instrument financier englobe non seulement l'ancienne notion de valeur mobilière mais aussi les actions ou parts d'Opcvm, les instruments financiers à terme et les titres de créance négociables. On relèvera toutefois que ceux-ci continuent à être régis par la réglementation qui leur est propre (10).

Enfin, la deuxième branche de la définition légale apporte des novations. En effet, le régime antérieur distinguait les opérations de cession (lesquelles ne faisaient l'objet que d'un simple dépôt de prospectus) des opérations d'émission pour lesquelles une procédure de visa était nécessaire. L'inclusion dans le nouveau champ d'application de la loi des cessions d'instruments financiers reprend la notion d'offre publique mentionnée dans la directive CEE du 17 avril 1989.

Cette définition abandonne une méthode subjective d'appréhension de l'appel public à l'épargne au profit d'une méthode purement objective et a pour conséquence d'opérer une distinction entre «*opération par appel public à l'épargne*» et «*émetteur faisant appel public à l'épargne*» (11).

Cette nouvelle définition a notamment pour conséquence de faire disparaître l'appel public à l'épargne dit «*passif*». En effet, une société dont le nombre d'actionnaires venait à s'accroître naturellement au-delà d'un certain seuil (300 avant la réforme) entrait mécaniquement dans le champ d'application de l'appel public à l'épargne par le jeu des présomptions résultant de l'approche quantitative qui avait été reconnue (appel public à l'épargne dit «*passif*»). Il est heureux que la réforme ait permis de ne plus soumettre au régime contraignant de l'appel public à l'épargne les sociétés dont l'actionnariat franchissait ce seuil par le simple fait de successions ou de partage, notamment.

3. La sortie de l'appel public à l'épargne

Dans le régime antérieur, et en l'absence de régime spécifique, la Cob a été amenée à élaborer un questionnaire type aux termes duquel une société faisant appel public à l'épargne pouvait démontrer qu'elle était devenue une société fermée (12). En pratique, la Cob se fondait essentiellement sur le seuil de diffusion des titres (tant que la société possédait plus de 300 actionnaires, la Cob avait tendance à considérer qu'elle ne s'était pas refermée), sur le poids des minoritaires ainsi que sur les moyens de publicité et de démarchage des actionnaires.

Afin de rompre avec cette démarche empirique source d'insécurité pour les émetteurs, les praticiens réclamaient un régime spécifique relatif à la sortie de l'appel public à l'épargne (13). L'un des apports de la réforme a été de répondre aux aspirations des intervenants et d'organiser formellement la sortie du statut de société faisant appel public à l'épargne.

A cet égard, l'article 6. III de l'ordonnance modifiée par la loi du 2 juillet 1998 dispose que le règlement Cob fixant les modalités d'information des opérations d'appel public à l'épargne «*précise également par ailleurs les modalités et les conditions dans lesquelles une personne morale peut cesser de faire appel public à l'épargne*».

L'article unique de ce règlement précise que : «*les émetteurs qui ont acquis le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne peuvent quitter ce statut aux trois conditions suivantes :*
- «les instruments financiers mentionnés à l'article 1er de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières ne sont pas ou ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé,
- «les instruments financiers visés ci-dessus qui ont fait l'objet d'une opération par appel public à l'épargne sont répartis entre moins de 100 personnes,
- «les instruments financiers visés ci-dessus n'ont pas fait l'objet d'une opération par appel publique à l'épargne dans l'année qui précède, ou ont fait l'objet d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.»

Ce texte appelle les commentaires suivants :
- les critères définis par la Cob sont cumulatifs et non alternatifs (14) ;
- dorénavant, la sortie du statut d'appel public à l'épargne ressort de la responsabilité du seul émetteur, par opposition au régime précédent qui soumettait la sortie de l'appel public à l'épargne à une appréciation prétorienne de la Cob.

Enfin, des mesures de publicité sont organisées afin d'informer les actionnaires de la sortie de l'appel public à l'épargne, le règlement disposant que : «*La perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne prend effet à compter de la date de publication d'un avis au Bulletin des annonces légales et obligatoires. Cette publication est suivie, dans le délai d'un mois, d'un envoi nominatif aux actionnaires ou de la publication d'un communiqué dans un quotidien d'information financière de diffusion nationale, sous la responsabilité de l'émetteur.*»

Techniquement, c'est donc la date de publication au Balo qui fait perdre à l'émetteur son statut même si, curieusement, la Cob impose certaines obligations (envoi nominatif aux actionnaires ou publication d'un communiqué) à des sociétés qui, stricto sensu, ont déjà perdu le statut de sociétés faisant appel public à l'épargne.

4. Les questions en suspens

- ***L'appel public à l'épargne dissident ou contraint***

La loi ayant inclus les cessions de titres dans les opérations d'appel public à l'épargne conformément à la directive CEE du 17 avril 1989 (15), la réforme peut aboutir à ce que l'initiative d'un actionnaire minoritaire (qualifié de «*dissident*») qui viendrait à céder, sans l'accord de l'actionnaire majoritaire ou des dirigeants, un nombre important de titres dans le public puisse conférer à l'émetteur le statut de société faisant appel public à l'épargne, contre son gré.

On rappellera que ce statut n'est pas neutre au regard des obligations qui seraient alors imposées à l'émetteur. En conséquence, ainsi que l'a relevé le rapporteur de la loi à l'Assemblée nationale (16), il peut sembler sévère de faire supporter à une société les conséquences de la démarche individuelle de l'un de ses actionnaires.

Certes, l'expérience montre que les opérations de mise sur le marché dissidentes sont assez rares (17). Toutefois, cette solution n'est pas satisfaisante au plan des principes. En effet, il peut apparaître choquant pour le juriste que des obligations lourdes soient mises à la charge d'un émetteur contre son gré (18).

En outre, en marge de l'appel public à l'épargne dissident se pose la question de l'appel public à l'épargne contraint. A titre d'exemple, une société non cotée qui souhaiterait lancer une offre publique sur une société cotée pourrait entrer contre sa volonté dans le champ d'application de l'appel public à l'épargne, dans la mesure où elle émettrait des instruments financiers.

En effet, la société initiatrice d'une offre pourrait, par exemple, émettre un certificat de valeur garantie (CVG) sur les titres de la cible. Or, la nature juridique du CVG a été précisée par le CMF dans sa décision n° 98-12 du 1er juillet 1998 (19) qui a considéré que, pour l'application de l'article 4-1-32 de son règlement général, le CVG entrait dans la catégorie des titres de créance. Prenant appui sur cette décision, la doctrine la plus récente analyse le CVG comme un instrument financier (20). Dès lors, l'émission ou la cession dans le public de CVG entre par nature dans le nouveau champ d'application de l'appel public à l'épargne, bien que la société émettrice soit non cotée et que les titres sous jacents soient ceux de la société cible.

Il semblerait opportun, au regard des lourdes contraintes imposées par le régime de l'appel public à l'épargne, d'opérer une distinction en ne retenant dans le champ d'application de cette dernière que les émissions ou les cessions complexes de titres sous-jacents de la société émettrice et non pas ceux de la cible.

- ***L'absence de réforme du démarchage et de la réglementation de la sollicitation du public en vue d'opérer sur un marché étranger***

La réforme de l'appel public à l'épargne a souligné, une fois de plus, la nécessité de réformer le cadre du démarchage (21). En l'état actuel du droit positif, la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 réglemente le démarchage. Aux termes de cette loi : «*Constituent des activités de démarchage :*
- «le fait de se rendre habituellement au domicile ou sur le lieu de travail de personnes en vue de conseiller la souscription ou l'achat de valeurs mobilières ;
- «les offres ou les conseils faits dans le même but et de façon habituelle par l'envoi de lettres ou circulaires ou par communication téléphonique».

Or, aux termes de l'article 5 de la loi de 1972, est notamment interdit :
- «*le démarchage en vue d'opérations à terme aussi bien dans les bourses françaises que dans les bourses étrangères,*
- «le démarchage en vue d'opérations sur des valeurs mobilières étrangères lorsque leur émission ou leur vente en France est soumise à une autorisation préalable (22) et que celle-ci n'a pas été obtenue et
- «le démarchage en vue d'opérations sur des valeurs non admises aux négociations sur un marché réglementé».

On rappellera que la sanction est celle applicable au délit d'escroquerie qui est sanctionné, conformément à l'article 313-1 du code pénal, par cinq ans d'emprisonnement et 2 500 000 francs d'amende.

Or, le recours au démarchage pour effectuer un placement – public ou privé – est expressément autorisé dans le cadre de la réforme.

Dans le même ordre d'idées, l'article 18 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme prévoit que «*le public ne peut être sollicité, sous quelque forme que ce soit, directement ou indirectement, en vue d'opérations sur un marché étranger de valeurs mobilières [...] que lorsque le marché a été reconnu*». Le décret du 25 octobre 1990 prévoit, en l'état actuel de la réglementation, qu'une liste arrêtée par le ministre de l'Economie définit les marchés étrangers pour lesquels la sollicitation est autorisée. A titre d'exemple, on relèvera que la liste arrêtée sur le fondement de ce décret n'a pas reconnu le New York Stock Exchange.

Dès lors, se pose la question de la cohérence des textes anciens avec la nouvelle réglementation. On rappellera que dès 1995, la proposition de loi portant transposition de la DSI avait proposé un ensemble de dispositions législatives portant réforme du démarchage, mais que ces dispositions n'ont pas été retenues dans le texte final (23).

- ***Les émissions de sociétés non cotées avec suppression du droit préférentiel de souscription***

On relèvera que la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales n'est pas adaptée aujourd'hui à l'émission de titres de capital dans le cadre d'un placement privé. En effet, et nonobstant l'abrogation de l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966, seules deux procédures d'augmentation de capital sont possibles si l'émetteur ne souhaite pas réaliser une opération d'appel public à l'épargne :
- augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (24) ;
- augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription mais au profit d'une personne dénommée.

En effet, le risque subsiste que l'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription puisse être considérée, compte tenu de la nouvelle rédaction de l'article 6.I de l'ordonnance (émission dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement), comme étant constitutive d'appel public à l'épargne.

II L'introduction du placement privé

1. Rappel du régime antérieur

La législation antérieure ne tenait pas compte de la pratique des placements privés : celle-ci reposait essentiellement sur les principes dégagés par la Cob dans son rapport pour 1985 (25). Interrogée par une banque anglo-saxonne, qui souhaitait informer par télex ses clients français de la vente d'actions par le Gouvernement britannique, la Cob a estimé qu'une telle opération n'était pas constitutive d'appel public à l'épargne ni d'un démarchage financier, à condition :
- «*que le télex et le prospectus envoyés sur demande des investisseurs institutionnels précisent que les différentes informa-*

tions contenues ne devaient pas être fournies au public et que la vente des actions en France n'était pas autorisée,
- «que les investisseurs institutionnels contactés soient des caisses de retraites, des compagnies d'assurance, la Caisse des dépôts ou des établissements de crédit agissant pour leur compte à l'exclusion de tout FCP ou Sicav,
- «que le nombre de ces investisseurs reste inférieur à 300,
- «qu'aucun bulletin de souscription ne soit joint au prospectus».

Dès lors, les investisseurs ont multiplié les opérations de placement en fonction des principes dégagés par la Cob. Celle-ci a constaté que les investisseurs avaient tendance à la consulter a priori sur des opérations de placement auxquelles elle répondait de manière empirique, au cas par cas. Cette pratique n'était pas pour clarifier le régime du placement privé (26).

C'est pourquoi tant la Cob (lassée de conforter les investisseurs par la délivrance d'une opinion juridique sur la conformité de cette opération aux règles de l'appel public à l'épargne) que les praticiens ont souhaité que soit instauré un critère clair de distinction entre le placement privé et l'appel public à l'épargne.

2. *Les apports de la réforme*

L'un des points majeurs de la réforme a été de consacrer dans notre droit positif la notion de placement privé. A cet égard, l'article 6.I de l'ordonnance de 1967 dispose que : «*Toutefois, l'émission ou la cession d'instruments financiers auprès d'investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint ne constitue pas une opération par appel public à l'épargne, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre*».

Ce texte suscite quelques réflexions tenant tant à la qualification d'investisseur qualifié, qu'à la définition du cercle restreint et à la sortie du placement privé.

- ***La qualité d'investisseur qualifié***

Aux termes de l'article 6.II : «*Un investisseur qualifié est une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories auxquelles doivent appartenir les investisseurs qualifiés est définie par décret (27)*».

Le décret du 1er octobre 1998 prévoit deux catégories d'investisseurs qualifiés :
- les investisseurs qualifiés par nature ou statutaires (28),
- les investisseurs qui, s'ils remplissent certaines conditions (telles qu'un total de bilan supérieur à 1 milliard de francs pour les sociétés commerciales (29)), doivent entreprendre une démarche volontaire pour devenir investisseur qualifié ; la décision des organes sociaux est rendue opposable par une publication au Balo (30).

Enfin, bien que les Opcvm ne soient pas des investisseurs qualifiés au sens propre du terme, la loi dispose qu'ils sont «*réputés agir en qualité d'investisseurs qualifiés*».

On relèvera que les investisseurs qualifiés par le décret ne sont que des personnes morales de droit français (31). A cet égard, la consultation de place initiée par la Commission des opérations de bourse (32) et certains parlementaires (33) a fait ressortir la volonté de certains intervenants de permettre à des personnes physiques remplissant certaines conditions d'être des investisseurs qualifiés (34). Toutefois, le gouvernement n'a pas retenu cette demande de la place, en qualifiant cette approche de censitaire (35).

En outre, l'étude de la loi fait ressortir que la seule appartenance mécanique à l'une des catégories instituées par le décret est en elle-même insuffisante. Il faut que l'investisseur qualifié dispose «*des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers*». Cette condition supplémentaire fait bien apparaître l'approche qualitative et prudentielle souhaitée en la matière par le législateur (36).

C'est donc une approche restrictive de la notion d'investisseur qualifié qui a été retenue, contrairement à la conception du «*Qualified Institutional Buyer*» qui prévaut aux Etats-Unis (37).

- ***La définition du cercle restreint***

«*Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, liées aux dirigeants de l'émetteur par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial. Sont réputés constituer de tels cercles ceux composés d'un nombre de personnes inférieur à un seuil fixé par décret (38)*».

En premier lieu, on peut observer que la définition du cercle restreint a fait l'objet d'interprétations divergentes (39).

En effet, une première conception a considéré que cette notion recouvrait deux cercles : d'une part un nombre limité d'investisseurs quelconques, non liés aux dirigeants ou, d'autre part, un nombre plus important d'investisseurs liés aux dirigeants (40).

Une autre conception n'a vu dans cette notion qu'un seul cercle : des investisseurs en tout état de cause liés aux dirigeants sans limitation numérique mais avec le jeu d'une présomption portant sur l'existence d'un lien personnel, en dessous du seuil de 100 personnes.

Il apparaît que la lettre définitive du texte fait prévaloir cette deuxième conception dès lors que la loi précise que le cercle restreint est celui qui comprend des personnes liées, quel que soit leur nombre (41), le seuil de 100 personnes ne constituant qu'une présomption (42).

Par ailleurs, les relations personnelles exigées avec les dirigeants de l'émetteur (43) doivent avoir un caractère professionnel ou familial. Cela amène les commentaires suivants :
- les conditions tenant d'une part au caractère personnel des relations et d'autre part à leur caractère professionnel ou familial sont cumulatives. A cet égard, on relèvera que le texte final est plus restrictif que la version initiale du projet (44) ;
- par ailleurs, on notera que le décret n'a pas précisé ces notions de caractère personnel, professionnel ou familial. Outre les différentes interprétations tenant notamment à l'inclusion ou non des salariés dans cette notion (cf. infra), on peut s'interroger sur l'étendue de ces notions. A titre d'exemple, le texte ne précise pas à quel degré de parenté s'arrête la notion de relation à caractère familial (45).

Enfin, le seuil de 100 personnes constitue une présomption qui renverse la charge de la preuve au profit de l'émetteur. Dès lors, au-delà de ce seuil, l'initiateur du placement devra être en mesure de justifier qu'il offre des instruments financiers à des personnes liées aux dirigeants au sens de la loi (46).

La différence majeure entre le placement privé effectué au profit d'investisseurs qualifiés et celui réalisé dans un cercle restreint tient au fait que dans cette deuxième hypothèse, le recours à la publicité semble prohibé par la nature

même du cercle restreint. En effet, le recours à la publicité apparaît antinomique à la notion de relation personnelle, qu'elle soit professionnelle ou familiale (47).

A titre de condition supplémentaire, les investisseurs acquérant des titres dans le cadre d'un placement privé doivent impérativement agir pour compte propre. Selon la doctrine (48), la notion de compte propre au sens du décret doit s'identifier avec la notion du titre II du règlement général du Conseil des marchés financiers (49). Selon cette analyse, agir pour compte propre signifie ni plus ni moins agir pour son propre compte.

L'objectif est d'éviter la fraude à l'appel public à l'épargne en ce que les investisseurs qualifiés ou les membres du cercle restreint ne seraient que des intermédiaires favorisant l'acquisition indirecte des instruments financiers par les personnes n'ayant pas la qualité pour participer au placement privé.

On relèvera néanmoins que l'article 1er III du décret du 1er octobre 1998 a prévu une exemption à cette règle en précisant que les investisseurs qualifiés statutaires et les sociétés de gestion peuvent agir pour le compte d'autres investisseurs qualifiés ou d'Opcvm, sans que cette faculté ne soit ouverte aux membres des cercles restreints.

3. *Les questions en suspens*

Un certain nombre de points n'ont été abordés ni par la loi ni par les textes réglementaires d'application, ce qui pourrait entraîner des difficultés d'application de la réforme.

- ***La sollicitation des salariés***

La réforme n'a pas abordé la question de la sollicitation des salariés par des sociétés non cotées. Or la nouvelle loi fait apparaître trois cercles de placement :
- les opérations de proximité (placement de sociétés non cotées sans recours à la publicité, au démarchage ou des établissements de crédit, par exemple, augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription) ;
- les opérations avec appel public à l'épargne (parmi lesquelles certaines ont exemptées de prospectus (50)) ;
- l'exemption à l'appel public à l'épargne : le placement privé.

Dès lors, les opérations destinées aux salariés regroupées dans un PEE (51) investi en titres non cotés ressortent nécessairement de l'un des trois cercles.

Il ressort de la loi du 2 juillet 1998 que le seul fait de recourir à la publicité, au démarchage ou à une banque suffit à considérer que l'on s'adresse au public, sans qu'il soit utile de distinguer quelle cible est visée (52). Dès lors, il conviendra de s'interroger, au cas par cas, si la société a eu recours à l'une des trois techniques d'information indiquée.

Dans la majorité des cas, l'information donnée aux salariés (conformément aux dispositions du code du travail) ne peut être assimilée à une publicité, qui doit s'adresser à un public. Par ailleurs, le démarchage suppose une sollicitation personnelle, une démarche active et un conseil. Enfin, dans la plupart des cas, les banques ou prestataires de services d'investissement se cantonnent à un rôle administratif et de gestion des PEE, sans être mandatés pour contacter chaque salarié.

En conséquence, les opérations d'offres de titres aux salariés ne seront pas, la plupart du temps, constitutives d'appel public à l'épargne et entreront dans le premier des trois cercles (opérations de proximité).

Toutefois, il peut arriver que l'entreprise fasse de la publicité ou ait recours à une banque pour solliciter ses salariés. Dans cette hypothèse, il y aurait appel public à l'épargne. Il conviendra alors de regarder si l'opération pourrait entrer dans le troisième cercle et bénéficier ainsi des dérogations prévues pour le placement privé, la question ne se posant pas pour les sociétés employant moins de 100 personnes et qui bénéficient de la présomption posée par la loi.

Dans les autres cas, selon une première approche, la notion de «*relations personnelles, à caractère professionnel*» pourrait s'appliquer (53). Dès lors, l'opération entrerait dans le troisième cercle et constituerait une exception au champ d'application de l'appel public à l'épargne.

Mais certains praticiens considèrent que la seule existence du contrat de travail ne suffit pas à caractériser les relations personnelles à caractère professionnel (54). En conséquence, l'opération pourrait être constitutive d'appel public à l'épargne.

Enfin, selon une dernière analyse, il convient de distinguer selon la taille de l'entreprise. Un dirigeant d'une PME, même si son effectif est supérieur à 100 personnes, peut conserver des relations personnelles avec ses salariés tandis que le dirigeant d'un groupe important ne pourrait, en pratique, entretenir de telles relations avec la totalité des employés de son groupe (55).

Devant ces incertitudes, il est permis de regretter que l'offre de titres aux salariés n'ait pas fait l'objet d'une disposition spécifique qui permette de trancher cette question (56).

- ***La sortie du placement privé***

La sortie du placement privé a été occultée par la réforme.

Pour sa part, la Cob a suggéré au début de sa réflexion que les titres acquis dans le cadre du placement privé devaient être conservés pendant un délai minimum de deux ou trois ans (57). De son côté, l'Ansa a également estimé qu'un certain délai pouvait être instauré, sauf le cas de la revente à un autre investisseur averti (58).

Mais en définitive, le texte de loi n'a finalement prévu aucune période d'incessibilité des titres (59). Ainsi le règlement Cob relatif au placement privé dispose simplement que «*la diffusion directe ou indirecte, dans le public, des instruments financiers ainsi acquis, ne peut être réalisée que dans les conditions prévues aux articles 6 et 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967*».

Dès lors, pourrait se poser en pratique la question de savoir quand et à qui peut-on revendre les titres acquis dans le cadre du placement privé. Ainsi, certains commentateurs avisés considèrent que l'investisseur qualifié qui viendrait à céder immédiatement ses titres dans le public pourrait se rendre coupable d'une fraude à l'appel public à l'épargne (60). Selon nous, et afin d'éviter tout risque de requalification, l'investisseur désireux de céder un bloc de titres devrait le céder selon les règles de l'appel public à l'épargne ou refaire un placement privé. En effet, rien n'interdit une succession de placements privés.

- ***La compétence résiduelle de la Commission des opérations de bourse en matière de placement privé***

On rappellera que l'article 1er de l'ordonnance de 1967 dispose que : «*La Commission des opérations de bourse, autorité administrative indépendante, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres*

placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers».

Par définition, la notion d'appel public à l'épargne délimite le champ d'intervention de la Commission. Il en résulte que les placements privés restent hors du contrôle de la Commission (61).

En pratique, la Commission ne pourrait intervenir que sur la plainte d'un investisseur qui s'estimerait lésé, notamment par le fait d'une information défaillante et qui estimerait que l'opération constitue en réalité un appel public à l'épargne.

Ainsi, dans l'affaire Herrikoa, la Cob a été informée d'une augmentation de capital qui présentait incontestablement un caractère d'appel public à l'épargne en raison des procédés utilisés (actes de démarchage). Ne disposant pas à l'époque du pouvoir de sanction administrative (62), la Commission a transmis le dossier au Parquet et la cour d'appel a imposé à l'émetteur de soumettre un projet de note d'information (63).

Dès lors que les règles relatives au placement privé sont établies de manière claire, il apparaît que les fraudes éventuelles à l'appel public à l'épargne sont plus facilement décelables. La question se pose alors de savoir si la politique de la Commission ne va pas évoluer vers un contrôle renforcé du caractère de placement privé réservé à certaines opérations (64).

Dans le silence des textes, dès lors qu'une opération de placement privé serait requalifiée en appel public à l'épargne, plusieurs hypothèses sont envisageables : la voie judiciaire civile ou pénale ou une sanction administrative prononcée par la Cob en se fondant sur le fait que l'opération entrerait, rationae materiae, dans le champ d'application du règlement 92-02. On rappellera que la requalification en opération d'appel public à l'épargne sera d'autant plus aisée que la charge de la preuve du caractère privé de l'opération pèse sur les investisseurs et non sur la Cob (65).

Quelle sera la politique de la Cob à cet égard ?

* *
*

Sur le plan de la méthode, on peut regretter qu'une question aussi importante que l'appel public à l'épargne n'ait pas été abordée dans la réforme du droit des sociétés qui est actuellement en préparation. Sur le fond, on relèvera que la réforme n'a pas consacré l'émergence d'un droit spécifique et autonome des sociétés cotées préconisé par certains (66). C'est pourquoi, dès lors que la réforme s'inscrit dans un environnement juridique inchangé, seule l'étude des pratiques nouvelles permettra de juger si les nouvelles règles relatives à l'appel public à l'épargne sont de nature à rendre la place de Paris aussi attractive que les autres places, notamment européennes. ■

(1) Les nouvelles règles régissant l'appel public à l'épargne ont déjà fait l'objet de commentaires, notamment lors d'un colloque organisé à l'initiative de l'*AFB* et de l'*AEDBF* et qui s'est tenu le 14 janvier 1999.

(2) A cet égard, les débats parlementaires relatifs à la loi DDOEF du 2 juillet 1998 (voir *rapport Migaud, Assemblée nationale*, n° 781, p. 223) ont rappelé que le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne impose aux sociétés certaines contraintes, notamment en matière de capital social minimum, de règles de convocation des assemblées d'actionnaires ou de publicité (de nombreuses opérations doivent faire l'objet de publication au Balo).

(3) En effet, aux termes de l'article 1er de l'ordonnance de 1967 : «*la Commission des opérations de bourse, autorité administrative indépendante, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers*.»

(4) En effet, aux termes de l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 aujourd'hui abrogé, «*Sont réputées faire publiquement appel à l'épargne…*»

(5) Pour sa part, la Cob interprétait de manière extensive la présomption légale tenant aux négociations des titres sur un marché réglementé et considérait, ultra legem, que l'inscription sur le relevé quotidien du hors cote (aujourd'hui remplacé par le marché libre OTC) pouvait suffire à caractériser un appel public à l'épargne. La Cob a néanmoins considéré que cette position pouvait être revue lorsqu'il apparaît que les titres sont répartis entre un petit nombre d'actionnaires connus et que le nombre et l'importance des transactions sont tombés d'une manière durable en dessous de certains seuils (sur ce point, voir *rapport Cob* 1984, p. 31).

De leur côté, les tribunaux avaient tendance à donner une interprétation extensive de l'article 72. A titre d'exemple, ils ont estimé que le fait d'avoir recours à des intermédiaires était en soi une mesure de publicité, laquelle constitue la présomption légale de l'appel public à l'épargne (cour d'appel de Paris, 2 novembre 1989, *Bull. Joly*, 1989, p. 983 : en l'espèce, la cour a écarté la notion d'APE pour requalifier l'opération de placement privé, voir note n° 14).

(6) Voir notamment CNPF, note relative à la réforme de la définition de l'appel public à l'épargne, 6 décembre 1996. Il a ainsi été souligné le caractère arbitraire du seuil de 300 qui conduisait à assimiler certaines notions très différentes et notamment les sociétés fermées qui n'ont accompli aucun acte pour faire appel public à l'épargne mais dont les titres ont fait l'objet d'une offre au public par un actionnaire, ou les sociétés fermées qui n'ont accompli aucun acte pour faire appel public à l'épargne mais dont le nombre d'actionnaires franchit le seuil des 300 sans intervention de leur part ni appel public à l'épargne d'un tiers quelconque (exemple des sociétés à caractère familial à la suite de successions). Or, le CNPF a démontré que le régime de l'appel public à l'épargne était injustifié dans les deux dernières hypothèses.

(7) Ainsi, l'Ansa a considéré que l'instauration d'un critère de fin d'appel public à l'épargne était «*une question importante à régler*» en souhaitant que la société puisse prendre l'initiative de faire savoir qu'elle ne fait plus appel public à l'épargne (*Ansa* n° 515, 8 janvier 1997).

(8) En matière d'appel public à l'épargne, la Cob a proposé la définition suivante : «*L'appel public à l'épargne est caractérisé par l'émission, la cession ou la diffusion de valeurs mobilières dans un large public. Font appel public à l'épargne : les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, ou dont le nombre d'actionnaires correspond à un large public, ou les sociétés dont les titres sont placés selon des procédés d'appel public à l'épargne. Un règlement de la Cob définit la notion de large public.*»

Cette définition, qui n'a pas été retenue par le législateur, laissait subsister un critère quantitatif. En matière de placement privé, le souhait de la Cob était que subsiste un régime d'information allégé par rapport aux opérations d'appel public à l'épargne. Sur la réforme proposée par la Cob, voir *Bulletin Cob* n° 303, juin 1996.

(9) Article 30 de la loi DDOEF du 2 juillet 1998 modifiant l'article 6 de l'ordonnance du 27 septembre 1967 ; décret d'application n° 98-880 du 1er octobre 1998 ; règlement Cob n° 98-10 relatif à la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne ; règlement Cob n° 98-09 relatif aux opérations effectuées par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne ; règlements Cob n° 90-02 et 92-02 modifiés, devenant respectivement les règlements Cob n° 98-07 et 98-08. Les règlements Cob ont été homologués par l'arrêté du 22 janvier 1999 du ministère de l'Economie et des Finances et ont été publiés au *JO* du 2 mars 1999, p. 3129 et s.

(10) Ainsi que le relève le rapport présenté au Sénat par M. Marini, ce changement est sans grande portée réelle pratique puisque les Opcvm, les instruments financiers à terme et les titres de créance négociables obéissent d'ores et déjà à une réglementation spécifique contraignante. Toutefois, la réforme opère une clarification conceptuelle (cf. Sénat n° 413, p. 87 et 88).

(11) Sur cette analyse, voir *Bull Cob* n° 326, juillet-août 1998, p. 6.

(12) Cf. *rapport annuel Cob* 1997, p. 143 : la Cob demandait un certain nombre de renseignements précis sur la situation de l'émetteur et sur la diffusion des titres.

(13) A titre d'exemple, l'Ansa a estimé qu'il fallait instaurer un critère en fin d'appel public à l'épargne et que la situation antérieure n'était plus tenable (cf. *DA* n° 515 du 8 janvier 1997). On relèvera qu'à la suite de la consultation de place qu'elle a initiée, la Cob a proposé d'organiser les conditions de sortie de l'appel public à l'épargne autour du seuil de détention de 95 % du capital et des droits de vote (par analogie avec le retrait obligatoire, art. 5-7-1 et suivants du Règlement général du Comité des marchés financiers) ou lorsqu'il serait constaté la cessation objective de la diffusion des titres dans un large public dès lors qu'un actionnaire prendrait l'engagement de se porter contrepartie des titres qui seraient offerts à la vente.
(14) Ainsi, une société dont les titres sont négociés sur le marché libre OTC, qui n'est pas un marché réglementé aux termes du communiqué SBF-Bourse de Paris du 16 septembre 1996, mais dont les titres sont répartis entre plus de 100 personnes, ne peut pas sortir de l'appel public à l'épargne. Ainsi, l'approche quantitative qui semblait avoir disparu dans la détermination des opérations d'appel public à l'épargne, réapparaît de manière indirecte au regard des critères de sortie du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne.
(15) Les débats parlementaires ont fait ressortir que la distinction visa/dépôt en fonction de la nature de l'opération (émission ou cession) pouvait, dans le régime antérieur, être source de confusion dans l'esprit du public.
(16) Cf. *rapport Migaud* précité.
(17) De 1993 à 1997, sur 49 opérations de cession par appel public à l'épargne engagées par des actionnaires, seules 4 étaient dissidentes. Cf. *rapport Migaud* précité.
(18) A comparer avec l'article 1199 du code civil : «*on ne peut en général s'engager ni stipuler en son propre nom que pour soi-même*». Par ailleurs, la solution avancée lors des débats parlementaires et qui pourrait consister dans l'insertion dans les statuts de la société (qui n'est pas cotée) d'une clause d'agrément, ne paraît pas devoir protéger efficacement la société dès lors que la cession d'un nombre de titres important serait projetée (cf. *rapport Migaud* précité).
(19) Décision publiée au *Balo* du 8 juillet 1998, p. 13236.
(20) Voir pour une approche de la nature juridique du CVG, Benoît Le Bars, *Joly Bourse* novembre-décembre1998, § 176, p. 811 qui relève que «l'article 1er alinéa 2 de la loi MAF classe parmi les instruments financiers les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissible de compte à compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce ou des bons de caisse.»
(21) On relèvera à cet égard que le législateur lui-même considère que la réforme du démarchage est un «véritable serpent de mer» qui reste d'actualité (cf. *rapports Migaud et Marini*, précités).
(22) Cette condition ne s'applique pas aux marchés réglementés dont le siège est fixé dans un Etat membre de l'Union européenne.
(23) Pour sa part, la Cob a estimé que, dans le contexte de la création de l'euro, les produits financiers deviendront pour la plupart comparables entre eux, ce qui devrait entraîner, de facto, un développement du démarchage et que la sollicitation accrue du public qui en résultera va «*rendre plus nécessaire encore une réflexion générale sur le démarchage, dont le cadre juridique […] a vieilli*» (*rapport Cob* 1997, p. 13).
(24) De surcroît, une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription serait susceptible, le cas échéant, de constituer une opération d'appel public à l'épargne dès lors que les actions non souscrites peuvent être réparties par le conseil d'administration. A cet égard, un arrêt ancien, de la cour d'appel de Nancy du 14 février 1940 avait déjà estimé qu'une société fait appel public à l'épargne lorsqu'elle procède à une augmentation de capital, même réservée aux anciens actionnaires, alors que toute personne étrangère à la société avait la faculté d'y souscrire à la seule condition d'acquérir le droit attaché aux actions existantes. (*Gaz. Pal.* 1940, 1, 399). On relèvera que la réforme n'a pas modifié le régime des articles 186-1 à 186-3 de la loi du 24 juillet 1966 qui distingue des cas d'émission par appel public à l'épargne (186-1 et 186-2) et des émissions réservées à des personnes dénommées (article 186-3). A titre d'exemple, pourrait se poser la question de savoir si l'article 186-3 est exclusif de l'appel public à l'épargne ou non dès lors que l'émission serait réservée à plus de 100 personnes. C'est pourquoi notamment et de manière générale, l'inadaptation du droit des sociétés à l'émission de titres dans le cadre du placement privé avait déjà été soulignée par la commission juridique du CNPF à l'occasion de la consultation de place initiée par la Commission des opérations de bourse.
(25) Voir *rapport Cob* 1985, p. 92 et suiv.
(26) Ainsi la Cob analysait les moyens mis en œuvre, les lieux de réunions (*road shows* dans les hôtels, au siège des sociétés, dans les banques…) pour considérer que l'opération projetée était un placement privé ou, au contraire, un appel public à l'épargne.
(27) On relèvera qu'au cours de la procédure parlementaire, il a été prévu que la liste des investisseurs qualifiés soit arrêtée par un règlement de la Commission des opérations de bourse (voir rapport Migaud, précité, p. 230 ou rapport Marini, précité, p. 80). Toutefois, une telle solution aurait conduit à ce que la Commission des opérations de bourse détermine elle-même son champ d'application.
(28) Etablissements de crédit et compagnies financières, le Trésor public, la Banque de France, les services financiers de La Poste, l'Institut d'émission d'outre-mer, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, la Caisse des dépôts et consignations, les entreprises d'investissement, les sociétés d'investissement, les sociétés d'assurance et de capitalisation, les sociétés de prévoyance et la caisse d'amortissement de la dette sociale.
(29) Peuvent également devenir des investisseurs qualifiés les sociétés de capital risque, les sociétés financières d'innovation, les établissements publics nationaux à caractère industriel et commercial dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'EEE, les organismes mutualistes ou les sociétés dont un ou plusieurs investisseurs qualifiés détiennent ensemble ou séparément, directement ou indirectement, au moins 99 % du capital ou des droits de vote (en pratique, les *holdings* financières des investisseurs qualifiés).
(30) A notre connaissance, à ce jour, aucune société remplissant les conditions requises n'a souhaité devenir investisseur qualifié. On relèvera à cet égard que devenir investisseur qualifié conduit à un allègement de l'obligation d'information pesant sur l'émetteur et influe sur la possibilité d'agir en responsabilité à l'encontre de cet émetteur (sur ce point Hubert de Vauplane, «Droit des marchés financiers», *Litec* 1998, n° 377), la jurisprudence distinguant le client averti du client profane (Cass. com. 5 novembre 1991, *RJDA* 1/92 n° 68).
(31) Les personnes physiques pourraient utiliser des Opcvm non offerts au public ou à procédure allégée définis par l'article 35 de la loi du 2 août 1998 comme véhicule d'investissement puisque ceux-ci sont qualifiés d'investisseurs avertis. Toutefois, un tel mécanisme pourrait être constitutif d'une fraude aux règles de l'appel public à l'épargne.
(32) Cf. *Bull Cob* n° 303, juin 1996 et rapport annuel 1996, p. 23.
(33) Cf. Débats parlementaires *JO Sénat*, jeudi 7 mai 1998, p. 2108.
(34) Il était notamment prévu une condition tenant au niveau du patrimoine de l'impétrant, qui devait posséder un portefeuille d'au moins 50 millions de francs (cf. *rapport annuel Cob* 1996, p. 25). A l'opposé, une autre conception tendait à prendre en compte le degré de connaissance des mécanismes de marché de la personne physique (cf. Marini, *JO Sénat*, 7 mai 1998, p. 2107 qui estime qu'un gagnant du Loto ne saurait être considéré comme un investisseur averti par le seul fait qu'il a acquis une fortune rapidement).
(35) Cf. Débats parlementaires *JO Sénat*,, jeudi 7 mai 1998, p. 2108.
(36) Sur ce point, voir l'émergence d'une notion autonome de placement privé, Clermontel et Dormic, *JCPE* n° 48, 26 novembre 1998 qui relèvent que l'obligation de diligence existe déjà à la charge de tels investisseurs institutionnels et plus généralement à la charge des prestataires de services en investissement au titre des règles de bonne conduite édictées par l'article 38 de la loi du 2 juillet 1996 et du titre III du *règlement général du CMF*.
(37) En effet, aux Etats-Unis, une conception plus large de l'investisseur averti a été retenue. Outre-Atlantique, il est en effet distingué entre :
- le «*qualified institutional buyer (QIB)*» (Rule 144 A). Aucun visa de la SEC n'est alors requis et le QIB peut revendre librement les valeurs mobilières acquises («*restricted securities*») à d'autres QIB et
- le «*accredited investor*» (Regulation D). Ce cercle d'investisseurs, plus large, peut comprendre des «*high net worth individuals*» (patrimoine supérieur à 1 million de dollars ou revenus annuels supérieurs à 200 000 dollars). La revente des titres est réglementée.

On relèvera que le système américain d'appel public à l'épargne, mis en place dans les années 30, pourrait prochainement faire l'objet d'une modification d'ensemble. Selon nos informations, cette réforme pourrait aggraver les obligations des émetteurs cotés, notamment au titre des informations périodiques devant être délivrées par ces derniers.
(38) L'article 2 du décret du 1er octobre 1998 a fixé ce seuil à 100 personnes, sans qu'il ne puisse être établi que ce montant obéisse à un critère rationnel (voir déclaration de M. Strauss Kahn, in *rapport Marini*, précité, p. 81).
(39) On rappellera que la notion de cercle privé n'est pas totalement inconnue en droit français. En effet, une loi du 30 juin 1923 prévoit la possibilité pour les cercles privés d'obtenir des autorisations permettant la pratique de certains jeux de hasard. Toutefois, cette notion est plus stricte que la notion ressortant de notre étude puisque en matière de jeux, les cercles doivent être constitués sous la forme d'associations du régime de la loi du 1er juillet 1901. De même, en matière de débits de boisson, certains cercles privés peuvent bénéficier d'un régime de faveur en matière d'octroi de licence s'ils justifient de l'ancienneté du cercle et d'un agrément administratif délivré par le maire et le préfet. Là encore, cette notion est plus contraignante que le cercle restreint dont la reconnaissance ne nécessite aucun accord d'une quelconque autorité administrative.
(40) Conception de Didier Miguaud, rapporteur du projet de loi à l'Assemblée nationale qui estime que cette notion recouvre des critères

«qualitatifs et quantitatifs», cf. *rapport AN* n° 78, p. 230. Cette conception était celle de la première version du texte qui précisait : «*un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes morales ou physiques dont le nombre est inférieur à un seuil fixe […] ou dont le nombre est plus important mais qui sont liées à l'émetteur par des relations professionnelles, personnelles ou familiales*».

(41) Pour une même opinion, voir Clermontel et Dormic précité.

(42) A cet égard, on peut s'interroger sur le caractère de cette présomption : simple ou irréfragable (cf. *Ansa*, 6 janvier 1999 qui relève que les travaux parlementaires ne sont guère éclairants à cet égard).

(43) On relèvera que la *Commission des opérations de bourse*, dans son bulletin n° 326 (juillet-août 1998) propose : «*de retenir, en pratique, une conception stricte de cette notion (président, membres du conseil d'administration ou du directoire)*». Toutefois, cette solution nous paraît trop restrictive dès lors que le directeur général, mandataire social au sens de la loi du 24 juillet 1966, est exclu de la notion de dirigeant au sens de ce texte par la Commission des opérations de bourse.

(44) Au départ, seules étaient requises des «*relations professionnelles, personnelles ou familiales*». Le caractère alternatif et non cumulatif de ces conditions était plus proche de «*l'épargne de proximité*» souhaitée par la Commission des opérations de bourse (cf. *Bull. Cob* n° 326, juillet-août 1998, p. 9).

(45) Cette absence de précision est regrettable puisqu'il n'existe pas de définition claire de la famille en droit français. De façon révélatrice, les Professeurs Hauser et Huet-Weiller ont ainsi relevé que le dictionnaire Littré donne sept définitions de la famille (voir, «La famille», *LGDJ*, sous la direction de J. Ghestin).

(46) Aux termes du règlement Cob relatif au placement privé : «*… l'initiateur ou l'intermédiaire qui réalise l'opération, selon le cas, informe les investisseurs […] du fait :*

- *«que l'opération ne donne pas lieu à un document d'information soumis au visa de la Commission des opérations de bourse,*
- *«qu'ils ne peuvent participer à cette opération que pour compte propre ou dans les conditions fixées par l'article 2 du décret n° 98-880 du 1er octobre 1998,*
- *«que la diffusion, directe ou indirecte, dans le public des instruments financiers ainsi acquis, ne peut être réalisée que dans les conditions prévues aux articles 6 et 7 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 susvisée,*
- *«qu'ils doivent, s'agissant d'une opération effectuée par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne visant un cercle restreint comprenant plus de cent investisseurs, attester qu'ils sont liés par des relations personnelles, à caractère familial ou professionnel avec l'un des dirigeants de l'émetteur à l'initiative de cette opération.*»

(47) Ainsi, un jugement du TGI de Paris en date du 3 juillet 1980 a considéré que les dirigeants de la société Pierre et Cristal n'avaient pas de liens personnels avec la quasi-totalité des destinataires de l'offre puisqu'ils ont eu recours à la publicité pour atteindre les éventuels souscripteurs (*Bull. Joly* 1980, p. 721).

(48) Voir l'intervention de M. Rouquayrol de Boisse, *colloque AFB-AEDBF* du 14 janvier 1999.

(49) Cf. article 2-1-5 du règlement général du CMF : «*Exerce une activité négociation pour compte propre tout prestataire habilité qui achète ou vend des instruments financiers pour son propre compte*», l'activité de négociation pour compte propre consistant à acquérir ou vendre des instruments financiers pour son propre compte, en dehors des opérations de trésorerie ou de prise de participation (cf. Hubert de Vauplane, «Droit des marchés financiers «, *Litec*, 1998, p. 87.)

(50) Voir les causes d'exemption posées par l'article 4 du *règlement Cob* n° 99-08.

(51) On relèvera que concernant les PEE, l'instruction du *règlement Cob* n° 92-02 distingue deux cas, selon que l'actionnariat est direct (diffusion d'un prospectus simplifié obligatoire) ou indirect par l'intermédiaire d'un FCPE (pas d'obligation de recourir à un prospectus). Cette conception a notamment pour effet de pénaliser l'actionnariat direct (pour une analyse comparée de l'actionnariat direct ou indirect, voir *Ansa*, CJ du 04.11.1998).

(52). Une autre conception consisterait à considérer que caractérise l'appel public à l'épargne une opération destinée «au public» de manière indéterminée et en ayant recours à l'un des trois moyens d'information sus mentionnés.

(53) Pour une telle analyse, voir *PV comité juridique de l'Ansa* du 4 novembre 1998.

(54) Cf. l'intervention de Mme Aline Poncelet, *Séminaire EFE* du 20 novembre 1998.

(55) Voir l'intervention de M. Rouquayrol de Boisse, *colloque AFB-AEDBF* du 14 janvier 1999.

(56) A cet égard, on relève que l'article 25 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières a expressément autorisé à fournir des services d'investissement sans agrément les entreprises dont les activités de services d'investissement se limitent à la gestion d'un système salariale. S'inspirant de ce régime dérogatoire, les auteurs de la réforme auraient pu notamment se fonder sur une proposition de l'Ansa qui souhaitait exclure les salariés du public au regard de la notion d'appel public à l'épargne (*Bull. Ansa* mars-avril 1997, p. 13 et s.).

(57) *Bull Cob* n° 303, juin 1996.

(58) Cf. *Bull Ansa* mars-avril 1997, n° 2889, p. 17.

(59) A l'opposé, la législation américaine prévoit des restrictions de revente (*restricted period*).

(60) Voir l'intervention de M. Rouquayrol de Boisse, *colloque AFB-AEDBF* du 14 janvier 1999.

(61) A cet égard, il a été souligné que lorsque les placements privés n'étaient pas réglementés, la Commission ne menait spontanément aucune investigation sur ces opérations pour vérifier le respect des règles d'appel public à l'épargne (cf. intervention de Eric Bernard au *colloque EFE* du 28 novembre 1998).

(62) On rappellera que la loi du 2 août 1989 a introduit un article 9-1 dans l'ordonnance aux termes duquel la Commission des opérations de bourse peut ordonner qu'il soit mis fin «*aux pratiques contraires à ses règlements, lorsque ces pratiques ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, porter atteinte à l'égalité de l'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.*»

(63) On relèvera que la Commission des opérations de bourse a assorti son visa d'un avertissement ainsi rédigé : «*Conformément à la décision de la cour d'appel de Paris du 28 mars 1988, la présente note d'information est destinée à la régularisation de l'augmentation de capital engagée en octobre 1987 selon une procédure non conforme aux règles d'appel public à l'épargne.*» (cf. *Rapport annuel* 1987, p. 145).

(64) On peut penser que la Commission des opérations de bourse pourra demander aux émetteurs d'attester que les instruments financiers sont bien offerts à un cercle restreint.

(65) En effet, aux termes du règlement n° 99-09, les investisseurs doivent pouvoir attester de leurs liens personnels avec l'émetteur.

(66) Voir notamment le *rapport Marini* relatif à la modernisation du droit des sociétés, 1996. Ce rapport préconisait de prendre davantage en compte le caractère ouvert ou fermé des sociétés, sans pour autant que la distinction entre les sociétés cotée ou non doive constituer la summa divisio du droit des sociétés (p. 13 du rapport).

AVIS AUX LECTEURS Les articles publiés par la revue *Banque & Droit* n'expriment que le point de vue de leurs auteurs respectifs.
Le contenu de ces articles n'engage pas la revue *Banque* ou l'AFB qui n'entendent pas prendre position à leur égard.

Encart broché «DII» non paginé entre les pages 28 et 29.

BANQUE & DROIT *Une publication de la Revue Banque* – 18 rue La Fayette, 75009 Paris ■ Fondateur : François de Juvigny
Adresse Internet : www.revue-banque.fr **e-mail :** www.revue-banque.fr **Fax** 01 48 24 12 97.
■ Directeur de la publication : Olivier Robert de Massy ■ **RÉDACTION** rédacteur en chef : Colette Cova ; assistante : Christine Hauvette (01 48 00 54 10) ; secrétaire de rédaction : Marie-Madeleine Martin (01 48 00 54 16) ; maquette : Emmanuel Gonzalez, Alexandra Démétriadis
■ **COMITÉ DE LECTURE** Mme Bloch, MM. Bonneau, Cerles, Crédot, Dibout, Ducaroir, Gardella, Guillot, Mattout, Menneteau, Rives-Langes, Vasseur, Vedrenne, Wissing ■ **ABONNEMENTS** Johan Defert (01 48 00 54 02),
VENTES AU NUMERO Ondine Franca (01 48 00 54 54) ■ **PUBLICITÉ GÉNÉRALE** Danièle Billon (01 48 00 54 20).

© BANQUE & DROIT 1999

CPPAP – N° 70 756, Imprimé par Léonce Deprez-Béthune, Dépôt légal 2e trimestre 1999.