



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Paribas

Actualités réglementaires

Règlements Cob relatifs à l'APE

Arrêté du 22 janvier 1999, JO du 2 mars 1999, p. 3124. Voir «Droit des marchés financiers», Litec, n° 375 et suiv.

Six mois après la publication de la loi du 2 juillet 1998 réformant la notion d'appel public à l'épargne, le ministre de l'Économie et des Finances vient d'homologuer les cinq nouveaux règlements Cob relatifs à l'appel public à l'épargne (APE) : règlements n° 98-01, n° 98-07, n° 98-08, n° 98-09 et n° 98-10. Ces cinq nouveaux règlements tirent les conséquences réglementaires de la nouvelle définition de l'appel public à l'épargne. L'équilibre du dispositif repose sur la «théorie des trois cercles» :

- les opérations de gré à gré (principe de liberté) ;
- les opérations d'appel public à l'épargne (dont la définition a été étendue aux cessions et s'applique à tous les émetteurs faisant appel public à l'épargne, qui sont assujettis à un régime spécifique) ;

les opérations effectuées par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne, touchant soit un cercle d'investisseurs qualifiés, soit un cercle restreint d'investisseurs proches de l'émetteur faisant appel public à l'épargne.

Sur le plan juridique, la pyramide des textes concernant l'appel public à l'épargne est la suivante :

l'ordonnance de 1967 modifiée donne la définition de l'appel public à l'épargne ;

le décret du 1^{er} octobre 1998 définit les investisseurs qualifiés et le seuil en dessous duquel un cercle est qualifié de restreint (100 personnes) ;

les quatre règlements de la Cob, dont deux sont nouveaux, fixent les modalités pratiques d'application. Les deux nouveaux règlements concernent : les opérations effectuées par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne (règlement n° 98-09) et la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne (règlement n° 98-10). Deux autres règlements sont modifiés : le règlement n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public (qui devient le règlement n° 98-07) et le règlement n° 92-02 relatif à l'offre au public d'instruments financiers (qui devient le règlement 98-08).

Le régime de l'appel public à l'épargne vise l'admission

aux négociations sur un marché réglementé français, l'émission et la cession d'instruments financiers sur le territoire français. Le règlement 92-02 devenu le règlement 98-08 ne vise, quant à lui, que les titres français de capital et de créance, ainsi que les titres étrangers équivalents, les instruments financiers visés aux 3^o et 4^o de la loi du 2 juillet 1996 étant couverts par des législations spécifiques. La réglementation concerne les émetteurs français autorisés à recourir à l'APE, ainsi que les émetteurs étrangers dès lors qu'ils font une offre au public français.

- **Le règlement 98-01** est «relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée». Ce règlement, qui abroge les règlements n° 88-04 et n° 91-02 de la Cob, s'applique à tous les marchés réglementés à l'exception du Nouveau marché qui reste régi par un règlement spécifique (règlement n° 95-01). Il comporte plusieurs innovations permettant de répondre à divers objectifs :

– afin de faciliter les placements en France des émetteurs d'instruments financiers étrangers tout en conservant une bonne information du public français, les émetteurs ayant leur siège social hors du territoire ont la possibilité d'établir leur prospectus dans une langue usuelle en matière financière, à condition qu'il soit accompagné d'un résumé en français ;

– afin de faciliter la création du compartiment «*marché des EDR (European Depository Receipt)*», les émetteurs qui demandent l'admission sur ce compartiment seront autorisés à présenter un prospectus qui contiendra, dans les conditions fixées par la Cob, des états financiers établis selon des règles internationales ou, par exception, des normes internationales reconnues ;

– afin de tirer les conséquences de l'unification du marché obligataire domestique et du marché de l'eurofranc, les émetteurs qui demandent l'admission aux négociations sur le premier marché de titres de créance émis et placés sans APE en France pourront, comme les émetteurs sur l'ancien marché de l'eurofranc, établir un prospectus conforme aux pratiques internationales.

- Par rapport au règlement n° 90-02 qu'il abroge, le **règlement 98-07** «relatif à l'obligation d'information du public» cherche à renforcer la protection des épargnants par

deux dispositions nouvelles :

- il étend à l'ensemble des émetteurs faisant APE les obligations d'information des émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ;
- il rend obligatoire la diffusion d'un communiqué non seulement à l'occasion de tout fait important susceptible d'avoir une incidence sur le cours d'un instrument financier, mais également lorsqu'une information financière est susceptible d'avoir une incidence significative sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier.

• Le **règlement n° 98-08** est «*relatif à l'offre au public d'instruments financiers*». Par rapport au règlement n° 92-02 qu'il abroge, l'article premier du règlement n° 98-08 étend la procédure de visa d'une note d'information aux cessions, dans le public, d'instruments financiers admis ou non aux négociations sur un marché réglementé, qui constituent désormais des opérations par APE. Par contre, il ne vise que l'offre au public des instruments financiers mentionnés aux 1° et 2° de l'article 1er de la loi MAF du 2 juillet 1996 ; les actions ou parts d'Opcvm, de FCC et de SCPI ainsi que les contrats à terme, visés par les 3° et 4° de cet article, ne sont donc pas soumis à l'obligation d'établir un prospectus simplifié. Par ailleurs, l'article 4 du règlement prévoit un certain nombre d'hypothèses dans lesquelles l'établissement du prospectus simplifié n'est pas nécessaire. Le dernier alinéa de cet article précise que «*ces exceptions ne s'appliquent pas aux offres de souscription et d'achat de titres de capital réservées aux salariés de l'émetteur ou du groupe de l'émetteur*». Cette disposition serait un recul si elle signifiait que les émissions réservées aux salariés sont assimilées à de l'APE et devront alors faire l'objet d'un prospectus simplifié visé par la Cob. Enfin, le dernier alinéa de l'article 6 du règlement prévoit que «*lorsque l'opération [l'offre au public] est réalisée avec l'intervention d'un intermédiaire, celui-ci atteste qu'il a accompli les diligences d'usage pour s'assurer de la sincérité du prospectus simplifié*».

• Le **règlement n° 98-09**, «*relatif aux opérations effectuées par dérogations aux règles de l'appel public à l'épargne*», exonère les opérations effectuées auprès d'investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint d'investisseurs autres que des investisseurs qualifiés, agissant pour compte propre, de l'établissement d'un document d'information visé par la Commission. Ces opérations de placement privé ne modifient pas le statut de l'émetteur dont les titres font l'objet d'un tel placement. Ce règlement rappelle en outre que les investisseurs ne peuvent participer à ces opérations que pour compte propre et que les instruments financiers ainsi acquis ne peuvent être diffusés, directement ou indirectement, dans le public que dans le respect des règles régissant l'APE. Enfin, il précise que lorsque le cercle restreint des investisseurs sollicités comprend plus de cent personnes, celles-ci doivent attester qu'elles sont liées par des relations personnelles, à caractère familial ou professionnel, avec l'un des dirigeants de l'émetteur à l'initiative de cette opération.

La doctrine a souligné, à juste titre, les difficultés potentielles liées à la définition du cercle restreint. Ainsi, il n'est pas facile de définir ce que sont des «relations personnelles». Notons néanmoins une réponse du ministère de la Justice au Sénat en 1968, qui indiquait que des lettres adressées par un émetteur à des personnes ayant des liens personnels avec lui ne présument pas d'une opération par APE. On peut consi-

dérer qu'une relation personnelle permet à un initiateur de placement privé de contacter directement un investisseur potentiel sans avoir recours à des procédés de publicité. La Cob n'a pas fixé par ailleurs de limite en termes de degré de parenté. Une relation personnelle sous-entend l'existence d'une relation de confiance entre l'initiateur et l'investisseur qui exonère le premier de l'obligation d'information. Une difficulté identique existe concernant les «*relations professionnelles*», notamment en ce qui concerne les salariés : la Cob n'avait pas intégré dans son règlement 92-02 la dispense de prospectus existante dans la directive lorsqu'une émission vise les salariés. Sa doctrine n'a pas changé avec les nouveaux règlements. Les salariés en tant que tels sont considérés comme du public. Néanmoins, un employeur peut avoir des relations personnelles avec ses salariés, notamment dans le cadre d'une PME. Dans ce cas, l'employeur devenu émetteur est en droit de soutenir qu'il recourt à un placement privé. La même dispense de prospectus ne peut intervenir pour une entreprise multinationale. En tout état de cause, les relations personnelles entre le dirigeant et ses salariés doivent être établies. Par dirigeants, la Cob entend les mandataires sociaux, les membres du directoire et les membres du conseil de surveillance.

Outre les conditions mentionnées ci-dessus, le placement privé doit être effectué lorsque l'investisseurs agit pour «compte propre». Cette condition se justifie par la volonté d'éviter la fraude. Si un émetteur se fait dispenser de prospectus et que, le lendemain, l'ensemble de ses titres se trouvent diffusés à un large public, la Cob considèrera vraisemblablement qu'il s'agit d'une fraude. Une difficulté apparaît concernant la notion «d'agir pour son propre compte» ; celle-ci doit-elle être entendue dans un sens très général, ou bien s'assimile-t-elle à la «négociation pour compte propre» visée par l'article 4 c) de la loi du 2 juillet 1996 qui désigne l'activité d'une personne qui achète et vend des instruments financiers pour son propre compte ? Il semblerait que la Cob opte pour la première notion, la plus large. Dans quelle mesure un placement privé peut-il avoir recours aux techniques de publicité ? L'on doit estimer que rien ne s'oppose au recours à la publicité dès lors que le placement privé est destiné à des investisseurs qualifiés. Un doute par contre existe concernant le cas du cercle restreint, que l'on est sensé pouvoir contacter directement. En effet, la publicité ne permet pas par avance de mesurer la population qu'elle va viser. Il n'est donc pas possible de savoir si l'opération va se limiter au placement privé ou si elle concernera un appel public à l'épargne. Or, il existe une obligation d'information préalable dans la seconde hypothèse qui rend la publicité totalement incompatible avec la notion de cercle restreint.

Enfin, l'on constate que le règlement 98-09 ne prévoit rien en ce qui concerne le marché secondaire de titres acquis dans le cadre d'un placement privé. Les réflexions concernant les titres du marché secondaire acquis via un placement privé viseraient à instaurer une période de blocage, comme cela peut exister dans d'autres réglementations, notamment américaines. D'un point de vue théorique, le raisonnement doit dépendre de la nature des titres. Rien n'empêche de céder immédiatement des titres admis aux négociations sur un marché réglementé. Dans ce cas, rien ne s'opposerait à ce que la Commission instaure un délai de blocage. La situation est plus complexe lorsque ces titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé. La seule limite existante est la notion de fraude manifeste visant à dénaturer

l'opération de placement privé en cédant les titres dans le public. Cependant, rien n'empêche de céder ces titres en recourant à l'appel public à l'épargne. En outre, il est possible d'organiser un nouveau placement privé pour céder les titres. En cas de succession rapide de placements privés par cercles restreints, il est vraisemblable que la Cob vérifiera de près la notion de relation personnelle.

- Le **règlement n° 98-10**, «*relatif à la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne*» fixe les trois conditions cumulatives permettant aux émetteurs de justifier qu'ils ont perdu ce statut : leurs titres ne sont pas négociés sur un marché réglementé ; ils sont répartis entre moins de cent personnes ; il n'ont pas fait l'objet d'une opération par APE dans l'année qui précède ou ont fait l'objet d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. Afin d'assurer l'opposabilité aux tiers de la nouvelle situation de l'émetteur, le règlement prévoit l'information du public par la publication d'un avis au Bulletin des annonces légales et obligatoires (Balo), suivie d'un envoi nominatif aux actionnaires ou de la publication d'un communiqué.

Enfin, sont abrogés les règlements numéros 87-01, 87-02, 88-03, 88-04, 88-05, 90-01, 90-02, 91-02, 92-02 et n° 95-02 de la Commission des opérations de bourse. ■