

REFORME DU REGIME DES OFFRES AU PUBLIC DE TITRES

--

ANNEXE 2 – DISPOSITIONS DE NIVEAU LEGISLATIF ET REGLEMENTAIRE SOUMISES A CONSULTATION PUBLIQUE

Observations AMAFI

Le règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017, dit « Règlement Prospectus », entrera en application le 21 juillet 2019. La Directive Prospectus sera, elle, abrogée à cette date.

L'une des caractéristiques du nouveau dispositif réside dans l'élargissement considérable de la notion d' « offre au public », la distinction entre placement privé et offre au public s'en trouvant par là même abolie. L'évolution n'est donc pas des moindres :

- ✚ Le droit français, qui distingue toujours clairement l'offre au public (*Comofi, art. L. 411-1*) et le placement privé (*Comofi, art. L. 411-2, II*), devient incompatible avec le droit européen ;
- ✚ Les offres anciennement dites de placement privé ne sont plus hors champ du Règlement Prospectus, comme elles l'étaient auparavant sous l'empire de la Directive, mais bénéficient d'une dérogation à l'obligation d'établir un prospectus.

Le 17 avril 2019, dans le prolongement du travail mené depuis plusieurs mois au sein du Haut Comité Juridique de Place, la Direction Générale du Trésor a ouvert une consultation publique visant à présenter les dispositions qui ont vocation à transposer négativement le Règlement Prospectus.

L'AMAFI est d'autant plus sensible aux enjeux qui sous-tendent cette réforme nécessaire du droit français, qu'elle a attiré l'attention des autorités à de multiples reprises au cours de ces dernières années sur certains freins majeurs propres à la France, qui entravent la capacité des émetteurs français à recourir de façon aussi fluide que la plupart de leurs concurrents européens, aux financements de marché.

Il convient donc de s'attacher à ce que la présente réforme soit effectuée à droit constant, tout en se gardant de toute surtransposition qui viendrait affaiblir encore la compétitivité du marché français¹ et irait à l'encontre de la démarche de « dé-surtransposition » initiée par le Gouvernement.

Par ailleurs, comme le prévoit la loi d'habilitation, l'objectif de la présente réforme, outre la mise en conformité du droit français au droit européen, consiste à « *simplifier les dispositions du code monétaire et financier* ».

C'est en ce sens que l'Association a formulé ses propositions.

Il s'est pourtant avéré que les projets de décret et d'ordonnance inscrits à l'ordre du jour de la séance du Comité Consultatif de la Législation et de la Réglementation Financières (CCLRF) du 13 juin 2019, n'avaient que peu pris en compte ces observations. Dans ces conditions et compte tenu de l'absence de consultation possible des adhérents de l'Association, faute de temps, entre la réception des textes et leur examen par le CCLRF, un report au 26 juin a été obtenu.

C'est dans ce contexte que l'AMAFI soumet aujourd'hui une version abrégée de sa note [AMAFI / 19-57](#) en ne retenant volontairement que les points les plus saillants, sans pour autant remettre aucunement en cause la pertinence de toutes les observations formulées auparavant, mais qui n'auraient pas pu être reprises dans le cadre du présent document.

¹ V. [AMAFI 17-80](#) – Consultation DGT – Simplification et dé-surtransposition en matière financière, et [AMAFI 18-76](#) – Consultation AMF – Surtranspositions AMF

CODE MONETAIRE ET FINANCIER

Partie législative

Proposition de rédaction	Commentaires
<p>Art. L. 411-2 du code monétaire et financier</p> <p>Par dérogation aux dispositions de l'article L. 411-1, mais sans préjudice du principe d'interdiction d'émettre des titres négociables, les offres au public suivantes sont autorisées :</p> <p>1. L'offre de titres financiers ou de parts sociales qui s'adresse exclusivement à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte propre ou à des investisseurs qualifiés. Un investisseur qualifié est une personne définie à l'article 2, point e) du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017. Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret.</p> <p>2. L'offre :</p> <p>a) Qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du II de l'article L. 211-1 qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;</p> <p>b) Et qui est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;</p> <p>c) Et dont le montant total est inférieur à un montant fixé par décret. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.</p> <p>La société qui procède à l'offre ne peut se prévaloir des dispositions de l'article L. 232-25 du code de commerce. Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, la société dans laquelle elle détient des participations ne peut pas se prévaloir de cette même disposition.</p> <p>3. L'offre de titres de capital ou de parts sociales qui s'adresse exclusivement à des personnes ou entités qui ont déjà la qualité d'associés de la société émettrice des titres de capital ou des parts sociales offerts.</p>	<p><u>Observations et proposition de rédaction</u></p> <p>Article L. 411-2 du code monétaire et financier</p> <p>Par dérogation aux dispositions de l'article L. 411-1, mais sans préjudice du principe d'interdiction d'émettre des titres négociables, les offres au public suivantes sont autorisées :</p> <p>AMAFI – l'article L. 411-1 interdit <u>aux personnes ou entités n'y ayant pas été autorisées par la loi (...)</u>. Or, la dérogation prévue ici au L. 412-2 concerne <u>les offres</u>. La dérogation est ainsi incohérente puisqu'elle ne correspond pas à l'interdiction à laquelle elle se rattache. Elle aurait en fait dû porter sur certaines personnes ou entités. A cet égard, l'attention de la DGT est attirée sur le risque, peut-être déjà avéré, de confusion entre le régime d'autorisation des offres au public propre à la France et le régime du prospectus issu de la réglementation européenne.</p> <p>1. L'offre de titres qui s'adresse exclusivement à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte propre ou à des investisseurs qualifiés. Un investisseur qualifié est une personne définie à l'article 2, point e) du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017. Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret.</p> <p>2. L'offre :</p> <p>a) Qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du II de l'article L. 211-1 qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;</p> <p>b) Et qui est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;</p> <p>c) Et dont le montant total est inférieur à un montant fixé par décret. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois <u>dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.</u></p> <p>AMAFI – le IV de l'article 211-2 du règlement général de l'AMF n'apportant aucune précision supplémentaire, le renvoi devrait être supprimé.</p> <p>La société qui procède à l'offre ne peut se prévaloir des dispositions de l'article L. 232-25 du code de commerce. Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, la société dans laquelle elle détient des participations ne peut pas se prévaloir de cette même disposition.</p>
<p>Article L. 411-2-1 du code monétaire et financier</p> <p>Des conditions particulières peuvent être attachées aux offres au public de titres suivantes :</p> <p>1. L'offre au public inférieure à un certain montant. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois ;</p>	<p><u>Proposition de rédaction</u></p> <p>Article L. 411-2-1 du code monétaire et financier</p> <p>Des conditions particulières peuvent être attachées aux offres au public de titres suivantes :</p>

Proposition de rédaction	Commentaires
<p>2. L'offre au public dont les bénéficiaires acquièrent les titres financiers ou les parts sociales pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un certain montant ;</p> <p>3. L'offre au public dont la valeur nominale de chacun des titres financiers ou parts sociales est supérieure à un certain montant.</p> <p>Les montants visés ci-dessus sont fixés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour les titres financiers et par décret pour les autres titres.</p>	<p>AMAFI – il serait utile que des explications / clarifications relatives aux termes « conditions particulières » et aux conséquences juridiques de leur violation soient apportées.</p> <p>En tout état de cause et comme indiqué plus haut, il convient encore une fois d'être vigilant quant au risque de confusion entre le régime d'autorisation des offres au public propre à la France et le régime du prospectus issu de la réglementation européenne.</p> <p>1. L'offre au public inférieure à un certain montant. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois ;</p> <p>2. L'offre au public dont les bénéficiaires acquièrent les titres financiers ou les parts sociales pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un certain montant ;</p> <p>3. L'offre au public dont la valeur nominale de chacun des titres financiers ou des parts sociales est supérieure à un certain montant.</p> <p>Les montants visés ci-dessus sont fixés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour les titres financiers et par décret pour les parts sociales.</p>
<p>Article L. 411-3 du code monétaire et financier</p> <p>L'offre au public portant sur les titres financiers suivants est autorisée :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Des titres financiers émis par un Etat ; 2. Des titres financiers garantis par un État ; 3. Des titres financiers émis par les collectivités territoriales d'un État et leurs groupements ; 4. Des titres financiers émis par les institutions de l'Union européenne et les organisations internationales ; 5. Des titres financiers émis par les établissements publics administratifs, par les établissements publics industriels et commerciaux et par les établissements publics de santé d'un Etat ou d'une collectivité territoriale ; 6. Des titres financiers émis par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et la Caisse des dépôts et consignations ; 7. Des titres de créances négociables émis par les groupements d'intérêt économique et les sociétés en nom collectif, dont les membres ou les associés sont exclusivement des sociétés par action ; 8. Des titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un État ; 9. Des titres financiers d'organismes de placement collectif sans préjudice des dispositions qui leur sont applicables ; 10. Des titres émis par une personne ou entité étrangère autorisée par le droit qui la régit à procéder à une telle opération et qui présente des garanties équivalentes aux entités françaises autorisées. Les garanties à présenter portent sur les conditions de forme juridique et de capital requises pour procéder à une offre au public de titres financiers. 	<p>Observations et proposition de rédaction</p> <p>Article L. 411-3 du code monétaire et financier</p> <p>L'offre au public portant sur les titres financiers suivants est autorisée :</p> <p>AMAFI – l'article L. 411-1 interdit <u>aux personnes ou entités n'y ayant pas été autorisées par la loi</u> (...). Or, l'autorisation concerne ici les offres. Le présent article L. 411-3, pour être cohérent avec l'article L. 411-1 aurait donc dû porter sur certaines personnes ou entités.</p> <p>(...)</p> <p>10. Des titres émis par une personne ou entité étrangère autorisée par le droit qui la régit à procéder à une telle opération et qui présente des garanties équivalentes aux entités françaises autorisées. Les garanties à présenter portent sur les conditions de forme juridique et de capital requises pour procéder à une offre au public de titres financiers.</p> <p>AMAFI – l'exigence de garanties équivalentes est contraire à l'article 24 du Règlement Prospectus, voire même à son article 28. Il n'appartient pas à la France, en tant qu'Etat membre d'accueil, de prévoir des conditions supplémentaires ou encore une procédure d'approbation.</p> <p>Par ailleurs et comme déjà soulevé auparavant, les critères sont peu clairs. A titre d'exemple, il est indiqué que les garanties doivent être équivalentes aux entités françaises et peuvent concerner le capital requis pour procéder à une offre au public ; or, il ne semble pas qu'un capital minimum soit requis pour émettre des titres de créance.</p> <p>11. Des titres financiers émis par les sociétés par actions.</p> <p>AMAFI – il convient de permettre explicitement aux sociétés par actions d'émettre des titres par voie d'offre au public. En effet, le principe général est celui d'une interdiction à toute personne ou entité d'offrir au public ces titres, sauf autorisation spécifique par la loi. En ce qui concerne les sociétés par actions, aucune loi spéciale explicite ne l'autorise. Seules existent les règles relatives à la constitution par offre au public de ces sociétés.</p>

Proposition de rédaction	Commentaires
	<p>Cette clarification est donc essentielle.</p>
<p>Article L. 412-1 du code monétaire et financier</p> <p>I. – Le document d’information à établir en application du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 en cas d’offre au public de titres financiers ou d’admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière dans les cas définis par le règlement (UE) n°2017/1129 du 14 juin 2017 ou le règlement général de l’Autorité des marchés financiers. Lorsqu’il comprend un résumé, il doit être accompagné, dans les cas définis par le même règlement général, d’une traduction du résumé en français.</p> <p>II. – La responsabilité de l’ensemble des informations fournies dans un prospectus établi par l’émetteur en application du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 et dans tout supplément à celui-ci incombe à l’émetteur.</p> <p>La responsabilité des informations fournies dans le prospectus et dans tout supplément à celui-ci incombe également au garant éventuel, relativement aux informations sur lesquelles porte sa garantie et le concernant.</p> <p>En cas de cession de titres de capital par une entité autre que l’émetteur présentée dans un prospectus établi par l’émetteur, la responsabilité des informations relatives à la description de cette entité, de ses liens avec l’émetteur ou avec le groupe de l’émetteur et de la cession de ses titres de capital incombe également à cette entité si les titres de capital qu’elle cède représentent une quotité du capital de l’émetteur et une quotité des titres de capital offerts fixées par le règlement général de l’Autorité des marchés financiers.</p> <p>La responsabilité de l’ensemble des informations fournies dans le prospectus qui n’est pas établi par l’émetteur et dans tout supplément à celui-ci, incombe à l’offreur ou à la personne qui sollicite l’admission aux négociations sur un marché réglementé.</p> <p>Aucune action en responsabilité civile ne peut être intentée sur le fondement du seul résumé, y compris sa traduction, sauf si son contenu est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux informations contenues dans les autres parties du document mentionné au premier alinéa, ou s’il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du document mentionné au premier alinéa, les informations essentielles permettant d’aider les investisseurs lorsqu’ils envisagent d’investir dans ces titres financiers. Le résumé comprend un avertissement clair à cet effet.</p> <p>III. – Le règlement général fixe également les conditions dans lesquelles il est procédé à l’information du public lorsque des titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation soumis aux dispositions du II de l’article L. 433-3.</p> <p>Le règlement général peut tenir compte du fait que les titres financiers sont négociés ou non sur un marché d’instruments financiers autre qu’un marché réglementé et, le cas échéant, des caractéristiques de celui-ci. Il peut prévoir que certaines règles ne sont applicables qu’à certains marchés d’instruments financiers, à la demande de la personne qui les gère.</p> <p>IV. – Les personnes ou les entités autorisées à procéder à une offre au public de titres financiers mentionnée au 2 de l’article L. 411-2 ou au 1 de l’article L. 411-2-1 ou à une offre de minibons mentionnés à l’article L. 223-6 sont exemptées de l’obligation de publier un prospectus au titre de l’offre public prévue par le règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017. Ces personnes ou entités ainsi que les personnes ou entités procédant à l’une des offres de ce type portant sur des parts sociales dans les conditions prévues à l’article 11 de la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération sont tenues, au préalable, de publier et de tenir à la disposition de toute personne intéressée un document synthétique destiné à l’information du public et présentant les caractéristiques de l’opération et de l’émetteur, dans les cas et selon les modalités précisés par le règlement général de l’Autorité des marchés financiers. L’obligation d’établir ce document ne s’applique pas si l’offre porte sur des titres financiers mentionnés au 3 du II de l’article L. 211-1.</p>	<p>Proposition de rédaction</p> <p>Article L. 412-1 du code monétaire et financier</p> <p>I. – Le document d’information à établir en application du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 en cas d’offre au public de titres financiers ou d’admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière dans les cas définis par le règlement (UE) n°2017/1129 du 14 juin 2017 ou le règlement général de l’Autorité des marchés financiers. Lorsqu’il comprend un résumé, il doit être accompagné, dans les cas définis par le même règlement général, d’une traduction du résumé en français.</p> <p>II. – Le régime de responsabilité relatif aux de l’ensemble des informations fournies dans un prospectus est régi par l’article 11 établi par l’émetteur en application du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017. et dans tout supplément à celui-ci incombe à l’émetteur.</p> <p>La responsabilité des informations fournies dans le prospectus et dans tout supplément à celui-ci incombe également au garant éventuel, relativement aux informations sur lesquelles porte sa garantie et le concernant.</p> <p>En cas de cession de titres de capital par une entité autre que l’émetteur présentée dans un prospectus établi par l’émetteur, la responsabilité des informations relatives à la description de cette entité, de ses liens avec l’émetteur ou avec le groupe de l’émetteur et de la cession de ses titres de capital incombe également à cette entité si les titres de capital qu’elle cède représentent une quotité du capital de l’émetteur et une quotité des titres de capital offerts fixées par le règlement général de l’Autorité des marchés financiers.</p> <p>La responsabilité de l’ensemble des informations fournies dans le prospectus qui n’est pas établi par l’émetteur et dans tout supplément à celui-ci, incombe à l’offreur ou à la personne qui sollicite l’admission aux négociations sur un marché réglementé.</p> <p>Aucune action en responsabilité civile ne peut être intentée sur le fondement du seul résumé, y compris sa traduction, sauf si son contenu est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux informations contenues dans les autres parties du document mentionné au premier alinéa, ou s’il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du document mentionné au premier alinéa, les informations essentielles permettant d’aider les investisseurs lorsqu’ils envisagent d’investir dans ces titres financiers. Le résumé comprend un avertissement clair à cet effet.</p> <p>AMAFI</p> <p> L’article 11 du Règlement Prospectus ne semble pas laisser de choix ni offrir d’option aux Etats membres – il se borne à édicter un principe selon lequel le droit interne desdits Etats doit permettre que l’émetteur, l’offreur, la personne qui sollicite l’admission, le garant assurent la responsabilité des informations fournies dans le prospectus. Si tel est déjà le cas, alors aucune mesure nationale n’est nécessaire.</p> <p>Cet article 11 du Règlement doit pouvoir être repris en l’état dès lors que les principes de responsabilité qui y sont contenus ne contreviennent pas et sont en réalité parfaitement conformes au régime général de responsabilité de droit français.</p> <p>Il convient enfin de noter que si une option avait été donnée aux Etats membres, la rédaction aurait été différente (à titre d’exemple, article 3(2) du Règlement Prospectus : « un Etat membre peut décider »).</p>

Proposition de rédaction	Commentaires
<p>Le règlement général détermine les cas et modalités de dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers, préalablement à sa diffusion, du document établi lors d'une offre mentionnée au 1 dudit article L. 411-2-1.</p>	<p>✚ Il semble par ailleurs dangereux d'insérer dans une loi des dispositions extrêmement précises qui ne permettent aucune marge de manœuvre, que ce soit aux parties concernées ou à l'AMF. De telles dispositions interdisent ainsi la prise en compte de la spécificité de l'opération, du contexte, de la société et de la situation respective de l'actionnaire et de la société. Ceci est particulièrement criant dans les opérations de cession par un actionnaire existant de tout ou partie de sa participation. Un actionnaire qui détient 5% ou 10% du capital depuis deux ans (comme par exemple un fonds d'investissement) et un actionnaire historique qui détient 40%, est administrateur et contrôle la société, ne sont tout simplement pas dans la même situation.</p> <p>De la même manière donc, le pourcentage de 10% indiqué à l'art 212-14 du RGMAF sur renvoi de l'art L 412-1 n'est pas plus pertinent et constitue de plus un cas de sur transposition qui va à l'encontre de la démarche entreprise par le Ministère de l'Economie et des Finances dès lors qu'il n'appartient pas au législateur ni au régulateur français d'ajouter des conditions ou obligations qui ne figurent pas à l'article 11 susvisé ou de l'interpréter.</p> <p>Enfin, l'attention de la DGT est attirée sur l'interaction entre ce seuil de 10% et le seuil de 20% en-deçà duquel existe une dispense d'établissement d'un prospectus d'admission.</p> <p>✚ Dans le dernier alinéa du II, le terme « <i>contradictoire</i> » aurait dû être remplacé par « <i>incohérent</i> » afin de se conformer aux dispositions du Règlement Prospectus.</p> <p>III. – Le règlement général fixe également les conditions dans lesquelles il est procédé à l'information du public lorsque des titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation soumis aux dispositions du II de l'article L. 433-3.</p> <p>Le règlement général peut tenir compte du fait que les titres financiers sont négociés ou non sur un marché d'instruments financiers autre qu'un marché réglementé et, le cas échéant, des caractéristiques de celui-ci. Il peut prévoir que certaines règles ne sont applicables qu'à certains marchés d'instruments financiers, à la demande de la personne qui les gère.</p> <p>IV. – Les personnes ou les entités autorisées à procéder à une offre au public de titres financiers mentionnée au 2 de l'article L. 411-2 ou au 1 de l'article L. 411-2-1 ou, dès lors que les titres financiers ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, au 1 de l'article L. 411-2 ou aux 2 et 3 de l'article L. 411-2-1 ou à une offre de minibons mentionnés à l'article L. 223-6 sont exemptées de l'obligation de publier un prospectus au titre de l'offre public prévue par le règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017. Ces personnes ou entités ainsi que les personnes ou entités procédant à l'une des offres de ce type portant sur des parts sociales dans les conditions prévues à l'article 11 de la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération sont tenues, au préalable, de publier et de tenir à la disposition de toute personne intéressée un document synthétique destiné à l'information du public et présentant les caractéristiques de l'opération et de l'émetteur, dans les cas et selon les modalités précisés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. L'obligation d'établir ce document ne s'applique pas si l'offre porte sur des titres financiers mentionnés au 3 du II de l'article L. 211-1.</p> <p>AMAFI – si la dispense de prospectus relative au 1 de l'article L. 411-2 ou aux 2 et 3 de l'article L. 411-2-1 dès lors que les titres financiers ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, découle directement du Règlement Prospectus d'application directe, il n'en reste pas moins que la lecture des dispositions de droit national en devient particulièrement difficile, ce qui ne manquera pas de susciter des interrogations.</p> <p>Le règlement général détermine les cas et modalités de dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers, préalablement à sa diffusion, du document établi lors d'une offre mentionnée au 1 dudit article L. 411-2-1.</p>