

**POSITION AMF N° 2012-09 RELATIVE  
AUX OFFRES DE TITRES FINANCIERS  
PAR PLACEMENT PRIVE**

**Avis juridique rendu à l'AMAFI**

En avril dernier, dans le cadre de la préparation par l'AMF d'un projet de Position relative à l'offre de titres financiers réservée à un cercle restreint d'investisseurs, l'AMAFI avait eu l'occasion de faire part à l'Autorité (AMAFI / 12-22) des problématiques juridiques et opérationnelles que ce projet soulevait selon elle.

Le 25 juillet dernier, l'AMF a publié une Position n° 2012-09 portant sur les offres de titres financiers par placement privé (figurant en Annexe 1) qui tient compte de certaines préoccupations exprimées par l'Association.

Cette Position, qui confronte les opérateurs à de réelles difficultés opérationnelles, continue néanmoins de poser de fortes interrogations juridiques, de sorte qu'elle a souhaité solliciter un avis juridique à cet égard.

L'avis qui vient d'être rendu par le Professeur Jean-Jacques Daigre est joint en Annexe 2 à la présente note. Il a été communiqué à l'AMF.



## ANNEXE 1

**Position de l'AMF n° 2012-09 portant sur les offres de titres financiers par placement privé**

**Position AMF n° 2012-09**  
**Les offres de titres financiers par placement privé**

**Textes de référence : articles L. 225-136 du code de commerce et 213-1 du règlement général de l'AMF**

Certains émetteurs ont souhaité réaliser des offres de titres financiers par placement privé à moins de 150 personnes<sup>1</sup> actionnaires et /ou dirigeants sur le fondement des dispositions de l'article L. 225-136 du code de commerce.

L'AMF rappelle que si elle a pour objet d'offrir aux émetteurs une certaine souplesse quant à la réalisation d'augmentations de capital, l'offre de titres financiers par placement privé doit néanmoins s'inscrire dans le respect des autres dispositifs existants. Le recours à la procédure prévue par les dispositions de l'article L. 225-136 du code de commerce ne peut avoir pour objet d'éviter celles de l'article L. 225-138 du même code qui prévoient expressément, dans le cadre d'une augmentation de capital à bénéficiaire dénommé, l'impossibilité pour les bénéficiaires de prendre part au vote en raison de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle ils se trouvent ou, dans les émissions au profit de catégorie de bénéficiaires, l'obligation pour l'assemblée générale de fixer les caractéristiques des catégories.

Tel serait le cas si une émission par placement privé avait comme uniques ou principaux bénéficiaires des actionnaires ou des dirigeants, ce qui constituerait manifestement un recours abusif à cette forme de placement.

En effet, les actionnaires qui autorisent une telle offre renoncent à l'exercice de leur droit préférentiel de souscription, de sorte que l'objectif principal de ce type d'opération est l'ouverture du capital de la société à de nouveaux investisseurs.

De même, les dirigeants ne peuvent pas non plus être les bénéficiaires uniques ou principaux d'une offre de titres financiers par placement privé eu égard à la situation de conflit d'intérêts potentiel dans laquelle ils se trouvent s'ils fixent le prix de souscription.

**Position**

**Pour l'ensemble de ces raisons, l'AMF estime qu'une émission par placement privé ne peut avoir comme bénéficiaires uniques ou principaux des actionnaires ou dirigeants de la société.**

---

<sup>1</sup> A compter du 1<sup>er</sup> juillet 2012 contre 100 personnes auparavant – Modification issue de la directive révisée 2010/73 /73 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé

## **ANNEXE 2**

**Avis juridique rendu le 5 novembre 2012 par le Professeur Jean-Jacques Daigre  
sur la Position de l'AMF n° 2012-09 relative aux offres de titres financiers par placement privé**

*Jean-Jacques DAIGRE*

Agrégé des facultés de droit  
Professeur à l'Ecole de droit de la Sorbonne  
Avocat à la Cour de Paris

Paris, 5 novembre 2012

**Monsieur Bertrand de SAINT MARS**

Délégué Général Adjoint

**AMAFI**

13, rue Auber

75009 PARIS

Objet : Position de l'AMF n° 2012-09 (offres de titres financiers par placement privé).

Monsieur le Délégué général adjoint,

Vous avez sollicité mon avis sur la Position AMF n° 2012-09 relative aux offres de titres financiers par placement privé et m'avez demandé si je partageais sa conclusion.

Voici mon analyse.

\*\*

\*

1 - Dans sa Position, l'AMF raisonne sur l'hypothèse suivante : « *Certains émetteurs ont souhaité réaliser des offres de titres financiers par placement privé à moins de 150 personnes actionnaires et/ou dirigeants sur le fondement des dispositions de l'art. L.225-136 du code de commerce* ».

Elle estime qu'il s'agit d'un « *recours abusif à cette forme de placement* » pour deux raisons : d'une part, parce que « *l'objectif principal de ce type d'opération est l'ouverture du capital de la société à de nouveaux investisseurs* » ; d'autre part, parce que les dirigeants seraient en conflit d'intérêts s'ils devaient participer à la fixation du prix de souscription.

Pour analyser cette Position, il convient de commencer par rappeler les textes avant de les appliquer à l'hypothèse.

### **I – Les textes relatifs à la Position de l'AMF.**

2 – L'évolution des textes en cause est importante à retracer.

2.1 - A l'origine, dans la loi du 24 juillet 1966, un seul texte était consacré à la suppression du DPS, l'art. 186, qui disposait, sans autre précision, que « *L'assemblée générale qui décide l'augmentation du capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription* » et que « *Les attributaires éventuels des actions nouvelles ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote supprimant en leur faveur le droit préférentiel de souscription* ».

La loi ne permettait pas que la suppression du DPS soit faite au profit de personnes indéterminées ; elle ne pouvait l'être qu'au profit de personnes dont le nom était indiqué aux actionnaires<sup>1</sup>.

2.2 – C'est la loi du 3 janvier 1983<sup>2</sup> qui a distingué deux hypothèses :

---

<sup>1</sup> - Voir J. Hémond, F. Terré et P. Mabilat, *Sociétés commerciales*, T. II, Dalloz 1974, n° 437, p. 378.

<sup>2</sup> - Elle avait été précédée par un décret du 22 janvier 1973, mais certains avaient contesté la possibilité pour un simple texte réglementaire de poser une distinction que ne prévoyait pas la loi du 24 juillet 1966, art. 186, ce qui a finalement conduit le législateur à l'entériner par une loi ; voir l'ouvrage cité à la note précédente, n° 439, p. 380.

- la suppression du DPS en faveur d'une ou plusieurs personnes nommément désignées, possible dans tous les cas (art. 186, alinéa 1<sup>er</sup>) ;
- la suppression du DPS sans indication du nom des bénéficiaires, possible dans le seul cas d'appel public à l'épargne (art. 186, alinéa 2).

2.3 - La loi du 14 décembre 1985 est venue réorganiser les textes, mais ne les a pas modifiés ; elle a distingué :

- le principe de la suppression du DPS (art. 186)
- des modalités de sa suppression :
  - sans bénéficiaire déterminé, par appel public à l'épargne (art. 186-1 et 186-2) ;
  - en faveur de personnes dénommées (art. 186-3).

2.4 - L'ordonnance du 24 juin 2004 a élargi le champ de l'augmentation du capital sans DPS avec indication des bénéficiaires à l'hypothèse d'une augmentation réservée à des catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées.

2.5 - L'ordonnance du 22 janvier 2009 a modifié l'art. L.225-136 du code de commerce (ancien article 186-1 de la loi du 24 juillet 1966) pour étendre le régime de l'augmentation de capital par offre au public (notion substituée à celle d'appel public à l'épargne) au placement privé.

3 – Au résultat, deux textes régissent aujourd'hui les augmentations de capital sans DPS (autres qu'au profit des salariés) :

- l'art. L.225-136, pour les émissions d'actions par une offre au public ou par un placement privé ;
- l'art. L.225-138, pour les émissions réservées à des personnes nommément désignées ou à des catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées.

3.1 - Il y a donc deux cas de suppression du DPS : d'un côté, les augmentations sans indication de bénéficiaires ou de catégories de bénéficiaires, par offre au public ou par placement privé ; de l'autre, les augmentations avec indication des bénéficiaires ou des catégories de bénéficiaires. Ces deux types d'augmentation du capital avec suppression du DPS sont distincts l'un de l'autre et ne sont pas dans un rapport hiérarchique. Le Comité juridique de l'Association nationale des sociétés par actions (ANSA) a admis qu'aucun des deux ne l'emportait sur l'autre et que chacun pouvait être appliqué indépendamment : « *Le Comité juridique, s'il reconnaît que littéralement les textes accordent un libre choix entre les deux dispositions légales, estime néanmoins, afin d'assurer la meilleure transparence possible, qu'un émetteur ayant d'ores et déjà identifié précisément les souscripteurs potentiels au jour de l'assemblée devait communiquer à celle-ci une information équivalente à celle requise par le régime de l'art. L.225-138. A défaut, des actionnaires minoritaires pourraient contester l'opération au nom du défaut volontaire d'information* »<sup>3</sup>.

3.2 – Avant l'ordonnance de 2009, la différence entre les deux hypothèses était nette, par leurs modalités certes, mais surtout par leur finalité : l'augmentation par appel public à l'épargne, devenue offre au public, était une augmentation ouverte ; l'augmentation au profit de bénéficiaires déterminés ou à des catégories déterminées était une augmentation réservée.

L'ordonnance du 22 janvier 2009, en introduisant le placement privé à côté de l'offre au public dans l'art. L.225-136, a perturbé cette distinction. En effet, elle a permis une augmentation à la fois sans offre au public et sans indication des bénéficiaires ou de catégories de bénéficiaires dans trois cas : à des personnes fournissant le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers, à des investisseurs qualifiés, à un cercle restreint d'investisseurs (art. L.411-2, II, du code monétaire et financier, par renvoi de l'art. L.225-136, alinéa 1<sup>er</sup>, du code de commerce).

En prévoyant en particulier une augmentation de capital sans DPS au profit d'un groupe particulier de personnes (les investisseurs qualifiés) ou d'un groupe limité de personnes (le cercle restreint d'investisseur), l'ordonnance a créé un nouveau cas d'augmentation de capital qui n'est pas ouvert à tous, à la différence de l'augmentation par offre au public, mais qui n'est pas non plus réservée à des personnes ou catégories déterminées.

---

<sup>3</sup> - ANSA, 2009-III, Comité juridique, 8 avril 2009, n° 09-026, § 3.



4 - La question peut néanmoins se poser de savoir si la notion d'investisseur qualifié et celle de cercle restreint d'investisseurs ne relèvent pas de la notion de « *catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées* » de l'art. L.225-138, car, en cas de réponse positive, les deux textes (L.225-136 et L.225-138) devraient faire l'objet d'une application cumulée.

Tel n'est pas le cas ; ni le concept d'investisseur qualifié ni celui de cercle restreint ne s'identifient à une catégorie au sens de l'art. L.225-138, car ni l'un ni l'autre ne répondent à des caractéristiques suffisantes pour être déterminées au sens de ce texte.

4.1 – Pour les investisseurs qualifiés, c'est l'analyse déjà retenue par l'AMF. Cette autorité a publié, dès novembre 2004, une Position indiquant que « *La seule référence à la catégorie des investisseurs qualifiés n'apparaît pas, à cet égard, suffisante. En effet, les personnes morales, agissant pour compte propre, qui entrent dans l'énumération du décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998, sont extrêmement nombreuses et diverses. Il convient donc que les assemblées d'actionnaires précisent les caractéristiques des investisseurs visés* »<sup>4</sup>.

4.2 - Il en va évidemment de même, et à plus forte raison, pour le cercle restreint d'investisseurs, « *parce qu'un cercle restreint d'investisseurs, en ce qu'il se définit par le nombre d'investisseurs le composant, ne présente à proprement parler aucune caractéristique déterminée, tout au moins sous l'angle de la suppression du droit préférentiel de souscription* »<sup>5</sup>.

4.3 - Un auteur déjà cité va même plus loin : « *Aussi bien, il n'est pas utile de se demander si une opération de placement privé auprès d'investisseurs qualifiés, dont l'assemblée générale aurait pris le soin de préciser les critères d'appartenance, relève de l'art. L.225-138, I, du code de commerce. Une telle opération relève assurément de l'art. L.225-136. Il en va de même de l'opération de placement privé qui aurait lieu au profit d'un cercle restreint d'investisseurs dont l'identité serait connue au moment où l'assemblée générale statue. Il ne s'agirait pas d'une augmentation de capital réservée à des personnes dénommées mais d'une opération de placement privé soumise à l'art. L.225-136* »<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> - Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers, n° 8, novembre 2004, p. 79.

<sup>5</sup> - St. Torck, Position AMF sur les offres de titres financiers par placement privé : la voie de la raison : Droit des sociétés n° 10, octobre 2012, commentaire 168, p. 33.

<sup>6</sup> - St. Torck, Commentaire précité, p. 34.

## II – L'analyse de la Position de l'AMF.

5 - Dans sa Position, l'AMF commence par affirmer, à titre de prémisse, « *que l'objectif principal de ce type d'opération est l'ouverture du capital de la société à de nouveaux investisseurs* ».

Cette affirmation est doublement contestable.

5.1 - Elle l'est, en premier, au regard de la lettre du texte. Rien, dans l'art. L.225-136, ne vient concrétiser cette idée, de près ou de loin. Il renvoie aux cas de placement privé du II de l'art. L.411-2 du code monétaire et financier sans condition ni restriction, et ce dernier ne contient lui-même aucune condition ou restriction quand il vise des investisseurs qualifiés ou un cercle restreint d'investisseurs.

Le cercle restreint d'investisseurs, qui est au cœur de la préoccupation de l'AMF, repose uniquement sur un critère quantitatif et sur aucun autre élément. Cette notion comportait jadis un critère qualitatif (personnes liées aux dirigeants par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial), mais la loi du 26 juillet 2005 (prise en application de l'art. 3 de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003) l'a écarté au profit du seul critère du nombre (moins de 100 jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 2012, moins de 150 depuis lors).

L'AMF ne peut donc pas, pour cette première raison, être suivie lorsqu'elle affirme que l'objectif principal de ce type d'opération est l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs, puisque rien ne vient, dans le texte, imposer que le cercle restreint d'investisseurs soit composé, en tout ou en partie, de nouveaux investisseurs<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Non plus d'ailleurs que dans les autres hypothèses des articles L. 225-136 et L. 225-138.

5.2 - Elle ne peut être suivie pour une seconde raison, qui tient à la logique même du placement privé. A partir du moment où le placement privé s'entend d'un placement qui n'est pas ouvert au public, mais est limité soit à un groupe particulier de personnes – personnes fournissant le service de gestion de portefeuille ou investisseurs qualifiés – soit à un nombre limité de personnes - cercle restreint d'investisseurs - il est contradictoire d'affirmer que l'objectif d'un placement privé « est l'ouverture du capital de la société à de nouveaux investisseurs ».

En assignant un tel objectif au placement privé, l'AMF semble l'assimiler à l'offre au public, peut-être parce qu'il figure dans le même texte, l'art. L.225-136. Mais, c'est oublier que les deux ne sont pas de même nature ni de même finalité : l'offre au public est, par hypothèse, une offre ouverte à tous (ce qui ne signifie d'ailleurs pas qu'elle sera in fine souscrite par de nouveaux investisseurs) ; en revanche, le placement privé est, par hypothèse, une offre destinée à un nombre limité de personnes, personnes choisies soit à raison de leur activité (personnes fournissant le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers), soit à raison de leur qualité (investisseurs qualifiés), soit à raison de leur nombre limité (cercle restreint d'investisseurs).

Fondamentalement, le placement privé a été créé pour permettre aux émetteurs de faire appel à des financements substantiels sans pour autant devoir se placer sous le régime contraignant de l'offre au public. L'ordonnance n'a pas cherché à faciliter l'ouverture du capital à de nombreux investisseurs, mais, de manière plus limitée, à « faciliter le recours à ce mode de financement pour les sociétés, plus rapide et plus simple qu'une augmentation du capital par offre au public », selon ce qu'expose le Rapport au Président de la République qui introduit l'ordonnance du 22 janvier 2009.

5.3 - La prémisse du raisonnement de l'AMF est donc dénuée de fondement, de sorte que toute la suite en est atteinte.

6 - L'AMF estime cependant que « si une émission par placement privé avait comme unique ou principaux bénéficiaires les actionnaires ou dirigeants » cela « constituerait manifestement un recours abusif à cette forme de placement ».

Outre que l'AMF fonde son affirmation sur une conception personnelle de cette opération, dont on a vu qu'elle était démentie par la lettre et la logique du texte (voir § 5 ci-dessus), elle est contestable en soi.

En parlant de « recours abusif », l'AMF semble invoquer l'abus de droit. Mais, l'abus de droit est la faute qui consiste à exercer son droit sans intérêt pour soi-même et dans le seul dessein de nuire à autrui, ou à l'exercer en méconnaissance de ses devoirs sociaux<sup>8</sup>. Ce n'est évidemment pas le cas, car on ne peut présumer que les actionnaires et/ou les dirigeants sont animés par une intention de nuire, ni on ne découvre le « devoir social » qui leur imposerait de ne pas prendre part au vote. L'abus de droit n'est pas applicable à cette hypothèse.

En revanche, il pourrait s'agir d'une fraude à la loi. La fraude à la loi est, en effet, l'acte régulier en soi accompli dans l'intention d'éluder une loi impérative ou prohibitive et qui, pour cette raison, est frappé d'inefficacité<sup>9</sup>. La limite à l'utilisation du régime du placement privé pourrait venir d'une fraude qui consisterait à déguiser sous la forme d'un placement privé une augmentation de capital qui serait, dès l'origine, réservée à des personnes déterminées, qu'il s'agisse d'actionnaires ou non, de dirigeants ou non.

Mais la fraude ne se présume pas, elle se démontre, car elle réside dans une intention frauduleuse<sup>10</sup>. Elle ne peut donc pas être retenue *a priori*, comme le fait l'AMF.

En l'occurrence, il faudrait démontrer que l'émetteur a eu l'intention, dès le vote de la résolution fondée sur l'art. L.225-136 du code de commerce, de réserver l'augmentation de capital à des personnes nommément désignées ou à des catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées.

Or, dans l'hypothèse où l'émetteur n'a pas cherché à réserver le placement privé à des actionnaires et/ou des dirigeants et que ce n'est qu'à la suite de la mise en œuvre de l'augmentation de capital qu'il se trouve que celle-ci a été souscrite majoritairement ou en totalité par des actionnaires et/ou des dirigeants, alors que d'autres investisseurs potentiels ont été sollicités, il n'est pas possible d'y voir une fraude à la loi.

---

<sup>8</sup> - Vocabulaire juridique Capitant, v° Abus, de droit.

<sup>9</sup> - Vocabulaire juridique Capitant, v° Fraude, 2, à la loi.

<sup>10</sup> - B. Audit, Fraude, in Dictionnaire de la culture juridique, Lamy PUF.

7 - L'AMF avance enfin un dernier argument, spécifique aux dirigeants, tenant à ce qu'ils se trouveraient dans une situation de conflit d'intérêts potentiel s'ils participaient à la fixation du prix de souscription. Pour que cette crainte trouve un aliment, il faut être dans l'hypothèse dans laquelle l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir de déterminer le prix de souscription en application de l'art. L.225-136, 1°, alinéa 2 du code de commerce, dans la limite de 10 % du capital. En ce cas, les administrateurs ou les membres du directoire pourraient avoir à participer à une décision qui pourrait les concerner en tant que souscripteurs potentiels. Cette crainte pourrait en théorie également trouver un aliment dans le cas où le conseil d'administration ou le directoire se verrait déléguer le pouvoir de fixer les modalités de l'émission des titres en application de l'article L. 225-129-1 du Code de commerce.

Mais la conséquence radicale qu'en tire l'AMF ne peut être acceptée.

7.1 - En droit des sociétés, les conflits d'intérêts sont de plus en plus pris en compte<sup>11</sup> ; pour autant, il n'existe pas de principe général privant un actionnaire ou un dirigeant de son droit de participer à une décision collégiale au motif d'un conflit d'intérêts, il n'existe que des cas particuliers prévus par la loi. En effet, nul ne peut être privé de son droit de vote et, plus largement, de son droit de participer à une décision collégiale, si la loi ne le décide pas expressément, tant le droit de vote est un attribut essentiel de la qualité d'actionnaire<sup>12</sup>.

7.2 - La confirmation en vient précisément des textes en cause. En effet, l'art. L.225-138 dispose que lorsque l'assemblée supprime le DPS en faveur d'une catégorie de personnes, elle peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire le soin d'arrêter la liste des bénéficiaires au sein de cette catégorie et le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux. Or, alors que le même texte prend soin de préciser que les personnes nommément désignées ne peuvent pas prendre part au vote en assemblée, non seulement les bénéficiaires potentiels d'une catégorie n'en sont pas privés, mais les membres du conseil d'administration ou du directoire ne sont pas non plus interdits de participer à la décision qui arrête la liste des bénéficiaires et le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux, même s'ils peuvent en être les bénéficiaires.

---

<sup>11</sup> - D. Schmidt, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, Joly Editions, Version nouvelle, 2004. P-F. Cuif, Le conflit d'intérêts. Essai sur la détermination d'un principe juridique en droit privé : RTD Com. 2005/1, p. 1.

<sup>12</sup> - Cass.com., 9 février 1999, n° 96-1761 : BC 1999, IV, n° 44, p. 36. Cass.com., 23 octobre 2007, n° 06-16537 : BC 2007, IV, n° 225. Voir M. Germain, avec le concours de V. Magnier, Les sociétés commerciales, in Traité de droit commercial, 19<sup>ème</sup> éd., LGDJ, n° 1607, p. 412.

7.3 - La loi n'a donc pas voulu par principe interdire aux actionnaires de voter dans l'hypothèse de l'art. L.225-136, ni dans celle d'une catégorie de bénéficiaires de l'art. L.225-138. Elle n'a pas davantage voulu interdire aux dirigeants de participer à la décision sur la détermination du prix de souscription dans l'hypothèse de l'art. L.225-136, en cas de délégation, ni à la décision sur la détermination des bénéficiaires et du nombre de titres dans l'hypothèse de l'art. L.225-138.

A l'interdiction, elle a préféré des mesures d'encadrement. L'art. L.225-136 prévoit en effet :

- (i) une mesure préventive de limitation générale à 20 % du capital pour l'offre à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs,
- (ii) des directives relatives à la détermination du prix : en effet, soit le conseil d'administration ou le directoire agit par délégation générale de l'AGE sur le fondement de l'article L. 225-129-1 du Code de commerce : dans ce cas, il est tenu (comme l'est l'AGE en l'absence de délégation) d'arrêter le prix d'émission par référence au cours moyen pondéré des trois dernières séances précédant sa fixation, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 5%<sup>13</sup> ; soit, le conseil d'administration ou le directoire s'est vu déléguer spécifiquement le pouvoir de fixer le prix d'émission en application de l'article L. 225-136, 1°, 2<sup>ème</sup> alinéa, et dans ce cas, non seulement cette faculté de délégation est limitée à 10% du capital social par an, mais surtout le pouvoir du conseil d'administration ou du directoire ne peut s'exercer que par référence aux modalités déterminées par l'assemblée,
- (iii) dans l'un et l'autre des cas de délégation susvisés, une mesure de transparence *a posteriori* par l'obligation faite au conseil d'administration ou au directoire de faire un rapport complémentaire détaillé, certifié par le commissaire aux comptes, à la prochaine assemblée générale ordinaire sur les conditions définitives de l'opération et son incidence sur la situation des actionnaires.

L'art L. 225-138, s'il exige que l'assemblée fixe le prix et un plafond d'augmentation du capital, s'il interdit aux personnes nommément désignées de voter à l'assemblée, n'interdit pas non plus de voter aux bénéficiaires potentiels d'une catégorie ; dans ce dernier cas, il n'interdit pas aux dirigeants qui pourraient en être les bénéficiaires de participer à la décision du conseil d'administration ou du directoire chargé, dans l'hypothèse d'une délégation, d'arrêter la liste des bénéficiaires et le nombre

---

<sup>13</sup> En application de l'article R. 225-19 du Code de commerce.

de titres à attribuer à chacun d'eux et impose simplement que le conseil d'administration ou le directoire établisse un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par le commissaire aux comptes, décrivant les conditions définitives de l'opération.

Il est en effet habituel que, lorsque la loi prend en compte un conflit d'intérêts, elle n'en déduise pas une interdiction systématique, mais préfère l'encadrer et le révéler<sup>14</sup>. Le régime des conventions réglementées en est la preuve.

7.4 – Subsidiairement, à prendre la Position de l'AMF à la lettre, on peut se demander à partir de combien d'actionnaires concernés l'art. L.225-138 devrait recevoir application. En effet, cette Position vise le cas où l'émission aurait « *comme bénéficiaires uniques ou principaux les actionnaires ou dirigeants de la société* ». A partir de quel moment les actionnaires ou dirigeants sont-ils les bénéficiaires *principaux* ? Faut-il qu'ils forment, à eux seuls, la quasi-totalité des bénéficiaires ? Suffit-il qu'ils soient majoritaires ? En nombre ? En capital ?

8 – Au final, je considère qu'une augmentation de capital par placement privé décidée en application de l'art. L.225-136 du code de commerce peut être souscrite par des actionnaires et/ou dirigeants, quel qu'en soit le nombre, dans les conditions exposées ci-dessus.

9 - Pour terminer, notons qu'une Position de l'AMF n'a aucun caractère obligatoire. Il ne s'agit pas d'un texte à valeur réglementaire, même au sens le plus large, mais seulement d'une analyse à caractère doctrinal<sup>15</sup>. L'AMF elle-même la définit comme « *une interprétation des dispositions législatives et réglementaires entrant dans le champ des compétences de l'AMF, qui indique la manière dont elle les applique à des cas individuels, et qui est extériorisée dans un souci de transparence et de prévisibilité* »<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> - Voir les références citées à la note 11 ci-dessus.

<sup>15</sup> - Voir Th. Bonneau, Les positions de l'AMF : Droit des sociétés mars 2006, p. 1 ; L'AMF et le droit : Droit des sociétés mars 2008, p. 1.

<sup>16</sup> - AMF, Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF, 7 décembre 2010.

Il s'agit donc d'une simple interprétation, qui n'engage que l'AMF et laisse les émetteurs libres de prendre la responsabilité de retenir une autre interprétation, et qui, surtout, n'engage pas les juges. Elle n'engage pas, non plus, la Commission des sanctions de l'AMF<sup>17</sup>.

\*\*

\*

Voilà quelle est mon analyse. Vous pouvez en faire part à qui de droit.

Veillez croire, Monsieur le Délégué général adjoint, à l'expression de mes sentiments les plus distingués.



Agrégé des Facultés de droit

Professeur à l'Ecole de droit de la Sorbonne

Directeur du Master de droit bancaire et financier de l'Université Paris 1

Avocat au Barreau de Paris

---

<sup>17</sup> - Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 3 juillet 2012 : « *Considérant, au surplus, que ni la recommandation de la Commission des opérations de bourse de janvier 1993 ni celle de l'AMF du 29 octobre 2009 invoquées par la société X. ne peuvent avoir pour objet ou pour effet de déroger aux articles du code monétaire et financier et du règlement général cités plus haut* » ; ce qui vaut pour une Recommandation vaut, par identité de motif, pour une Position.