



Haut Comité Juridique  
de la Place financière de Paris

**RAPPORT SUR LES EFFETS  
COLLATÉRAUX DE  
L'EXTENSION DE LA NOTION  
EUROPÉENNE D'OFFRE AU  
PUBLIC DE TITRES FINANCIERS**

*du Haut Comité Juridique  
de la Place Financière de Paris*

**Le 25 mars 2019**



## RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL DU HCJP SUR LES EFFETS COLLATÉRAUX DE L'EXTENSION DE LA NOTION EUROPÉENNE D'OFFRE AU PUBLIC DE TITRES FINANCIERS

Dans sa séance plénière du 25 mars 2019, le HCJP a mis en place d'un groupe de travail sur les effets collatéraux de l'extension de la notion européenne d'offre au public de titres financiers et sur la meilleure manière d'adapter le droit français.

Les conclusions de ce groupe de travail, exposées ci-dessous, ont été examinées et approuvées par la HCJP le 25 mars 2019.

### I- La nécessité de pallier les effets collatéraux indésirables de l'extension de la notion européenne d'offre public

Ce groupe de travail a été constitué en vue de tirer les conséquences en droit français de la modification de la notion d'offre au public de valeurs mobilières par le règlement n° 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 dit « *prospectus* ». Contrairement à la directive « *prospectus* » n° 2003/71 du 4 novembre 2003, le nouveau règlement conçoit expressément la notion d'offre au public de manière si extensive qu'il conduit pratiquement à l'absorption de principe des cas de placements privés et, en conséquence, à la quasi-abolition de la distinction entre les cas d'offre au public et les cas de non-offre au public<sup>1</sup>. Concrètement, si une offre adressée à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs était jusque-là comprise, en tous cas dans une grande majorité d'États membres de l'Union européenne, comme ne constituant pas une « *offre au public* », ce qui expliquait qu'elle ne fût logiquement pas soumise à l'obligation d'établissement d'un prospectus, elle doit s'analyser, sous l'empire du règlement n° 2017/1129, comme une « *offre au public* » simplement dispensée de prospectus. Le droit français s'inscrivait dans la perspective différenciatrice majoritaire, en opposant nettement les opérations constitutives d'une offre au public, définies à l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, et les opérations non constitutives d'une offre au public, listées à l'article L. 411-2.

Si cette extension peut prêter le flanc à la critique dans son champ principal – l'établissement du prospectus –, et aurait à tout le moins mérité d'être signalée et explicitée par ses auteurs, le principe

---

<sup>1</sup> V. A. Pietrancosta, A. Marraud des Grottes, *La notion de « placement privé » abolie par le règlement Prospectus du 14 juin 2017 ?*, Bull. Joly Bourse, 2018, p. 60.



d'application directe du règlement européen interdit par construction aux États membres l'adoption de toutes dispositions qui pourraient y faire obstacle. Ce principe n'interdit pas, en revanche, qu'à l'extérieur du champ couvert par le nouveau texte européen, soient pris en compte au plan national les effets collatéraux de la réforme. Or, ceux-ci apparaissent significatifs en droit français, dans la mesure où l'expression d'offre au public y est omniprésente.

La liste est longue des occurrences des renvois législatifs et réglementaires à cette notion, en particulier :

- dans le code monétaire et financier, pour interdire ou autoriser l'offre au public de titres de créances négociables, bons de caisse, titres associatifs, titres financiers, instruments financiers ou parts sociales, voire définir la compétence de l'AMF,
- et dans les codes civil ou de commerce, pour y attacher des conséquences juridiques diverses, indépendantes de l'obligation d'établir un prospectus, qu'il s'agisse de l'article 1841 du code civil, qui trace le périmètre des sociétés habilitées à procéder à une offre au public, de l'article L. 223-11 du code de commerce relatif à l'émission d'obligations par les SARL, des articles L. 225-2 et suivants du code de commerce, à la constitution des sociétés anonymes avec ou sans offre au public, de l'article L. 225-131, pour l'émission d'actions réalisée moins de deux ans après la constitution d'une société, de l'article L. 225-136, pour l'émission de titres de capital sans droit préférentiel de souscription, de l'article L. 225-145 sur la garantie de bonne fin des émissions d'actions, de l'article L. 227-2 sur la faculté des SAS de procéder à une offre au public de titres financiers, des articles L. 229-11 et suivants sur les clauses statutaires autorisées dans les sociétés européennes qui n'entendent pas offrir leurs titres au public, ou de certaines dispositions pénales aggravantes au cas d'offres au public (art. L. 242-1, L. 242-17, 244-3).

À la lecture de ce qui précède, on conçoit sans peine le tremblement de terre juridique que constituerait un renvoi pur et simple, en ces domaines, à la notion d'offre au public telle qu'entendue par le Règlement Prospectus. La référence à l'offre au public comprise dans la plénitude de sa définition positive, qu'aucun tempérament ne viendrait ici contenir, aboutirait à rendre générales, et non plus spéciales, les dispositions d'ordre public supposées l'encadrer et à y soumettre des opérations purement privées, contre toute logique et, sans doute, contre les principes supérieurs de notre ordre juridique. Imagine-t-on la quasi-suppression des constitutions « *privées* » de SA ; la quasi-interdiction pour tout groupement non expressément autorisé à offrir ses titres « *au public* », à les « *offrir* » tout court, y compris dans le cercle le plus fermé ; ou encore l'élargissement de la mission assignée à l'AMF à la quasi-totalité des opérations d'offre d'instruments financiers, quels que soient le nombre et la qualité des destinataires ?<sup>2</sup> À l'évidence, l'excessive compréhension de la notion d'offre au public dans le Règlement Prospectus nécessitait un travail d'adaptation indispensable au plan national pour qu'un renvoi à cette notion puisse être opérant sans emporter de tels bouleversements.

---

<sup>2</sup> V. A. Pietrancosta, A. Marraud des Grottes, art. préc.



La difficulté a heureusement été détectée suffisamment en amont, ce qui a permis d'engager un processus de réflexion sur la meilleure manière d'éviter au droit français de subir à la date du 21 juillet 2019, marquant l'entrée en vigueur générale du règlement prospectus, le choc collatéral indésirable de l'élargissement de la définition européenne de l'offre au public de titres financiers. Cette réflexion a été menée au sein de ce groupe de travail, dont l'animation a été confiée au Professeur Alain Pietrancosta. Ses préconisations ont vocation à nourrir l'ordonnance prévue par le projet de loi PACTE (plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises), dont l'article 22 habilite le gouvernement à réformer le droit français des offres au public de titres financiers. Les projets de textes élaborés par les autorités publiques en lien avec le groupe de travail sont actuellement soumis à consultation publique.

## II- Présentation des modifications de textes préconisées

Les préconisations du groupe de travail, autour desquelles s'est dégagé un large consensus, reposent sur un double choix structurant, qui a servi de fil directeur pour la rédaction des modifications textuelles proposées.

### 2.1 - Un double choix structurant

Le groupe de travail souhaite proposer une clarification de la loi en la structurant de la manière suivante.

#### 2.1.1 - Le renvoi de principe à la définition européenne de l'offre au public

Le premier de ces choix a consisté à jouer le jeu du règlement européen et à s'aligner sur la nouvelle définition européenne de l'offre au public, en dépit des imperfections soulignées. Le groupe de travail a considéré qu'il convenait d'éviter un décalage entre une notion européenne d'offre au public – qui répondrait essentiellement à la question de savoir si un émetteur doit ou non établir un prospectus – et une notion française d'offre au public – qui servirait notamment à la détermination des émetteurs autorisés à procéder à une offre au public de leurs titres. S'il a un moment été envisagé de créer (ou plutôt recréer) une notion française d'appel public à l'investissement, destinée à opérer hors du champ prospectus, les inconvénients de ce désalignement par rapport à la définition européenne et les difficultés consécutives d'articulation des deux notions ont persuadé la majorité des membres de se détourner de cette option.

#### 2.1.2 - Le principe d'une réforme à droit constant

Le second choix structurant a porté sur la nécessité de demeurer à droit le plus constant possible, afin de lisser le passage à la notion européenne d'offre au public, notamment en évitant les effets de bord pour les émetteurs autorisés à faire offre au public. L'occasion a néanmoins été saisie de proposer une clarification dans la loi des points de droit consacrés jusqu'à présent par



la jurisprudence ou la doctrine, et de retravailler les textes dans une perspective de plus grandes clarté et lisibilité. L'article L. 411-2, par exemple, était constitué d'une succession de négations (« *ne constitue pas une offre au public* ») qui n'en facilitait pas la lecture. Le groupe de travail a également souhaité soumettre l'idée, relativement consensuelle, d'autoriser un groupement à offrir ses titres aux personnes qui en sont déjà membres.

## 2.2 - Articulation des modifications proposées

Éclairée par ces choix structurants, la réforme proposée des dispositions factuelles du code monétaire et financier relatives à l'émission de titres négociables et à l'offre au public de titres s'articulerait de la manière suivante.

**1/ Le principe général d'interdiction d'émettre des titres négociables ou d'offrir des titres au public**, sauf autorisation spéciale par la loi, serait inscrit à l'article L. 411-1. Il gagnerait en visibilité et en généralité d'une double manière, subjective et objective.

Au plan subjectif, tout d'abord, le périmètre du principe serait étendu à toutes personnes et entités, alors qu'en l'état actuel du droit positif, tel qu'exprimé à l'article 1841 du code civil, il se limite littéralement aux seules sociétés et, parmi celles-ci, aux seules dont le siège se situe en territoire français. La référence aux personnes et entités consacrerait une lecture tendant à la généralisation de la solution sociétaire, englobant l'ensemble des émetteurs de titres ou auteurs potentiels d'offres au public, qu'il s'agisse de personnes morales, de personnes physiques ou d'organismes non dotés de la personnalité juridique, de droit privé ou public, français ou étranger. Cette extension subjective justifie à elle seule le déplacement du principe d'interdiction de l'article 1841 du code civil à l'article L. 411-1 nouveau du code monétaire et financier.

Au plan objectif, le principe d'interdiction d'offre au public de titres couvrirait non seulement les opérations réalisées par les personnes ou entités émettrices des titres, mais aussi les opérations auxquelles pourrait procéder toute personne qui en serait titulaire. Cette extension expresse permettrait de clarifier la possibilité d'appréhender les situations dans lesquelles une personne – y compris physique – autre que l'émetteur, prétendrait proposer publiquement la cession de titres que la loi interdit à l'émetteur d'offrir au public. Elle conforterait l'objectivation de la prohibition, qui conduit à considérer prioritairement non pas l'auteur de l'opération mais le titre proposé, lequel peut ou ne peut pas être l'objet d'une offre au public. Cet ajout consacrerait ce qui, jusqu'à présent, n'était qu'une interprétation communément admise en doctrine<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> V. A. Pietrancosta, *Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché*, Étude Joly Sociétés, jan. 2019, n° 048.



Il est également proposé de généraliser l'emprise objective du texte quant aux titres concernés. Le principe d'interdiction d'offre au public s'appliquerait ainsi aux titres financiers, aux parts sociales et aux valeurs mobilières telles que définies par la directive MIF (art. 4(1)(44))<sup>4</sup>. Si les deux premières catégories de « titres », entendus *lato sensu*, sont déjà présentes dans la rédaction actuelle de l'article 1841 du code civil, il paraît nécessaire d'y ajouter les valeurs mobilières au sens du droit européen, dans la mesure où celles-ci constituent la notion de référence du règlement prospectus. Alors que ce règlement se contente de régir l'opération d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé de telles valeurs mobilières, sous le prisme du prospectus, il incombe logiquement au droit national de déterminer *a priori* les catégories de personnes ou d'entités habilitées à y procéder. Il ne résulte pas moins de ce renvoi direct au texte européen une innovation juridique importante puisque le droit français avait jusque-là, grâce au jeu de la transposition, adapté la notion européenne de valeurs mobilières, pour la distinguer notamment de la notion nationale de valeurs mobilières, définie par le code de commerce comme une sous-catégorie de titres financiers. Cette autonomisation de la notion européenne de valeurs mobilières rendra d'autant plus nécessaire la précision de son contenu, dont on a pu observer à la lumière de l'analyse effectuée en vue de la qualification des crypto-actifs, qu'il pouvait varier sensiblement entre États membres<sup>5</sup>.

Comme expliqué, la notion d'offre au public serait, par souci de simplification, entendue dans les termes du règlement prospectus. Cette définition, inchangée sur le fond, s'appliquerait indifféremment aux offres au public de titres financiers, de parts sociales ou de valeurs mobilières au sens de la MIFID. À l'alignement européen s'ajouterait ainsi l'extension de l'application à tout titre, ce qui permettrait de garantir l'existence d'une notion unique d'offre au public.

2/ Cet alignement de principe sur la définition européenne de l'offre au public conduirait à **modifier profondément la logique de l'article L. 411-2** du code monétaire et financier. Alors que cet article listait jusqu'à présent les offres de titres financiers non constitutives d'offres au public de titres financiers (placement privé, financement participatif notamment), il désignerait désormais une série d'opérations constitutives d'offres au public, au sens étendu de l'article L. 411-1, mais autorisées

---

<sup>4</sup> Rappelons qu'au sens de cette disposition de la MIFID, on entend par valeurs mobilières : « les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux, à l'exception des instruments de paiement, telles que :

a) les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités, ainsi que les certificats représentatifs d'actions ;

b) les obligations et autres titres de créance, y compris les certificats représentatifs de tels titres ;

c) toute autre valeur donnant le droit d'acquies ou de vendre de telles valeurs mobilières ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, à des matières premières ou à d'autres indices ou mesures ; »

à l'exception des instruments du marché monétaire au sens de l'art. 4(1), point 17), de la MIFID, définis comme « les catégories d'instruments habituellement négociés sur le marché monétaire, telles que les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les effets de commerce à l'exclusion des instruments de paiement ; » dont l'échéance est inférieure à douze mois.

<sup>5</sup> V. ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 January 2019 | ESMA50-157-1391.





par nature. Cette extraction du champ de l'interdiction énoncée à l'article L. 411-1 d'opérations, dont certaines sont intrinsèquement privées et ne portent pas sur des valeurs mobilières au sens de la MIFID, a principalement pour objet de prévenir les effets de bord liés à l'extension de la notion d'offre au public.

Serait visée, en premier lieu, l'offre de titres – que ceux-ci appartiennent ou non à la catégorie des titres financiers ou des valeurs mobilières – adressée exclusivement à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte propre ou à des investisseurs qualifiés, entendus au sens du règlement européen. Comparée à la situation décrite actuellement à l'article L. 411-2 II, la nouvelle rédaction emporterait une double modification à but de simplification et de clarification.

D'une part, la référence expresse « *aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers* » disparaîtrait, pour la raison que ces gestionnaires sont d'ores et déjà compris dans la catégorie des investisseurs qualifiés. Les investisseurs qualifiés sont en effet définis par le règlement prospectus comme « *les personnes ou les entités qui sont énumérées à l'annexe II, section I, points 1) à 4), de la directive 2014/65/UE et les personnes ou entités qui sont traitées à leur propre demande comme des clients professionnels, conformément à la section II de ladite annexe, ou qui sont reconnues en tant que contreparties éligibles conformément à l'article 30 de la directive 2014/65/UE, à moins qu'elles n'aient conclu un accord pour être traitées comme des clients non professionnels conformément à la section I, quatrième alinéa, de ladite annexe. Aux fins de l'application de la première phrase du présent point, si l'émetteur en fait la demande, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit lui communiquent la classification de leurs clients, sous réserve du respect de la législation sur la protection des données applicable ;* » (art. 2(e)). Or, l'annexe II, section I, points 1) a), de la directive 2014/65/UE vise expressément les « *entreprises d'investissement* ». La gestion de portefeuille, définie à l'article 4 de MIF comme « *la gestion discrétionnaire et individualisée de portefeuille incluant un ou plusieurs instruments financiers, dans le cadre d'un mandat donné par le client* », constituant un service d'investissement (en application de l'Annexe I – Section A - de la directive 2014/65/UE) et celui qui fournit ce service étant une « *entreprise d'investissement* », il en résulte que le gestionnaire de portefeuille pour compte de tiers est un investisseur qualifié.

D'autre part, les investisseurs qualifiés pouvant ne pas agir « *pour compte propre* », il serait précisé dans la nouvelle rédaction que la condition concerne uniquement les investisseurs appartenant à un cercle restreint.

Serait reprise, en deuxième lieu, l'offre de titres financiers réalisée dans le cadre d'un financement participatif ou *crowdfunding*, figurant aujourd'hui à l'article L. 411-2 I bis du code monétaire et financier.

En troisième lieu, la proposition serait faite d'autoriser expressément l'offre de titres de capital ou de parts sociales adressée exclusivement aux associés de l'émetteur concerné (pratique autorisée jusqu'à présent, pour les sociétés, en vertu d'une interprétation doctrinale du code de



commerce). À la différence des cas précédents, calés sur les exemptions de prospectus prévus par le règlement européen, une offre placée auprès des associés de l'émetteur pourrait donner lieu à prospectus lorsqu'elle porte sur des valeurs mobilières et que les associés concernés ne sont pas tous des investisseurs qualifiés ou que leur nombre excède le plafond du cercle restreint d'investisseurs.

**3/ L'article L. 411-2-1** du code monétaire et financier entend faire un sort particulier aux opérations actuellement présentes à l'article L. 411-2 I qui exclut du champ des offres au public certaines opérations sur des bases quantitatives liées au montant global modeste de l'offre (moins de 8 millions d'euros) ou à l'importance du ticket d'entrée pour les investisseurs (100 000 €). Ces cas d'exclusion avaient jusque-là pour commun dénominateur d'être réservés aux seuls émetteurs autorisés à offrir publiquement leurs titres. Dans la mesure où ils concernent des émetteurs déjà admis par voie de dispositions générales ou spéciales à proposer leurs titres au public, il n'est pas utile de les inclure dans liste des opérations autorisées par nature dressée à l'article L. 411-2. L'isolement de ces situations présenterait néanmoins l'intérêt, d'une part, de pouvoir « *reconstituer* », par le jeu de renvois faisant référence à cet article L. 411-2-1, le champ d'application historique de l'« *offre au public* » (v. par ex. l'article L. 228-51 du code de commerce en matière obligataire), et d'autre part, de conférer à l'AMF le soin de préciser les seuils des catégories d'opérations auxquelles la loi peut attacher un régime juridique particulier (à l'instar du document d'information non constitutif de prospectus, requis pour les offres au public inférieures à 8 millions d'euros).

**4/ L'article L. 411-3** du code monétaire et financier compléterait la liste des dispositions légales trans-émetteurs autorisant l'offre au public de titres provenant de certains émetteurs. Le droit français saisissant en principe l'opération sur son lieu de réalisation, en tant que loi de police du marché, dans le respect des engagements internationaux de la France et spécialement du droit de l'Union européenne, le champ des autorisations couvrirait également des opérations portant sur des titres émis par des personnes et entités étrangères.

L'article L. 411-3 autoriserait ainsi l'offre au public en France de titres financiers émis par une série de personnes et entités françaises, de statut public ou privé telles que l'État, les collectivités territoriales, la Banque centrale, les établissements publics administratifs (EPA), les établissements publics industriels et commerciaux (EPIC), les établissements publics de santé de l'État ou d'une collectivité territoriale, les entreprises du secteur public, les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et la Caisse des dépôts et consignations, les sociétés de financement, les GIE et sociétés en nom collectif composés exclusivement de sociétés par actions, la caisse d'amortissement de la dette sociale, les OPC. À ces entités s'ajouteraient, d'une part, les homologues étrangères d'un certain nombre d'entre elles (notamment États et collectivités territoriales), et d'autre part, les institutions européennes et organisations internationales.

Le **paragraphe 12** autoriserait, de son côté, l'offre au public en France de titres émis sur le fondement d'un droit étranger par des personnes ou entités autres que celles indiquées ci-dessus. L'autorisation





serait soumise à la double condition que l'émetteur concerné puisse en vertu de sa loi nationale procéder à une telle opération et qu'il présente des garanties, tenant à sa forme juridique et son capital, équivalentes à celles applicables aux entités françaises autorisées à procéder à une telle offre au public. La première réserve permettrait d'éviter de conférer à l'émetteur étranger une capacité plus grande en France que dans son pays d'origine. La seconde réserve, inspirée par le principe international d'assimilation, chercherait à prévenir la création d'un privilège au profit des émetteurs étrangers ou, si l'on préfère, l'établissement d'une discrimination à rebours au détriment des émetteurs autochtones. En matière de valeurs mobilières, entendues au sens de la directive MIF, elle ne saurait être comprise comme susceptible de porter atteinte à l'application pleine et entière des dispositions du règlement prospectus.

5/ Toutes les occurrences de la notion d'offre au public figurant dans les parties législatives et réglementaires des codes, dans le règlement général de l'AMF et dans la doctrine de l'AMF seraient examinées et modifiées, dans la ligne des évolutions proposées ci-dessus des articles faitiers organisant le régime de l'offre au public, de manière à ce que leur adaptation s'opère à droit essentiellement constant. L'objectif est en effet de s'assurer que l'entrée dans le champ des offres au public d'opérations qui jusqu'à présent n'étaient pas considérées comme telles (placements privés notamment) n'entraîne pas d'exigences additionnelles à satisfaire pour les intéressés. Environ 120 occurrences de l'expression offre au public ou de dérivés de cette expression ont été recensés dans les parties législatives et réglementaires de nos codes. Elles figurent à titre principal dans le code de commerce et le code monétaire et financier, et de manière plus limitée dans le CGI, le code des assurances, le code pénal, le code des sports, le code forestier ou le code rural. Un tableau complet des modifications préconisées est annexé au présent rapport.

### **III- Prochaines étapes et calendrier**

Le groupe de travail a longuement étudié la rédaction des articles faitiers établissant le régime de l'offre au public. La rédaction des articles L. 411-1 à L. 411-3 nouveaux est stabilisée (voir annexe 1). Il a également examiné les modifications de rédaction envisagées dans les parties législative et réglementaire du code de commerce étant donné leur impact potentiel sur les sociétés.

Une consultation publique a été ouverte par la direction générale du Trésor sur l'ensemble des modifications des textes (articles faitiers et modifications des occurrences). Cette consultation est ouverte du 17 avril au 17 mai 2019 à l'adresse suivante : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2019/04/17/ouverture-d-une-consultation-publique-sur-le-theme-de-la-reforme-des-offres-au-public-de-titres-financier-optf>.

L'ordonnance devrait être finalisée sur cette base pour une adoption finale en juillet avant l'entrée en vigueur du règlement prospectus.



## **ANNEXE 1**

*Disposition factières relatives au régime des  
offres au public*



## DISPOSITIONS FAÏTIÈRES RELATIVES AU RÉGIME DES OFFRES AU PUBLIC

### Article 1841 du code civil

Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une **offre au public de titres financiers**, d'émettre des titres négociables ou de procéder à **une offre au public**, au sens de l'**article L. 411-1 du code monétaire et financier**, de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis.

### Article L. 411-1 du code monétaire et financier

Il est interdit aux sociétés **personnes ou entités** n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public, **au sens du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017**, de titres, **au sens du dernier alinéa du présent article**, ~~financiers ou de parts sociales, ou d'émettre des titres négociables ou de procéder à une offre au public, au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, de parts sociales,~~ à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis.

**Il est également interdit à toute personne ou entité de procéder à une offre au public portant sur les titres d'une autre personne ou entité n'ayant pas elle-même été autorisée par la loi à faire offre au public de ses titres, à peine de nullité des contrats conclus.**

**Les titres soumis au principe d'interdiction de procéder à une offre au public énoncé au présent article et précisé par les autres dispositions du présent chapitre sont :**

- les titres financiers ;
- les parts sociales ;
- les valeurs mobilières au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 44) de la directive 2014/65/UE.



### **Article L. 411-2 du code monétaire et financier (version Loi Pacte - 15 mars 2019)**

(...) II.- **Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1** l'offre qui s'adresse exclusivement :

1. Aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ;
2. À des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre.

Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret.

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.(...)

I bis.- **Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1** l'offre :

- 1° 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 ;
- 2° 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 ;
- 3° 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

### **Article L. 411-2 du code monétaire et financier**

**Par dérogation aux dispositions de l'article précédent mais sans préjudice du principe d'interdiction d'émettre des titres négociables, les offres au public suivantes sont autorisées à toutes personnes ou entités :**

~~[1. l'offre qui s'adresse exclusivement aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ;]~~

1. l'offre **de titres** qui s'adresse exclusivement à ~~des investisseurs qualifiés~~ ou à un cercle restreint d'investisseurs, ~~sous réserve que ces investisseurs agissent 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** ~~ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret.~~ 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 ;

2. l'offre :

- 1 **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 ;
- 2 **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 ;
- 3 **c)** et dont le montant total est inférieur à un



fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. 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.

est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

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.

**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.**



### Article L. 411-2 du code monétaire et financier (version Loi Pacte-15 mars 2019)

I.- Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1 l'offre qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du II de l'article L. 211-1, lorsqu'elle porte sur des titres que l'émetteur est autorisé à offrir au public et :

1. dont le montant total est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général ;
2. ou lorsque les bénéficiaires de l'offre acquièrent ces titres financiers pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;
3. ou lorsque la valeur nominale de chacun de ces titres financiers est supérieure à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

### Article L. 411-2-1 du code monétaire et financier

**Des conditions particulières peuvent être attachées aux offres au public de titres suivantes dont les seuils sont fixés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour les titres financiers et par décret pour les autres titres :**

1. **l'offre au public inférieure à un certain** montant. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général ;
2. **l'offre au public dont** les bénéficiaires acquièrent les titres financiers pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un montant ;
3. **l'offre au public dont** la valeur nominale de chacun des titres financiers est supérieure à un montant.





### **Article L. 411-3 du code monétaire et financier**

Ne sont pas soumises aux dispositions du présent titre l'offre ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé :

1. de titres financiers inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un État membre de l'Union européenne ou par un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
2. de titres financiers émis par un organisme international à caractère public dont la France fait partie ;
3. de titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
4. de titres financiers émis par un OPCVM ou un FIA relevant des paragraphes 1, 2, 3 et 6 de la sous-section 2, de la sous-section 3 et de la sous-section 4 de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II ;
5. de titres de créances négociables d'une durée inférieure ou égale à un an ;
6. de titres financiers, autres que des titres de capital, émis d'une manière continue ou répétée par un établissement de crédit, lorsque le montant total de l'offre dans l'Union européenne est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, ce montant étant calculé sur une période de douze mois, pour autant que ces titres financiers :
  - a) ne soient pas subordonnés, convertibles ou échangeables ;
  - b) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de titres financiers et ne soient pas liés à un contrat financier.

### **Article L. 411-3 du code monétaire et financier**

L'offre au public portant sur les titres financiers suivants est autorisée :

1. des titres financiers émis par un État ;
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 l'État ou d'une collectivité territoriale ;
6. des titres financiers émis par les entreprises du secteur public ;
7. des titres financiers émis par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et la Caisse des dépôts et consignations ;
8. des titres de créances négociables émis par les groupements d'intérêt économique et les sociétés en nom collectif, composés exclusivement de sociétés par action ;
9. des titres financiers émis par la caisse d'amortissement de la dette sociale instituée par l'article 1er de l'ordonnance n°96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale ;
10. des titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un État ;
11. des titres financiers d'organismes de placement collectif sans préjudice des dispositions qui leur sont applicables ;



12. des titres émis sur le fondement d'un droit étranger dès lors que la personne ou entité étrangère émettrice peut en vertu de sa loi procéder à une telle opération et qu'elle 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.



## *COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL*



## COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

### **PRÉSIDENT :**

- **Alain PIETRANCOSTA** (Paris I)

### **MEMBRES :**

- **Renaud BONNET** (Jones Day)
- **Claire BOIGET** (Amafi)
- **Pierre-Yves CHABERT** (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton)
- **Nadège DEBENEY** (Jones Day / HCJP)
- **Gérard GARDELLA** (HCJP)
- **Hervé LE NABASQUE** (Paris I)
- **Delphine MARCHAND-SAURI** (Allen & Overy)
- **Alexis MARRAUD des GROTTEs** (Orrick)
- **Marie-Aude NOURY**

### **REPRÉSENTANTS DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS :**

- **Olivier BOULON**
- **Stéphanie CABOSSIORAS**
- **Pauline CHADENET**
- **Florian DENIS**
- **Louis-Charles HEVIN**

### **REPRÉSENTANT DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR**

- **Geoffroy CAILLOUX**
- **Mayeul TALON**



## **ANNEXE 3**

### ***Tableau complémentaire des propositions de modifications***

*À consulter sur le site du HCJP  
en téléchargeant le document joint  
au rapport : ANR26-Annexes*