

SOMMAIRE

Introduction.....	11
-------------------	----

CHAPITRE 1

LES GRANDS PRINCIPES DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE RÉGISSANT LES OFFRES AU PUBLIC DE TITRES NON COTÉS	15
--	-----------

1.1	Comment se caractérise une offre au public de titres ?	16
------------	---	-----------

1.2	Un régime juridique d’interdiction des offres au public de titres sauf exceptions	17
------------	--	-----------

1.2.1	Les sociétés autorisées à émettre des titres par offre au public	18
-------	---	----

1.2.2	Les personnes autres que les sociétés autorisées à émettre des titres par offre au public.....	19
-------	---	----

1.3	L’obligation d’établir un prospectus validé par l’AMF préalablement à la diffusion de toute offre au public de titres	19
------------	--	-----------

1.4	Les offres exemptées de prospectus mais soumises à l’obligation d’établir un document d’information synthétique (DIS) : la porte ouverte à une démocratisation des offres au public de titres non cotés	21
------------	--	-----------

1.5	Les autres exemptions à l’obligation d’établir un prospectus	23
------------	---	-----------

1.5.1	Les anciens cas de placement privé.....	24
-------	---	----

1.5.1.1	La notion de cercle restreint.....	24
---------	------------------------------------	----

1.5.1.2	La notion d’investisseur qualifié	25
---------	---	----

1.5.2	Les offres proposées par l’intermédiaire d’une plateforme de financement participatif (<i>crowdfunding</i>)	27
-------	--	----

1.5.2.1	Les grandes lignes du régime français actuel de financement participatif en titres	27
---------	---	----

1.5.2.2	Le régime du financement participatif à l’aune du passeport européen instauré par Règlement (UE) 2020/1503 du 7 octobre 2020	31
---------	--	----

1.5.3	Les exemptions à l'obligation d'établir un prospectus en fonction du montant unitaire (ticket) d'investissement	36
1.6	Les principales sanctions applicables au non-respect de la réglementation relative aux offres au public de titres	36
1.6.1	Sanctions pénales	36
1.6.2	Sanctions administratives	36
1.6.3	Sanctions civiles	37
1.7	La législation applicable à chaque émetteur encadrant les émissions de titres	39

CHAPITRE 2

LES PRINCIPALES ÉTAPES JURIDIQUES À PRÉVOIR POUR UNE OFFRE AU PUBLIC DE TITRES	43
2.1 Les offres soumises à l'obligation d'établir un prospectus ...	44
2.1.1 Les contrôles complémentaires (de celui de l'AMF) requis dans le cadre d'une offre soumise à prospectus	44
2.1.2 Le cadre applicable au prospectus relatif à l'offre de titres financiers	46
2.1.2.1 Quelques recommandations pratiques préalables à l'établissement du prospectus relatif à l'offre de titres financiers	46
2.1.2.2 Le contenu du prospectus relatif à l'offre de titres financiers	47
2.1.2.3 L'approbation par l'AMF du prospectus relatif à l'offre de titres financiers	58
2.1.2.4 Le régime juridique encadrant la documentation commerciale relative à une offre de titres financiers soumise à prospectus	61
2.1.3 Le prospectus spécifique à l'offre de parts sociales de coopérative	64
2.1.3.1 Quelques recommandations pratiques préalables à l'établissement du prospectus relatif à l'offre de parts sociales de coopérative	66
2.1.3.2 Le processus de demande d'autorisation de l'offre sur la base d'un projet de prospectus relatif à une offre de parts sociales de coopérative	67
2.1.3.3 La documentation nécessaire à l'instruction du projet de prospectus relatif à une offre de parts sociales de coopérative	68

2.1.3.4	Le contenu du prospectus spécifique aux parts sociales de coopérative	70
2.1.3.5	La diffusion des documents relatifs à une offre de parts sociales de coopérative.....	74
2.1.3.6	Le régime juridique encadrant la documentation commerciale relative à une offre de parts sociales de coopérative.....	75
2.2	Les offres exemptées de prospectus demeurant soumises à l'obligation d'établir un DIS (dont le montant total est inférieur à huit millions d'euros sur 12 mois consécutifs)....	76
2.2.1	Les offres de titres émis par des sociétés commerciales soumises à l'obligation d'établir un DIS.....	76
2.2.1.1	Quelques recommandations pratiques préalables à un projet d'offre émise par une société commerciale	76
2.2.1.2	Les points clés à retenir dans le cadre de l'établissement du DIS relatif à une offre de titres d'une société commerciale	77
2.2.1.3	Le contenu du DIS relatif à une offre de titres émis par une société commerciale	79
2.2.1.4	La réglementation visant la documentation commerciale relative à une offre de titres financiers sujette à DIS.....	80
2.2.2	Les offres de parts sociales émises par une société coopérative soumises à l'obligation d'établir un DIS.....	81
2.2.2.1	Les points clés à retenir dans le cadre de l'établissement du DIS relatif à une offre de parts sociales émises par une société coopérative	81
2.2.2.2	Les modalités de dépôt du DIS spécifique à l'offre de parts sociales émises par une société coopérative.....	82
2.2.2.3	Le contenu du DIS spécifique à l'offre de parts sociales émises par une société coopérative	82
2.2.2.4	Les modalités de transmission du DIS spécifique à l'offre de parts sociales de société coopérative	84
2.2.2.5	Les communications à caractère promotionnel relatives à une offre de parts sociales de société coopérative.....	84
2.2.3	Focus sur les pactes d'actionnaires, la gouvernance et la raison d'être des entreprises souhaitant lancer une offre	85

CHAPITRE 3**L'IMPORTANCE DE LA CAMPAGNE****DE COMMUNICATION/COMMERCIALISATION AUTOUR****DE L'OFFRE AU PUBLIC DE TITRES** 87**3.1 L'encadrement réglementaire du contenu et de la diffusion des communications à caractère promotionnel relatives à une offre au public de titres** 88**3.2 L'encadrement réglementaire applicable aux activités liées à la commercialisation de titres** 89

3.2.1 Les acteurs de la commercialisation de titres 89

3.2.2 Les services entourant la commercialisation de titres 91

3.2.2.1 Les services d'investissement relevant d'une activité réglementée par la Directive MIF 2 91

3.2.2.2 Le service de démarchage financier est prohibé en l'absence de prospectus 94

3.2.2.3 L'application potentielle de la Directive AIFM 98

3.2.3 L'intérêt de recourir à une plateforme digitale de *crowdfunding* 99

3.2.3.1 En l'état actuel de la réglementation française (avant l'application du Règlement ECSP) 99

3.2.3.2 Après la mise en œuvre du Règlement ECSP au niveau européen 102

Tableau de synthèse des sociétés et titres éligibles aux offres au public de titres 104**Tableau de synthèse du champ d'application des possibilités d'offre au public et d'exemption de prospectus par les principaux types d'émetteurs et de titres** 105**Lexique** 107**Principaux textes cités** 109

INTRODUCTION

Les tendances économiques et les évolutions réglementaires de la dernière décennie ont mis en lumière un besoin renforcé de diversifier les sources de financement des sociétés et des groupes, que ce soit sous forme de dette ou de fonds propres¹. C'est dans ces circonstances que l'Amérique du Nord puis l'Europe ont vu se développer des opérations de levées de fonds par des sociétés non cotées diffusées auprès du public, en dehors des marchés financiers². En France, la diffusion auprès du public d'offres de souscription de titres éligibles à des avantages fiscaux représente, depuis plusieurs décennies, un nombre significatif d'opérations chaque année.

Il s'agit, en général, pour une société non cotée de renforcer ses fonds propres par l'émission d'actions ou de parts sociales (selon sa forme juridique), ou bien de trouver un financement en fonds propres assimilés par émission de titres participatifs, d'obligations remboursables, ou en dette par émission d'obligations simples ou convertibles, en ouvrant au grand public la possibilité de les souscrire. D'autres formes juridiques comme des associations ou des mutuelles ont recours à ce type d'opérations pour se financer.

Ce mode de financement est à distinguer du financement en prêt, qui fait également l'objet d'une réglementation (dérogeant au monopole bancaire) permettant au public de financer une entreprise sous certaines conditions. Le financement en titres est généralement requis lorsque la levée de fonds vise au renforcement des fonds propres ou encore à prendre un niveau de risque supérieur à ce qui serait acceptable au titre d'un financement bancaire. Le financement en prêt reste contraint par la réglementation applicable aux contrats de prêt (taux de l'usure, pas de décision relevant d'une assemblée prise à la majorité des votes prêteurs...). Ainsi, le financement en titres revêt toute son importance – et c'est même l'objet classique des introductions en Bourse (IPO)³ – en répondant aux

1. Ou assimilés.

2. C'est ainsi que le financement participatif s'est créé. S. ROY et M. OUCHALLAL, « Vers un modèle de *crowdfunding* à la française », *La Tribune*, 3 avril 2014 ; D. STUCKI, Financer une entreprise par le *crowdfunding* : les nouvelles règles du financement participatif, coédition Eyrolles-RB Édition, 2017 ; Pierre-Henri CONAC, « Le nouveau régime du financement participatif (*crowdfunding*) », *Rev. sociétés* 2014. 461 ; *BRDA* 19/14, Éd. Francis Lefebvre, 15 oct. 2014, Inf. 27 ; G. CHAVANET, « La publication du décret relatif au financement participatif parachève le dispositif français du *crowdfunding* », *RLDA*, collection LAMY, n° 99, décembre 2014 ; Anne SIMONET, « Financement participatif, le cadre légal en voie de régulation », *Agefi Actifs*, 11/04/2014.

3. En anglais : *Initial public offering* (IPO).

besoins de financement long terme d'une entreprise sur la base d'un plan d'affaires (*business plan*) déterminé. Les crises sanitaires liées aux pandémies de Covid-19 pourraient étendre le champ des possibilités en matière de prêts participatifs ou de financements bénéficiant d'une garantie publique.

Sur le plan macroéconomique, les risques qu'implique un investissement en titres – par définition dématérialisés et le plus souvent sans valeur de marché préétablie objective – requièrent une protection forte des intérêts des épargnants, de sorte que l'accès aux opérations d'offre au public de titres financiers (auparavant désignées « opérations d'appel public à l'épargne ») est historiquement soumis à de fortes contraintes édictées par législateur à travers le droit boursier.

Les opérations d'offre au public de valeurs mobilières (qu'elles portent sur des sociétés cotées en Bourse ou non) sont strictement régulées par une réglementation dense de périmètre européen⁴, complétée par la réglementation nationale. En France, les opérations d'offre au public sont supervisées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) en tant qu'autorité régulatrice, de contrôle et de sanction de ces opérations et des acteurs exerçant certaines activités financières.

Les opérations d'offre au public – en principe soumises à l'obligation d'établir un prospectus devant faire l'objet d'une autorisation préalable de l'AMF – se sont développées mais sans excès compte tenu des obligations d'information et de contrôle relativement lourdes et coûteuses qu'elles exigent. On notera d'ailleurs que les offres intervenues ces dernières années étaient souvent le fait d'entités émettrices adossées à un groupe auquel appartient une société de gestion de portefeuille intervenant dans la commercialisation des titres, alors que ces opérations ont vocation à pouvoir bénéficier à toutes sociétés ou entités émettrices, sous réserve de respecter leurs conditions d'éligibilité.

Les opérations d'offre au public de titres se sont développées grâce aux canaux de diffusion *via* Internet et les réseaux sociaux et autres messageries électroniques. Aussi la réglementation a-t-elle cherché à appréhender plus largement ces opérations en facilitant leur réalisation *via* des plateformes en ligne de *crowdfunding* ou plateformes d'investissement participatif agréées par l'AMF, qui réduisent sensiblement le coût des services associés.

Dans un contexte de taux bas et d'incertitude liée au Brexit, le nombre d'introductions en Bourse est resté faible en 2019, notamment pour celles qui sont effectuées sur les marchés financiers dits « MTF »⁵. Le nombre total d'émis-

4. Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la Directive 2003/71/CE, dit Règlement Prospectus.

5. La Directive MiFID 2 a introduit la création d'une nouvelle catégorie de systèmes multilatéraux de négociation (« Multilateral Trading Facility » ou MTF). Voir la définition dans

sions réalisées par les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les offres au public de titres de capital ainsi que de parts sociales et certificats mutualistes, toutes confondues, s'est élevé à 120 sur l'année 2019, avec un nombre stable de prospectus d'offre au public sans admission sur un marché réglementé, en ce compris soixante-quinze prospectus d'émissions de parts sociales ou de certificats mutualistes⁶.

L'année 2019 a apporté de nouvelles réformes législatives qui devraient permettre le développement et, dans une certaine mesure, la démocratisation de ce type d'opérations dans les prochaines années. En effet :

- les possibilités d'offre au public ont été ouvertes aux sociétés coopératives revêtant la forme de société anonyme par la loi Pacte⁷ ;
- les cas de dérogation à l'obligation d'établir un prospectus ont été assouplis, du fait de l'entrée en vigueur du règlement européen dit « Règlement Prospectus »⁸. Désormais, les entreprises ayant certaines formes sociales peuvent envisager de se financer en ouvrant leur capital ou en émettant des titres de dette⁹, pour un montant inférieur à 8.000.000 d'euros¹⁰, sans avoir à établir un prospectus soumis à l'approbation de l'AMF, ce qui représente une petite révolution dans l'univers de l'investissement non coté ouvert au public (voir section 2.2 ci-après) ;
- accessoirement les anciens cas de placement privé (visant les offres réservées à un cercle restreint ou à des investisseurs dits qualifiés) ont été légèrement révisés par le Règlement Prospectus, et, de fait, élargis dans leur champ d'application, mais plus contraints de par l'application partielle du Règlement Prospectus (voir section 1.5 ci-après).

Pour cette raison, le financement par l'ouverture au public des souscriptions d'actions, d'obligations ou de parts sociales de coopérative (désignées sous le terme de « titres »)¹¹ est désormais facilité et sera plus fréquemment approprié. L'occasion devrait se présenter en particulier lorsque la sensibilisation du public au projet d'entreprise ou à la raison d'être de l'entreprise fait sens. De plus, la crise sanitaire liée à la Covid-19 a eu, dans l'ensemble, pour effet d'alourdir l'endettement des entreprises, du fait des financements

le lexique de fin de ce vade-mecum.

6. Contre 150 en 2018 et 176 en 2017 (*source* : AMF, *Rapport annuel 2019*, p. 67).
7. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.
8. Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la Directive 2003/71/CE, dit Règlement Prospectus.
9. Des obligations simples, convertibles ou remboursables.
10. Sur douze mois consécutifs.
11. Voir la définition de « titres » dans le lexique de ce vade-mecum.

bancaires que constituent les prêts garantis par l'État (PGE), et, en conséquence, a davantage accru le besoin de renforcement des fonds propres des entreprises.

Il n'en demeure pas moins que l'ouverture au public de la souscription à l'émission de titres émis par des sociétés non cotées fait l'objet de règles strictes en matière de commercialisation et de communication (voir section 3 ci-après), sous peine de sanctions pouvant être sérieuses¹². Ainsi, ce vade-mecum est destiné aux sociétés et groupes envisageant d'ouvrir au public la souscription de titres qu'ils entendent émettre, afin de bénéficier pleinement des nouvelles opportunités ainsi offertes, sans s'exposer inutilement à des risques inconsidérés.

12. Voir la section 1.6 ci-après.