

Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 48 (1990)

Heft: 2

Artikel: L'appel public à l'épargne : un point de vue comparatif

Autor: Sortais, Jean-Pierre

DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-139962>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

Download PDF: 12.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>

L'appel public à l'épargne: un point de vue comparatif

Jean-Pierre Sortais

*Professeur,
Faculté de droit,
Université de Lausanne*

Voici plusieurs décennies qu'en France le législateur se préoccupe de protéger ceux qu'il est convenu d'appeler les épargnants contre les procédés parfois excessifs d'une publicité financière dont ils sont une cible privilégiée. Déjà une loi ancienne, du 30 janvier 1907, entendait imposer certaines règles concernant «l'émission, l'exposition, la mise en vente ou l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations ou de titres, de quelque valeur que ce soit, de sociétés étrangères».

Mais comment définir l'appel public à l'épargne? Il a fallu, pour en avoir une définition légale, attendre la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales dont l'article 72 est ainsi conçu: «Sont réputées faire publiquement appel à l'épargne les sociétés dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à celle du second marché d'une bourse de valeurs à dater de cette inscription ou qui, pour le placement des titres, quels qu'ils soient, ont recours soit à des établissements de crédit, soit à des établissements mentionnés à l'art. 99 de la loi 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit ou à des agents de change (sociétés de bourse), soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage».

Ce texte suscite de nombreuses questions dont on ne peut ici que donner une idée: les termes mêmes dans lesquels il est rédigé suggèrent qu'il édicte une présomption. Mais il est divers types de présomptions et on peut, dès lors, se poser diverses questions quant à la nature même de la règle édictée par l'art. 72: est-ce une présomption simple, susceptible d'être renversée par la preuve contraire? Ou est-ce (en toutes circonstances ou dans certains cas seulement) une présomption irréfragable? Dans cette dernière éventualité, s'agit-il d'une véritable règle de preuve — comme le sont, en thèse générale, les présomptions — ou n'est-ce pas plutôt une règle de fond? On peut également s'interroger sur la portée de cette disposition et notamment se demander si la règle de l'art. 72 doit cesser de s'appliquer dès lors que l'un des critères retenus n'est plus vérifié: voici, par exemple, une société dont les actions, un moment inscrites à la cote, ont cessé de l'être (et les radiations de la cote ne sont pas rares, loin de là); doit-elle, du jour au lendemain, cesser d'être «réputée faire publiquement appel à l'épargne?». La question suppose qu'une société qui, à un certain stade de son existence, a été «ouverte» puisse être considérée comme dorénavant «fermée». Or, si l'article 72 nous dit bien dans quelles circonstances une société jusqu'alors «fermée» devra être considérée comme faisant publiquement appel à l'épargne, il ne donne pas la moindre indication sur l'hypothèse inverse: à partir de quand une société doit-elle être considérée comme s'étant refermée? Et, d'ailleurs, qu'est-ce qu'une société «fermée»? Suffit-il que les actions soient librement négociables pour que la société puisse être considérée comme

ouverte? Ce serait très excessif: on ne peut négliger le fait que «le principe de la négociabilité à l'action est de l'essence des sociétés anonymes» (ce sont les termes mêmes d'un arrêt rendu par la Cour de cassation le 22 octobre 1969) ni tenir pour superfétatoires les règles définissant le régime légal des sociétés par actions constituées sans appel public à l'épargne. A l'inverse, se contentera-t-on que les statuts contiennent une clause d'agrément qui, par définition même, limite la libre négociabilité des actions pour dire que la société doit être considérée comme «fermée»? Là encore, l'admettre sera pécher par excès. Ainsi, on le voit, nombreuses sont les questions que l'article 72 laisse en suspens.

Je souhaiterais ici n'en retenir qu'une seule, mais essentielle: où se situe la ligne de partage entre ce qui est «privé» et ce qui est «public»? Car, si l'on peut (notamment en recourant aux procédés de publicité prévus par la loi) faire «publiquement» appel à l'épargne, on ne peut exclure qu'il soit également possible d'y faire appel de manière «privée»: il est certain, d'ailleurs, que les affaires les plus importantes donnent lieu à des tractations purement privées dont la presse spécialisée ne se fait l'écho qu'après qu'elles ont été conclues. Quelques affaires retentissantes illustrent cette idée: on se souvient, par exemple, que, dans l'affaire Péchiney, deux actionnaires qui détenaient jusqu'alors 15% du capital de la société américaine Triangle ont, du jour au lendemain, porté leur participation à 62,4% du capital de cette société (en acquérant, le 7 juillet 1988, à 35,60\$ l'action des titres qui devaient être revendus le 21 novembre suivant à 56\$); dans le même ordre d'idées, les actionnaires de la société Moët-Hennessy avaient autorisé le conseil d'administration à émettre des obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) en renonçant à leur droit préférentiel de souscription, mais en se réservant toutefois le bénéfice d'un délai de priorité de deux semaines pour le cas où l'émission serait réalisée en France, cet avantage devant disparaître en cas de placement public effectué à l'étranger. Or, le placement public prétendument opéré à l'étranger par le conseil d'administration s'est après coup révélé être, pour l'essentiel, un placement privé à des personnes dénommées réalisée en France: c'est du moins la constatation qu'a faite la Cour d'appel de Paris qui conclut à une simulation pratiquée par le conseil d'administration ayant vicié la procédure d'émission des OBSA. Au passage, on notera que le soutien apporté à une émission de titres par une banque ou par un «pool» bancaire ne suffit pas à faire qu'il y ait appel public à l'épargne: en effet, si, parmi les critères qu'il énonce, l'article 72 prévoit le recours à des établissements de crédit, encore faut-il que ce soit «pour le placement des titres»; mais, à partir du moment où la banque n'entend pas intervenir comme intermédiaire entre les fondateurs ou les initiateurs de l'opération et le public, mais agir pour son propre compte (notamment en cas de prise ferme), les conditions ne semblent pas remplies pour que la présomption de l'article 72 s'applique.

Cette analyse, que j'avais de longue date proposée, paraît avoir été adoptée par une récente décision judiciaire puisque, dans un arrêt du 2 novembre 1989 (rendu dans l'affaire Moët-Hennessy précitée), la Cour d'appel de Paris déclare: «Si l'intermédiation des banques et établissements financiers constitue d'après l'article 72 de la loi sur les sociétés une présomption légale d'appel public à l'épargne, l'émission perd son caractère public lorsque, comme en l'espèce, des dispositions occultes ont été prises par le syndicat bancaire pour accaparer de façon durable plus de la moitié de l'augmentation de capital et, loin d'en assurer la diffusion dans le public, réservé la cession ultérieure des titres à des acquéreurs agréés par la société émettrice».

Et puis, les démarcheurs et «prospecteurs» se sont efforcés de faire en sorte que leurs «travaux d'approche» conservent un caractère privé: se mettent-ils à l'abri des foudres de la loi en adressant aux personnes sollicitées des missives sous pli fermé? La correspondance reçue par une personne à son domicile a, en principe, un caractère privé. Les procédés modernes de traitement de texte donnent aujourd'hui les moyens de «personnaliser» la correspondance — fût-elle de caractère publicitaire — adressée à des particuliers; rien n'interdit, d'ailleurs, pour en accentuer encore plus le caractère personnel de recourir à des mentions manuscrites. Dès lors, rien ne peut empêcher les auteurs d'une offre d'exploiter les ressources que comportent les fichiers ou annuaires en tous genres permettant d'atteindre telle ou telle catégorie de personnes en leur adressant, naturellement, des plis fermés. On voit combien, au prix de quelques précautions, il pourrait être aisément de violer les dispositions légales et l'on comprend la réponse que font MM. RIPERT et ROBLOT (*Traité élém. de droit commercial*, T. I^{er}, 12^e édit., p. 746, no 1040): «Il faut admettre qu'il y a appel public à l'épargne, à notre avis, même dans le cas où les offres sont adressées aux destinataires sous pli fermé, sans quoi il serait trop facile de tourner la loi».

On adhérera facilement à une telle proposition, mais elle ne suffit pas à tout régler car il est bien évident que, si un appel public à l'épargne peut résulter d'offres faites sous pli fermé, toutes les offres faites sous pli fermé ne peuvent présenter ce caractère: un fondateur ou un dirigeant de société peut s'adresser à quelques personnes de sa connaissance pour les inviter à participer à une émission ou à y souscrire. Autrement dit, il y a un double seuil à la fois qualitatif (l'offre conserve un caractère privé si son auteur s'adresse uniquement à des personnes connues de lui) et quantitatif (l'appel n'est public que si l'offre est adressée à un certain nombre de personnes). Mais à quelle hauteur convient-il de placer la barre? En l'absence de toute indication dans les textes législatifs et réglementaires, la Commission des opérations de bourse (organisme de caractère administratif créé en 1967 dont les pouvoirs viennent d'être récemment renforcés) estime que «c'est seulement dans la mesure où les destinataires ont des liens personnels avec les auteurs de l'offre que l'envoi de circulaires incitant à la souscription ne constitue pas un procédé d'appel public à l'épargne» (17^e rapport de la C.O.B., p. 29). Cette interprétation rejette celle qui a déjà été consacrée par certaines décisions judiciaires dans le domaine voisin du démarchage: elle paraît donc normale; elle est cependant sévère si on rappelle que, dans l'une des rares affaires où elle ait eu (en 1941) à se prononcer sur le point de savoir ce qu'était une «souscription publique», la Chambre criminelle de la Cour de cassation a déclaré que «le fait que certains préteurs n'étaient pas connus des démarcheurs avant d'avoir été sollicités par eux ne suffit pas pour imprimer à l'opération le caractère d'une souscription publique». On conclura donc, sur ce premier point, que l'envoi de plis fermés à des destinataires inconnus répond à la définition de l'appel public à l'épargne dès lors que les sollicitations présentent un caractère systématique et organisé.

Un autre aspect entre en ligne de compte: l'aspect quantitatif et, sur ce point encore, les textes ne sont d'aucun secours et c'est normal; en effet, l'art. 72 précité de la loi de 1966 définit un certain nombre de critères permettant de caractériser une société comme faisant publiquement appel à l'épargne, mais de ce qu'une société n'a jamais eu recours à l'un des procédés visés par ce texte on ne peut déduire que toute idée d'appel public à l'épargne doit être exclue: comment pourrait-on considérer comme ne faisant pas appel à l'épargne (au prétexte qu'elle n'a jamais recouru aux procédés de l'art. 72) une société dont il est établi

qu'en fait les titres sont largement diffusés dans le public? C'est bien ainsi que l'entend la Commission des opérations de bourse puisqu'un haut magistrat qui la connaît bien pour lui avoir appartenu (P. BEZARD, *La société anonyme*, 1987, p. 482, no. 1561) écrit: «La C.O.B. estime qu'une société doit être considérée comme entrant dans la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne non seulement lorsqu'il est démontré qu'elle a utilisé l'un des moyens visés à l'art. 72 ... mais encore compte tenu de la diffusion de ses titres (et on remarquera que des titres peuvent être diffusés sans initiative de la société). Ce critère est devenu un fait essentiel. Il en résulte qu'une société qui comprend plusieurs centaines d'actionnaires — même s'il n'est pas établi qu'elle a utilisé l'un des moyens techniques permettant de faire publiquement appel à l'épargne — est considérée comme faisant publiquement appel à l'épargne». Mais, à partir du moment où on s'engage dans cette voie, le terrain, si l'on peut dire, devient «glissant» car on est, par hypothèse même, en marge des textes: et c'est ici qu'on retrouve évidemment le seuil quantitatif dont il a déjà été question. Ainsi, le nombre élevé des souscripteurs virtuels (par exemple: 400 joueurs potentiels de golf dans une affaire évoquée dans le 18^e rapport de la C.O.B., p. 92) constitue un indice d'appel public à l'épargne et c'est de façon assez prétorienne que la C.O.B. a été amenée à déclarer qu'à son avis «le caractère public de l'appel à l'épargne doit être retenu dès lors que le cercle des souscripteurs éventuels ... dépasse trois cents personnes». On ne peut, en lisant cela, se défendre d'une certaine impression d'arbitraire: si les chiffres ont un sens, il faudrait en effet admettre que l'offrant qui aurait l'habileté de ne «prospecter» que 295 ou 298 personnes connues de lui se mettrait à l'abri des exigences et des foudres légales tandis que celui qui aurait la maladresse d'étendre ses sollicitations à 301 ou 305 personnes s'y exposerait. Et pourtant, la formule avancée par la C.O.B. a aujourd'hui reçu un aval officiel puisque l'arrêté du 6 juillet 1988 homologuant le règlement 88-04 de la C.O.B. relatif aux informations à publier par les collectivités faisant publiquement appel à l'épargne énonce dans son article 1^{er}: «Au regard du présent règlement, le caractère public de l'appel à l'épargne résulte de la diffusion des titres au-delà d'un cercle restreint de personnes, de l'admission des titres aux négociations d'une bourse de valeurs, etc... La diffusion est présumée faite au-delà d'un cercle restreint de personnes lorsqu'elle concerne plus de trois cents personnes».

Quel intérêt, se demandera-t-on peut-être, présentent les observations qui précèdent pour un juriste suisse? Cet intérêt paraît évident, d'un point de vue spéculatif, pour l'étude comparée des solutions suisses et françaises en matière de protection des épargnants mais il n'est pas moindre d'un point de vue pratique et deux remarques finales permettront de l'illustrer:

- a) La loi du 3 janvier 1972 relative au démarchage financier et à des opérations de placement et d'assurance vise «toutes les opérations tendant à conseiller, solliciter ou provoquer la souscription, l'achat ou la vente de toutes valeurs mobilières» et assujettit l'activité des démarcheurs à des conditions rigoureuses dont elle sanctionne la méconnaissance par l'application des peines de l'escroquerie. Or il a été jugé, voici quelques années, par le tribunal correctionnel de Paris que pouvait tomber sous le coup de cette loi le prévenu qui, à partir de Genève, adresse des lettres ou des circulaires au domicile de personnes domiciliées en France; en droit, la solution paraît à l'abri de la critique si l'on rappelle qu'aux termes de l'art. 693 du code de procédure pénale «est réputée commise sur le territoire de la République toute infraction dont un acte caractérisant un de ses éléments constitutifs a été accompli en France».

- b) De son côté, l'article 4 de la loi 78-22 du 10 janvier 1978 relative à l'information et à la protection des consommateurs dans le domaine de certaines opérations de crédit déclare concerner «toute publicité faite, reçue ou perçue en France, quel que soit son support».

A l'heure où les barrières s'abaissent, où — après cinquante ans d'application en France — le contrôle des changes est enfin supprimé et où diverses mesures tendent à assurer l'intégration financière européenne dans la perspective du Marché unique, il était sans doute opportun de rappeler ces quelques indications: moins que jamais, on ne peut se permettre d'ignorer le droit en vigueur chez ses voisins immédiats.