



INFORMATION DU MARCHÉ LORS DE LA MISE EN PLACE ET DE L'EXÉCUTION D'UN PROGRAMME D'EQUITY LINES OU PACEO

Textes de référence : 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 ; article 17 du règlement (UE) n°596/2014 relatif aux abus de marché et articles 223-1 à 223-10 du règlement général de l'AMF

Certains émetteurs mettent en place des montages financiers consistant en des augmentations de capital réalisées en plusieurs fois et étalées dans le temps au profit d'un intermédiaire financier qui n'a pas vocation à rester durablement actionnaire et à participer au développement de la société. Cet intermédiaire financier ne souscrit aux actions émises dans le cadre de ces augmentations de capital que dans le but de les céder rapidement sur le marché.

La présente position-recommandation vise l'ensemble de ces montages qui peuvent être dénommés notamment *equity lines* ou PACEO (Programme d'Augmentation de Capital par Exercice d'Options), que ces montages soient réalisés par l'émission de bons, d'actions ou de titres donnant accès au capital tels que les OCABSA.

Ces opérations financières font l'objet d'un contrat signé entre l'émetteur et l'intermédiaire financier aux termes duquel cet intermédiaire s'engage à souscrire, généralement par exercice de bons, à des actions¹ qui ont vocation à être cédées sur le marché à très bref délai. Le rôle du souscripteur initial est donc d'assurer à la société une levée immédiate de fonds tout en transférant *in fine* les risques vers le marché, destinataire final des augmentations de capital qui absorbe ainsi au fil de l'eau les actions émises.

L'AMF rappelle que ces contrats doivent prendre en considération les dispositions de la présente position-recommandation, et être adaptés en tant que tels.

Deux types de contrats existent : ceux qui prévoient que la décision d'émission est au gré de l'émetteur et ceux qui prévoient que la décision est à la main de l'intermédiaire.

1 LES CONDITIONS PRÉALABLES A LA MISE EN ŒUVRE DU CONTRAT

1.1. L'information lors de l'assemblée générale

Les *equity lines* ou PACEO impliquent l'émission d'actions, entraînant une dilution pour les actionnaires existants. Ces augmentations de capital successives font nécessairement l'objet d'une autorisation de l'assemblée générale et sont généralement réalisées par l'émission de bons de souscription ou de bons d'émissions d'actions.

L'assemblée générale autorise une augmentation de capital, soit en fixant elle-même toutes les modalités, soit en déléguant son pouvoir ou sa compétence au conseil d'administration ou au directoire. Lorsqu'elle délègue son pouvoir ou sa compétence, les actionnaires votent sans information précise sur les caractéristiques de l'émission.

¹ Ou à des titres donnant accès au capital.

1.2. Cas des sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé

La société, dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, doit, en principe, préalablement à la réalisation d'un programme d'*equity lines* ou PACEO, établir un prospectus pour l'admission des actions nouvellement émises.

Cependant, si le nombre total d'actions susceptibles d'être admises² représente, sur une période de douze mois glissants, moins de 20 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé, la société bénéficie alors d'une dispense de prospectus pour l'admission des actions nouvelles sur le fondement de l'article 1^{er} du règlement (UE) n°2017/1129 du 14 juin 2017.

Dans cette hypothèse, la société est tenue, en application des articles 223-1-A à 223-10-1 du règlement général relatifs à l'obligation d'information permanente, et à l'article 17 du règlement (UE) n°596/2014 relatif aux abus de marché, d'informer le marché par voie de communiqué, de la mise en œuvre du programme, de ses principales caractéristiques et de son incidence pour les actionnaires existants.

A l'inverse, si le nombre d'actions susceptibles d'être admises sur le fondement de l'article 1.5 du Règlement Règlement (UE) n°2017/1129 concernant les prospectus sur 12 mois représente plus de 20%, la société ne pourra pas se prévaloir de la dispense de prospectus pour l'admission des actions et devra établir un prospectus³.

Recommandation

Lorsque les contrats d'*equity lines* prévoient dès leur conclusion un nombre d'actions à créer supérieur à 20% du capital, il est recommandé pour les sociétés dont les actions sont cotées sur un marché réglementé de ne pas attendre que le seuil de 20% sur une période de 12 mois glissants soit atteint pour établir un prospectus à l'occasion de cette admission mais d'en établir un, en amont, au moment de la conclusion du contrat d'*equity lines*, afin que le marché soit dûment informé de la globalité cette opération ainsi que de la dilution potentielle subséquente.

L'admission des actions intervenant au fil de l'eau en fonction de l'utilisation du programme, l'AMF considère que le prospectus devrait être visé préalablement à la mise en œuvre du programme.

² Le mode de calcul a été précisé par la réponse à la question n°31 des « Questions and Answers related to Prospectuses » émises par l'ESMA.

³ Si les actions admises résultent de l'exercice de BSA ou de la conversion d'autres valeurs mobilières, la société bénéficie de la dispense de l'article 1.5 b du règlement prospectus, mais pas de celle prévue à l'article 1.5 a.

Si les actions admises résultent de l'exercice d'un droit conféré par l'émetteur à un tiers d'exiger de la part de l'émetteur qu'il procède, à sa demande, à l'émission à son profit d'actions, alors ces actions résultent d'un droit non cessible et non pas d'une valeur mobilière au sens de la réglementation prospectus. Pour mémoire, est une valeur mobilière au sens de la réglementation prospectus les titres susceptibles d'être « négociables sur un marché de capitaux ». Or, le droit que confère un émetteur *intuitu personae* dans le cadre du contrat de PACEO n'est pas négociable sur un marché de capitaux pour deux raisons : (i) le bon n'est pas cessible, l'accord de l'émetteur est requis à chaque cession ; et (ii) le bon n'est pas fongible dans des bons exactement identiques. Ce droit est dénommé en pratique « bon » ou « bon d'émission d'actions » ou BEA. Ce « bon » ne constitue donc pas une « valeur mobilière » au sens de la réglementation prospectus comme le prévoient les réponses aux questions n°27 et n°29 des « Questions and Answers related to Prospectuses » établies par l'ESMA. Or, la dispense prévue au b) du de l'article 1.5 du règlement prospectus s'applique aux « actions résultant de la conversion ou de l'échange d'autres valeurs mobilières ou de l'exercice de droits conférés par d'autres valeurs mobilières ». Cette dispense n'est donc pas applicable aux actions résultant de la conversion ou de l'échange de ces « bons » non cessibles. Par voie de conséquence, la société qui émettrait au profit d'un souscripteur un « bon » incessible donnant droit d'exiger de l'émetteur qu'il émette des actions à son profit bénéficierait de la dispense de l'article 1.5 a du règlement prospectus mais pas de celle prévue à l'article 1.5 b.

Recommandation

Lorsque la société est tenue d'établir un prospectus, et qu'elle convoque une assemblée générale pour autoriser les émissions, l'AMF recommande que ce prospectus soit mis à disposition des actionnaires 15 jours avant l'assemblée générale se prononçant sur la résolution autorisant la mise en oeuvre du programme.

Lorsque la société est tenue d'établir un prospectus, et que le conseil d'administration ou le directoire met en oeuvre une délégation de l'assemblée générale, l'AMF recommande que ce prospectus soit mis à disposition préalablement à la mise en oeuvre du programme.

1.3. Cas des sociétés dont les actions sont inscrites sur Euronext Growth

Les programmes mis en oeuvre par des émetteurs dont les actions sont inscrites sur Euronext Growth ne nécessitent pas l'établissement d'un prospectus décrivant les émissions. En revanche, les actions résultant de ces programmes étant destinées à être revendues dans le public, les actions de ces émetteurs doivent être inscrites sur le compartiment offre au public de ce marché.

Position

S'agissant des émetteurs dont les actions sont inscrites sur le compartiment placement privé d'Euronext Growth, l'AMF précise que, par leur nature, les programmes d'*equity lines* ou de PACEO ne sont pas en adéquation avec les caractéristiques de ce compartiment qui, comme son nom l'indique, est destiné aux opérations par placement privé. En effet, les actions souscrites dans le cadre d'une *equity line* ou PACEO sont *in fine* destinées à être cédées sur le marché sans distinguer les types d'investisseurs.

2 L'INFORMATION LORS DE LA CONCLUSION OU DE LA MODIFICATION DU CONTRAT

L'information donnée au marché doit prendre en considération la destination finale des titres émis dans le cadre de ce type d'opérations.

Position

Le marché doit être informé avant la mise en place d'une *equity line* ou d'un PACEO, que les augmentations de capital qui en résulteront ont vocation à être, pour l'essentiel, financées *in fine* par le marché.

Si en cours de réalisation du programme d'*equity line* ou PACEO, l'une des modalités significatives du contrat est modifiée, cette modification est portée à la connaissance du marché le plus tôt possible, selon les modalités de diffusion de l'information permanente.

Recommandation

Lors de la conclusion d'un contrat d'*equity lines* ou PACEO, l'émetteur informe le marché par voie de communiqué de la conclusion de ce contrat et de ses principales caractéristiques ainsi que des objectifs poursuivis au regard de sa situation financière récente.

Le communiqué présente les principales caractéristiques du contrat, notamment :

- le fondement juridique de l'émission ;
- les modalités (un ou plusieurs tirages, à l'initiative de l'émetteur et/ou de l'intermédiaire, etc...) et la volumétrie des tirages ainsi que le pourcentage du capital susceptible d'être émis (en nombre de titres) et la dilution maximum engendrée par ces tirages sur 12 mois et sur la durée de vie du programme ;
- la durée du programme ;
- les raisons et le montant maximum de l'émission (en précisant que ce n'est qu'un montant potentiel et non garanti) ;
- les modalités de détermination du prix d'émission ;
- les incidences pour les actionnaires existants ;
- les modalités d'accès à l'information concernant les tirages effectués.

Le communiqué doit aussi préciser, conformément à l'article 211-3 du règlement général de l'AMF, que l'opération ne donne pas lieu à un prospectus soumis au visa de l'AMF, ou inversement indiquer où il est possible de se le procurer.

3 L'INFORMATION LORS DE LA CONCLUSION OU DE LA MODIFICATION DU CONTRAT

Pendant la période couverte par le contrat, l'émetteur demeure soumis aux articles 223-1-A à 223-10-1 du règlement général de l'AMF et à l'article 17 du règlement (UE) n°596/2014 relatif aux abus de marché qui requièrent une obligation d'information permanente du public par voie de communiqué. Sur ce point, l'AMF rappelle que le fait de détenir une information privilégiée constitue un obstacle à la décision de procéder à un tirage dans le cadre du programme d'*equity lines* ou PACEO, tant que cette information n'a pas été rendue publique.

Il convient de distinguer les cas dans lesquels les tirages sont à la main de l'émetteur des cas dans lesquels les tirages sont à la main de l'intermédiaire.

3.1. Cas des sociétés dont les tirages sont à la main de l'émetteur

Position

Tout au long de l'exécution du programme, l'émetteur doit veiller à donner au marché toute l'information utile et suffisante (et en particulier l'information privilégiée au sens du règlement (UE) n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché).

A l'occasion d'un tirage, lorsque le tirage est décidé par l'émetteur, l'émetteur et l'intermédiaire vérifient dans quelle mesure ce tirage, compte tenu le cas échéant des tirages antérieurs, pourrait constituer en lui-même une information privilégiée. L'émetteur l'apprécie au regard du volume du ou des tirages, des circonstances dans lesquelles le tirage s'inscrit (par exemple, la liquidité du marché, la situation financière de l'émetteur ou l'affectation du produit de l'émission). L'intermédiaire l'apprécie au regard du volume du tirage et de l'impact potentiel des cessions sur le marché.

Si l'intermédiaire estime que le tirage constitue une information privilégiée, il doit en informer immédiatement l'émetteur, afin que celui-ci décide de la conduite à tenir.

Si le tirage, compte tenu le cas échéant des tirages antérieurs, constitue une information privilégiée, et si l'émetteur maintient la décision de tirage, il doit diffuser, dès que possible et en tout état de cause avant le tirage, un communiqué selon les modalités de diffusion de l'information permanente. Si l'émetteur a procédé au tirage, l'intermédiaire financier ne peut pas revendre les actions, objets du tirage, avant la diffusion de ce communiqué.

3.2. Cas des sociétés dont les tirages sont à la main de l'intermédiaire

Position

A l'occasion d'un tirage, lorsque le tirage est décidé par l'intermédiaire, l'intermédiaire vérifie dans quelle mesure le tirage, compte tenu le cas échéant des tirages antérieurs, pourrait constituer en lui-même une information privilégiée. L'intermédiaire l'apprécie au regard du volume du tirage et de l'impact potentiel des cessions sur le marché.

Si l'intermédiaire constate que le tirage, compte tenu le cas échéant des tirages antérieurs, constituerait une information privilégiée, il en informe l'émetteur et reporte le tirage jusqu'à ce que l'émetteur ait diffusé un communiqué selon les modalités de diffusion permanente.

3.3. Le contenu du communiqué

Recommandation

Afin d'éviter la situation dans laquelle plusieurs tirages seraient susceptibles d'être constitutifs d'une information privilégiée pour l'émetteur ou l'intermédiaire, et seraient de nature à faire obstacle à la poursuite de son programme, en l'absence d'information du marché sur ces tirages, l'AMF recommande que l'émetteur publie dans un délai raisonnable après chaque tirage un communiqué selon les modalités de diffusion de l'information permanente.

Le communiqué devrait ainsi indiquer les éléments suivants :

- le montant du ou des tirages ;
- le prix d'émission ;
- le nombre de titres émis ;
- la dilution engendrée par l'émission.

3.4. Les autres obligations de l'intermédiaire financier

Position

Afin d'éviter tout impact sur le cours, l'intermédiaire financier doit s'abstenir⁴ :

- de toute intervention sur le marché du titre pendant les périodes de référence servant à la fixation du prix d'émission ;
- de toute pré-vente des actions souscrites et de toute couverture directe ou indirecte préalablement à la souscription effective des actions.

L'intermédiaire financier doit également veiller à ce que la ou les cessions qu'il effectue ne perturbent pas le bon fonctionnement du marché.

Par ailleurs, lorsque l'intermédiaire est un prestataire de services d'investissement, il doit également s'assurer du respect des règles de gestion et prévention des conflits d'intérêts visées aux articles 313-18 et suivants du règlement général de l'AMF. Il doit en particulier s'assurer du respect des procédures dites de « barrière à l'information » préalablement ou lors des tirages, notamment lorsque le prestataire de services d'investissement a également conclu un contrat de liquidité avec l'émetteur.

3.5. Cas particulier de l'émetteur qui diffère la publication d'une information privilégiée

Position

En cours de programme, lorsque l'émetteur diffère temporairement, sous sa responsabilité, la publication d'une information privilégiée dans le respect des dispositions de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF, il doit suspendre immédiatement l'exécution du programme. Il en est notamment ainsi lorsque sa viabilité financière vient à être menacée (par exemple, en cas d'observation ou de réserve des commissaires aux comptes sur la continuité d'exploitation, mais aussi, dans le cas où le besoin en fonds de roulement à 12 mois ne peut pas raisonnablement être couvert). L'exécution du programme ne peut reprendre qu'après la publication d'un communiqué.

3.6. Le cas particulier des ABSA

L'Autorité des marchés financiers attire également l'attention sur les risques attachés à l'utilisation d'ABSA⁵ dans le cadre de programme d'*equity lines*.

Ce type de montage a été observé dans un cas où l'émetteur souhaitait disposer à la fois d'un volant d'actions nouvelles et de BSA destinés à être cédés à des mandataires sociaux et/ou salariés de l'émetteur. Pendant la durée du programme, l'émetteur peut se trouver dans une situation où il n'a pas besoin de financement mais souhaite offrir des bons à ses mandataires sociaux et/ou salariés et où il décide alors de racheter à l'intermédiaire financier l'intégralité des actions que ce dernier vient à souscrire en vue de les annuler. *In fine*, seuls des BSA sont émis puis cédés.

Au cas particulier, l'Autorité des marchés financiers considère qu'un tel rachat pourrait s'assimiler à une souscription par la société de ses propres actions, laquelle tombe sous le coup de l'interdiction prévue par l'article L. 225-206 du code de commerce, en vertu duquel : « est interdite la souscription par la société de ses propres actions, soit directement, soit par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de la société ».

⁴ Communiqué de la COB du 25 juillet 2001 relatif à l'information du marché lors de la signature du contrat par l'émetteur et le tiers.

⁵ Ou d'autres types d'instruments financiers composés

Position

L'utilisation d'ABSA⁶ dans le cadre d'une *equity line* ou d'un PACEO suppose que l'émetteur ait, à chaque tirage, besoin d'un financement. Elle ne doit donc pas poursuivre une finalité liée principalement à l'attribution de bons⁷.

Afin de ne pas détourner l'*equity lines* ou le PACEO de sa finalité, la mise en œuvre concomitante d'un tel contrat et de rachats d'actions ne doit pas aboutir à ce que l'intermédiaire financier, dont la vocation est de céder sur le marché les actions qu'il a souscrites, les revende directement à l'émetteur.

En outre, l'AMF considère que le rachat par l'émetteur d'actions issues d'une émission d'*equity lines* ou d'un PACEO est susceptible de contrevenir aux dispositions de l'article L. 225-206 du code de commerce. Un émetteur ne doit pas, par conséquent, racheter dans la foulée les titres nouvellement émis et encore moins procéder à leur annulation.

⁶ *idem* note de bas de page 6.

⁷ En l'occurrence, l'intéressement des salariés et/ou des mandataires sociaux.