

Position-Recommandation AMF Les introductions en bourse – DOC-2015-02

Textes de référence : articles 212-12, 223-10-1 et 315-35 du règlement général de l'AMF

La présente position-recommandation remplace et complète la position AMF DOC-2009-12 du 30 juin 2009 portant sur l'assouplissement des modalités de lancement des introductions en bourse dans un marché de forte volatilité.

1 La tranche à destination des investisseurs particuliers

Il est rappelé que les émetteurs doivent obligatoirement prévoir, à l'occasion d'une introduction en bourse, une offre au public de titres destinée aux particuliers. Cette obligation constitue une obligation de moyens, et non de résultat, telle que prévue à l'article 315-35 du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, l'AMF note qu'à l'occasion de leur introduction en bourse, de nombreux émetteurs proposent à leurs salariés de souscrire des actions de leur société, en se fondant sur les dispositions du code du travail relatives aux augmentations de capital réservées aux adhérents des plans d'épargne. Elle souligne ces initiatives à la discrétion des sociétés visant à promouvoir un actionariat des particuliers-salariés parallèlement au processus d'introduction en bourse.

2 La flexibilité des règles d'encadrement du prix

Afin d'offrir aux émetteurs une plus grande flexibilité quant aux modalités de fixation du prix lors d'une introduction en bourse, tout en restant efficient du point de vue des investisseurs, il est possible pour un émetteur, lors d'une introduction en bourse, de mentionner dans le prospectus visé par l'AMF uniquement le prix maximum. Dans ce cas, au plus tard 3 jours de bourse avant la clôture de l'offre, une information doit être donnée, par voie de communiqué, sur une fourchette de prix d'au maximum + /- 15 % autour d'un prix pivot.

Position

Le prospectus visé par l'AMF lors des introductions en bourse doit à tout le moins indiquer le prix maximum des titres offerts. Au plus tard trois jours de bourse avant la clôture de l'offre, une information sur une fourchette de prix d'au maximum +/- 15 % autour d'un prix pivot doit être communiquée au marché.

Dans le cas où cette fourchette vient modifier à la hausse le prix maximum pré-annoncé, une note complémentaire doit être préparée et soumise au visa de l'AMF.

Dès lors que seul un prix maximum est communiqué au lancement de l'introduction en bourse, celui-ci doit être pertinent et cohérent tant au regard des autres informations présentées dans le prospectus que des pratiques de marché. En effet, s'agissant d'introduction en Bourse, ce prix maximum constitue alors le seul référentiel de prix.

De plus, dès lors qu'un projet d'introduction en bourse s'accompagne d'une levée de fonds (émission de titres nouveaux) et que le prospectus ne présente qu'un prix maximum au lancement de l'offre, le montant des fonds finalement levés ne doit pas être de nature à entraîner des modifications des caractéristiques de l'opération telle qu'annoncée, notamment sur les raisons de l'offre et l'utilisation du produit. A défaut, en cas de changement significatif des caractéristiques initialement annoncées de l'introduction en bourse, une période de révocabilité des ordres d'au moins deux jours de négociation est ouverte¹.

En tout état de cause, le prix définitif peut faire l'objet d'un communiqué sans visa complémentaire dès lors qu'il n'est pas de nature à entraîner des modifications des autres caractéristiques de l'opération, notamment sur les raisons de l'offre et l'utilisation du produit.

¹ En application de l'article 212-17 du règlement général de l'AMF, la publication du nombre définitif de titres concernés pourra faire l'objet d'un communiqué sans visa complémentaire et rétractation des ordres dès lors qu'elle n'est pas de nature à entraîner des modifications des autres caractéristiques de l'opération, notamment sur les raisons de l'offre et l'utilisation du produit.

3 Les critères d'appréciation de la fourchette de prix

S'agissant des conditions de détermination du prix au sens des articles 8.1 de la directive Prospectus 2003/71/CE et 5.3.1. du règlement européen n° 809/2004 du 29 avril 2004, et suivant la pratique observée par l'ESMA dans la mise à jour d'octobre 2013 de son document de questions-réponses sur les prospectus, l'AMF reconnaît aux émetteurs la possibilité de retenir comme méthode de détermination du prix définitif la procédure dite de constitution d'un livre d'ordres, dès lors que le prix maximum ou la fourchette de prix sont indiqués en amont du lancement de l'offre, c'est-à-dire dans le prospectus visé par l'AMF.

Les émetteurs peuvent néanmoins à titre volontaire continuer à présenter dans leur prospectus des éléments d'appréciation du prix ou de la fourchette de prix, notamment en s'appuyant sur des approches fondées sur des critères tels que des multiples de comparables boursiers, des flux de trésorerie actualisés, des sommes des parties, ou des multiples associés à des transactions réalisées sur des sociétés comparables.

4 La révocabilité des ordres dans l'offre à prix ouvert destinée aux particuliers

L'irrévocabilité des ordres transmis dans le cadre de l'offre à prix ouvert résulte des contraintes opérationnelles techniques et juridiques liées à la transmission des ordres (ordres reçus au guichet *versus* ordres reçus par internet), et non du cadre réglementaire fixé par l'AMF.

L'AMF constate que deux tiers à 90 % des ordres des particuliers sont désormais transmis par internet².

Afin de traiter équitablement particuliers et professionnels, les banques à réseau devraient donc désormais prévoir la possibilité que les ordres des particuliers par internet puissent être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre.

Après étude des contraintes pratiques, certaines banques à réseau ont examiné la possibilité de prévoir que les ordres des particuliers, quel que soit leur canal de transmission, puissent être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre. A l'issue de ces travaux, de grands réseaux bancaires se sont engagés à offrir à court terme la possibilité de révoquer les ordres des particuliers passés par internet. Il apparaît en revanche que prévoir la révocabilité des ordres passés par téléphone ou collectés directement en agence pose davantage de difficultés aux réseaux bancaires et pourrait éventuellement être source de contentieux.

Recommandation

L'AMF recommande aux acteurs concernés que l'ensemble des ordres des particuliers passés lors des introductions en bourse soient révocables sur toute la durée de l'offre aux particuliers. S'agissant des ordres passés par internet, compte tenu des contraintes techniques, cette révocabilité semble pouvoir être envisagée pour le 31 mars 2015 au plus tard. Par ailleurs, les réseaux devraient faire leurs meilleurs efforts pour étendre cette révocabilité aux autres canaux de distribution dans un délai raisonnable s'il ne leur est pas possible de la mettre en place avant le 31 mars 2015.

Position

Le prospectus comporte la description des modalités pratiques de souscription aux introductions en bourse et apporte les précisions nécessaires au regard de la révocabilité offerte selon le canal de transmission des ordres.

² Par opposition aux ordres papiers et au guichet des agences bancaires.

5 L'accès des analystes des banques du syndicat aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF

Les analystes des banques membres du syndicat participant à une opération d'introduction en bourse ont besoin d'avoir accès en amont à l'information sur la société qui s'introduit. En conséquence, l'AMF admet actuellement la possibilité pour ces derniers d'être informés en amont du lancement de l'opération dès lors que la confidentialité est assurée dans le respect des dispositions de l'article 315-15 de son règlement général, et ce en vue de réduire le calendrier de l'introduction en bourse et donc les risques d'exécution.

En application de l'article 223-10-1 modifié du règlement général de l'AMF, le dispositif serait étendu aux sociétés dont des titres créance sont déjà admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé.

Dans le cadre de leur introduction en bourse, ces sociétés, tout comme celles qui seraient filiales d'un groupe déjà coté ou s'introduiraient par exemple par voie de scission, devraient être vigilantes quant aux règles relatives à l'information privilégiée.

Position

Lorsque les analystes du syndicat ont accès en amont à l'information, le mode opératoire retenu doit être transparent et suivre le déroulement suivant :

- Une première réunion, réservée aux analystes des membres du syndicat bancaire peut être tenue en amont de l'annonce du projet d'introduction en bourse et donc de l'enregistrement du document de base, sous engagement de confidentialité respectant les procédures de « murailles de Chine » mises en œuvre (art. 315-15 du RGAMF) afin de permettre à ces analystes, dont la publication des rapports de recherche est nécessaire à la « période d'éducation » des investisseurs, de démarrer leurs travaux en amont et de finaliser leurs rapports très rapidement après l'enregistrement du document de base³.
L'AMF attire l'attention des émetteurs sur le fait que la documentation (projet de prospectus en particulier) doit être suffisamment avancée pour permettre la tenue de cette réunion réservée aux analystes membres du syndicat pendant la période de revue du prospectus ou document de base par l'AMF (en particulier au titre de l'ensemble des informations nécessaires à l'évaluation du projet et notamment la stratégie, les comptes, la présentation des résultats et les rubriques « tendances » et « prévisions »). En tout état de cause, si des modifications significatives interviennent entre la présentation initiale aux analystes et les informations finalement présentées dans le document de base, il est de la responsabilité des banques membres du syndicat et de l'émetteur de s'assurer que ces informations modifiées ont bien été portées à la connaissance des participants à cette réunion.
- Une seconde information, après l'enregistrement du document de base, dédiée à tous les analystes de la place susceptibles d'être intéressés, leur permettant de bénéficier d'un échange approfondi avec les dirigeants et dont la présentation ne peut en aucun cas contenir moins d'informations que la première. Cet échange peut prendre la forme d'une réunion physique ou d'une conférence téléphonique selon le nombre d'analystes intéressés.
- Cette possibilité doit être sans incidence sur la réunion ouverte de présentation à la communauté financière, organisée notamment sous l'égide de la SFAF et se tenant à l'occasion du lancement de l'offre.

³ Ou, alternativement, après publication du prospectus visé par l'AMF dans le cas d'une documentation d'introduction en bourse reposant sur un prospectus unique.

6 La langue du prospectus

Dans un souci de compétitivité de la place de Paris, et à l'instar de ses homologues européens, la réglementation boursière donne désormais, en application de l'article 212-12 modifié du règlement général de l'AMF, la possibilité aux sociétés d'établir un prospectus rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français, y compris en cas d'introductions en bourse en France, sous réserve que le résumé du prospectus soit également traduit en français.

Recommandation

L'AMF recommande que le choix de la langue soit cohérent dans la durée et au regard de la stratégie actionnariale mise en place par la société.

L'AMF recommande aux sociétés désireuses de viser un large public de particuliers français de privilégier un prospectus intégralement rédigé en français. La communication à destination du grand public, tout particulièrement la documentation commerciale, devrait être élaborée en conséquence.

L'utilisation de l'anglais dans un prospectus d'introduction en bourse devrait être appréciée en fonction des caractéristiques du projet d'introduction en bourse et de la société, et notamment :

- l'existence d'une offre internationale des titres (placement privé international, double cotation, *etc.*) ;
- le profil de la société évoluant dans un écosystème international (société étrangère, groupe international, management international, clients ou contrats internationaux, *etc.*).

Une société de droit français devrait également juger de l'opportunité d'élaborer un prospectus d'introduction en bourse en anglais au regard de ses obligations à produire annuellement des comptes et un rapport de gestion en français en application de code de commerce.