

## Résultat de la consultation publique lancée le 25 septembre 2014 sur les propositions de modifications relatives au cadre des introductions en bourse

Le 25 septembre 2014, l'AMF a lancé une consultation publique, d'une part sur le rapport du groupe de travail sur les introductions en bourse présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck et d'autre part sur les propositions de modifications des textes jugées nécessaires pour mettre en œuvre les propositions de ce groupe de travail.

Les propositions du groupe de travail portaient sur les thématiques suivantes :

- Le maintien, pour toute introduction en bourse, de l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers.
- Une plus grande flexibilité dans les règles d'encadrement du prix avec, dans le prospectus visé, une information au moins sur un prix d'introduction maximum et, au plus tard 3 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.
- L'alignement de la pratique de l'AMF sur la pratique européenne consistant à ne plus imposer aux sociétés de présenter des critères d'appréciation de la fourchette de prix dans leur prospectus.
- La possibilité offerte aux particuliers de révoquer leurs ordres passés par internet à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre qui leur est destinée.
- La possibilité, en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF, de donner accès aux informations relatives à l'opération aux analystes des banques du syndicat de placement, sous réserve d'un engagement de confidentialité et d'un rétablissement d'une égalité d'information à travers le prospectus. Cela permet, notamment, d'accélérer le calendrier d'exécution de l'opération.
- L'autorisation d'utiliser l'anglais pour la rédaction du prospectus, sous réserve qu'il contienne un résumé en français.

Les propositions d'aménagements normatifs tendant à mettre en œuvre ces orientations portaient quant à elles :

- d'une part sur le Livre II du **règlement général** de l'AMF (RGAMF) pour permettre :
  - d'utiliser l'anglais pour la rédaction des prospectus d'introduction en bourse avec offre au public de titres financiers et aux opérations d'offres au public réalisées ultérieurement par un émetteur dont le prospectus d'introduction a été rédigé en anglais (article 212-12 du règlement général de l'AMF) ;
  - d'étendre aux sociétés dont des titres de créance sont déjà cotés la possibilité de communiquer des informations relatives à leur projet d'introduction en bourse aux analystes des banques du syndicat de placement en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF (article 223-10-1 du règlement général de l'AMF) ;
- d'autre part, sur la publication d'une **position-recommandation** de l'AMF qui préciserait les préconisations du groupe de travail présentées dans le rapport. Cette position-recommandation compléterait et remplacerait la position AMF n° 2009-12 de juin 2009 portant sur l'assouplissement des modalités de lancement des introductions en bourse dans un marché de forte volatilité, dès lors caduque.

Ces modifications visent à définir les modalités d'application et à mettre le RGAMF ainsi que la doctrine de l'Autorité en cohérence avec les propositions formulées par le groupe de travail.

La consultation publique s'est achevée le 22 octobre 2014. L'AMF a reçu au total 13 réponses, qui se répartissent de la manière suivante : 5 associations professionnelles, 4 particuliers, 2 cabinets d'avocats, 1 société de gestion et 1 entreprise de marché.

**Après avoir été mises en consultation publique, l'ensemble des propositions du groupe de travail sur les introductions en bourse, publiées le 25 septembre 2014, sont retenues. Une version finale du rapport est mise en ligne aujourd'hui.**

**Les modifications du règlement général revues à la suite de la consultation publique et approuvées par le Collège de l'AMF le 25 novembre 2014 ont été transmises au Ministre des finances et des comptes publics pour homologation.**

**La position-recommandation de l'AMF, modifiée à la marge à l'issue de la consultation, sera publiée lorsque le RGAMF aura été homologué et publié.**

Il est rappelé que l'ensemble des mesures entrera en vigueur de manière concomitante et dans la mesure du possible début 2015, étant entendu que la mise en œuvre pratique de certaines dispositions dépend essentiellement de l'action de certains acteurs de la place.

L'ensemble des remarques portant sur le rapport du groupe de travail est présenté dans une première partie (I), tandis que les suggestions de modification du règlement général de l'AMF le sont dans une deuxième partie (II), et celles portant sur la position recommandation de l'AMF dans une troisième partie (III).

## **I. Les remarques portant sur le rapport du groupe de travail**

### **I.1. Un accueil très positif des travaux du groupe**

Les travaux du groupe ont été accueillis favorablement par la place. L'AMF a pu le constater tant par les réponses qui lui ont été faites dans le cadre de la consultation publique, qu'à travers les commentaires qui ont été formulés par ses commissions consultatives auxquelles elle a présenté ces travaux entre la mi-septembre et la mi-octobre 2014.

Ainsi, un participant espère que l'ensemble des mesures présentées par le groupe de travail constituera « *un facteur de compétitivité de la Place* ». Un autre participant, qui soutient les propositions formulées, estime quant à lui qu'elles « *démontrent la volonté de l'AMF d'agir pour le financement de l'économie tout en assurant la protection des investisseurs* ».

Deux autres participants ont souhaité quant à eux souligner le grand intérêt de la démarche engagée par l'AMF, qui l'a conduite à « *mener une réflexion sur la pratique française au regard des pratiques internationales et européennes, et ce avec l'objectif de proposer des mesures concrètes permettant de développer un environnement favorisant le développement des entreprises par introduction en bourse* ». Ces mêmes participants saluent la qualité des travaux, dont certaines propositions « *constituent des avancées notables sur des sujets ayant retenu depuis longtemps [leur] attention* ».

Deux participants approuvent les propositions du rapport en insistant sur le fait que la plupart sont fondées sur une volonté affirmée de se rapprocher des pratiques européennes dont la France était jusque-là plus ou moins éloignée.

### **I.2. Les remarques portant sur les propositions du groupe de travail**

#### **1. Le maintien de l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers (propositions n° 1 et n° 2)**

➔ *Les arguments en faveur de la proposition*

Un participant est convaincu par la nécessité de maintenir cette disposition. Un autre participant met quant à lui en avant que placer les titres auprès d'une multitude d'investisseurs, de tailles différentes et pas forcément

professionnels, permet de favoriser la liquidité du titre post-IPO. Pour ce participant, les avantages de cette pratique instituée sur la Place de Paris sont patents au vu de l'expérience de ces derniers trimestres. Il ajoute par ailleurs que pour les petites capitalisations notamment et pour certains secteurs économiques, la tranche réservée au public permet d'absorber les fluctuations de la demande des institutionnels, plus sensible aux variations conjoncturelles de court terme.

Un autre participant est favorable à une large distribution des titres à l'occasion d'une introduction en bourse. A ce titre, il estime que la participation du public est souhaitable et doit être encouragée à chaque occasion. Il fait d'ailleurs part de sa surprise sur une disposition de la « loi Hamon », qui a supprimé l'obligation d'une tranche réservée aux salariés de l'entreprise en cas de mise sur le marché d'une entreprise du secteur public. A ses yeux l'actionnariat salarié doit également être encouragé. Il précise néanmoins que, définie comme une obligation de moyens, la mise à disposition du public de 10 % des titres offerts ne doit pas être une variable d'ajustement en cas de difficultés de placement.

Un autre participant approuve cette proposition et indique comprendre les raisons qui ont été mises en avant pour maintenir l'obligation de prévoir une tranche dédiée au « retail », notamment la volonté de laisser aux investisseurs particuliers qui le souhaitent la possibilité de prendre part aux opérations d'introduction en bourse. Ce participant partage avec l'AMF la préoccupation d'une désaffection croissante des investisseurs individuels vis-à-vis de la bourse et du placement en actions, outil de financement à long terme par excellence des entreprises. Ce participant note toutefois l'absence de règle comparable dans nombre de pays étrangers.

Enfin, un particulier s'interroge sur le point de savoir si les actionnaires individuels ont encore, à ce jour, leur place en bourse ou si tout n'est pas fait pour les en dissuader. Ce particulier estime que le fait même que l'AMF pose la question de l'opportunité de leur réserver une tranche « *dénote bien une direction dans le sens de l'exclusion de ces derniers* ». Deux des trois particuliers qui ont répondu sur ce point à la consultation sont favorables au maintien d'une tranche réservée aux particuliers.

#### ➔ *Les arguments contre la proposition*

A l'inverse, un participant estime qu'il n'est pas opportun de maintenir l'obligation pour les émetteurs de prévoir, dans le cadre des introductions sur un marché réglementé, une tranche à destination des investisseurs particuliers. Il met en avant que cette obligation résultant de l'article 315-35 du RGAMF constitue en effet une contrainte particulière pour les émetteurs français, en contradiction avec l'objectif affiché de développement de l'attractivité de la place financière française, et n'est justifiée ni par un texte européen ou français ni par aucune pratique comparable d'un grand Etat membre de l'Union européenne. Pour ce participant, le choix de réserver une partie de l'introduction en bourse aux particuliers devrait être laissé à la discrétion des émetteurs, qui apprécieraient au cas par cas la nécessité d'y recourir en fonction de leurs besoins, de leur stratégie actionnariale et de l'état du marché.

Un autre participant n'approuve pas non plus cette proposition. Même s'il en comprend les raisons et bien qu'il ne s'agisse que d'une obligation de moyens (sans imposer donc que 10 % soient effectivement placés auprès de particuliers), il regrette qu'une telle obligation soit édictée, alors qu'elle n'existe dans aucun autre Etat européen et qu'il n'est pas envisagé, à l'instar de ce qui se passe dans de nombreux pays, de laisser à l'émetteur le choix, en fonction des circonstances de l'espèce, d'ouvrir ou non l'opération aux investisseurs particuliers. Il précise qu'il n'y a aucune raison de penser qu'en France, comme ailleurs, l'émetteur ne pourrait être bon juge de l'opportunité d'ouvrir ou non l'opération aux investisseurs particuliers. En l'absence de base légale nationale, il estime que cette pratique devrait relever plutôt de l'entreprise de marché que du régulateur, et se révèle quelque peu contradictoire avec l'objectif de « *sécuriser la compétitivité et l'attractivité de la Place de Paris, en veillant à des règles du jeu équitables en Europe et en soutenant l'harmonisation et la cohérence des cadres réglementaires européens* ».

Enfin un particulier estime que les investisseurs particuliers étant souvent les plus vulnérables et disposant d'un accès à l'information moins aisé, il ne lui apparaît pas indispensable de leur dédier une tranche de l'offre. Il considère également que l'investissement dans une entreprise peut toujours être réalisé une fois la volatilité de l'introduction passée, et sans grande conséquence à long terme.

➔ *Les arguments allant plus loin que la proposition*

Un participant met en avant que « de nombreux émetteurs proposent déjà à leurs salariés de souscrire des actions de la société à l'occasion de son introduction en bourse, par le biais des dispositions du code du travail relatives aux augmentations de capital réservées aux adhérents des plans d'épargne (et qui prévoient ce cas spécifique s'agissant des modalités de détermination du prix). Il estime que cette bonne pratique mérite d'être mise en avant. Il estime en effet qu'une telle « composante actionnariat-salarié », généralement plus stable qu'une tranche retail « ordinaire » après une IPO, peut contribuer à enrayer l'érosion de l'actionnariat individuel constatée en France ».

➔ *Option retenue par le Collège de l'AMF*

**Compte tenu des différents commentaires apportés, qui ne diffèrent pas des débats qui ont pu avoir lieu dans le cadre du groupe de travail et au sein des commissions consultatives de l'AMF, le Collège de l'AMF ne souhaite pas supprimer le caractère systématique et obligatoire de l'offre aux particuliers dans le cadre des introductions en bourse.**

**Par ailleurs, le Collège note qu'à l'occasion de leur introduction en bourse, de nombreux émetteurs proposent à leurs salariés de souscrire des actions de leur société, par le biais des dispositions du code du travail relatives aux augmentations de capital réservées aux adhérents des plans d'épargne. Il souligne ces initiatives à la discrétion des sociétés visant à promouvoir un actionnariat des particuliers-salariés en parallèle au processus d'IPO.**

## 2. Une plus grande flexibilité des règles d'encadrement du prix (proposition n° 3)

➔ *Les arguments en faveur de la proposition*

Trois participants se disent convaincus par cette proposition.

Deux autres participants approuvent pleinement l'élargissement de la fourchette de prix qui est proposé, mais nuancent leur réponse en mettant en avant que bien qu'il s'agisse d'un assouplissement satisfaisant, cet élargissement demeure une contrainte alors qu'il eût été suffisant de s'en tenir aux textes européens qui n'imposent que la communication d'un prix maximal ou des critères de détermination du prix.

Un participant estime pour sa part que trois jours avant l'opération, la fourchette de prix ne devrait pas être élargie mais maintenue à +/- 10%, en y ajoutant la possibilité d'arrondir les prix pour les exprimer en euros sans décimales. Il estime en effet qu'il est paradoxal de proposer à la fois un élargissement de la fourchette et une date d'annonce rapprochée de la date de lancement de l'opération.

➔ *Les arguments en faveur d'une évolution différente*

Un autre participant constate que le mécanisme proposé par le groupe de travail offre davantage de flexibilité qu'auparavant, notamment du fait que la date de communication de la fourchette serait possiblement retardée par rapport au dispositif actuel et que son amplitude serait accrue. Ce participant relève néanmoins que le nouveau régime d'encadrement du prix qu'il est proposé d'adopter demeure plus contraignant que celui institué par la directive Prospectus. Pour ce participant, cette disposition de la directive Prospectus est d'ailleurs reprise à l'identique dans l'article 212-17 du RGAMF, qui lui aussi ne fait qu'imposer l'indication d'un prix maximum ou des critères et conditions de détermination du prix. Le maintien de la position de l'AMF exigeant la communication d'une fourchette de prix paraît à ce participant en contradiction avec les textes européens et leur transposition en droit français, et non nécessaire du point de vue des investisseurs. En effet, la seule information pertinente pour un investisseur est le prix maximum de l'offre au-delà duquel il déciderait de ne pas participer à l'opération. Le fait que le prix soit finalement fixé en dessous du prix maximum ou en dessous de la borne basse de la fourchette de prix ne porte pas atteinte à ses intérêts puisque le prix dont il devra s'acquitter sera finalement moins élevé que le prix maximum qu'il serait disposé à payer. En conséquence, ce participant estime, dans un souci d'améliorer de l'attractivité de la place financière française, que l'exigence de publication d'une fourchette de prix devrait être supprimée car elle crée des contraintes injustifiées pour les émetteurs souhaitant s'introduire sur le marché français.

➔ *Option retenue par le Collège de l'AMF*

**Le Collège de l'AMF estime que le dispositif proposé par le groupe de travail offre aux émetteurs davantage de souplesse tout en restant efficient du point de vue des investisseurs. Par ailleurs, il n'est pas favorable à la rédaction proposée visant, suite aux propositions du groupe de travail, à modifier la position de l'AMF relative à l'assouplissement de la règle d'encadrement du prix lors d'une introduction en bourse.**

### **3. Information dans les prospectus sur les critères d'appréciation de la fourchette de prix (proposition n°4)**

➔ *Les arguments en faveur de la proposition*

Un participant est convaincu par la nécessité de cette disposition. Un autre participant trouve que la modification proposée est tout à fait bienvenue dès lors qu'elle permet d'aligner la pratique française en matière de présentation des critères d'appréciation du prix avec la pratique constatée dans les autres Etats membres. La possibilité laissée aux émetteurs de continuer à présenter, sur une base volontaire, des éléments techniques d'appréciation du prix est également opportune en ce qu'elle laisse une flexibilité accrue aux émetteurs.

Deux autres participants encouragent vivement à se conformer aux pratiques européennes telles que précisées par l'ESMA en octobre 2013.

➔ *Les arguments en faveur d'une proposition allant au-delà de celle proposée*

Un participant indique qu'il serait très préférable qu'une analyse financière indépendante soit produite au moment de l'IPO (cf. rapport sur l'analyse financière indépendante publiée par l'AMF en juillet 2005) et qu'elle soit soutenue en diffusion par la presse financière et les établissements introducteurs. Un second fait part de son souci de préserver une qualité minimale d'information du public et suggère que soient mises à la disposition du public, par exemple sur le site web de l'entreprise, les études réalisées pour l'introduction en bourse par les analystes des établissements garants de l'opération.

➔ *Les arguments contre la proposition*

Un particulier estime que ne plus requérir ces informations risque de les faire disparaître, au détriment des investisseurs. Un autre particulier considère qu'il s'agit de l'un des critères de choix pour les investisseurs se fondant sur les données publiques directement émises par la société, donc fondamental pour juger de l'efficacité de l'investissement. Il estime que la pratique européenne ne se situe peut-être pas au niveau souhaitable dans ce domaine et que « *s'aligner par le bas* » ne constituerait nullement un progrès. Afin de privilégier l'accès aux informations essentielles, il propose que le ou les rapports d'analystes émis pré-opération soient communiqués dans la note d'opération ou sur le site de la société candidate.

➔ *Option retenue par le Collège de l'AMF*

**Le Collège estime que la pratique française consistant à présenter dans les prospectus des critères d'appréciation de la fourchette de prix n'est plus en ligne avec la pratique européenne telle que précisée par l'ESMA. De plus, il a pu être observé que ces données sont souvent assez théoriques, de manière générale non chiffrées et peu prises en considération ou analysées par les investisseurs particuliers. En conséquence, le Collège reste favorable à la proposition formulée.**

### **4. Révocabilité des ordres dans l'offre à prix ouvert (OPO) destinée aux particuliers (proposition n°5)**

La plupart des participants reçoivent cette proposition telle qu'elle est présentée, d'autres souhaitent qu'elle soit étendue aux ordres passés par téléphone et au guichet.

➔ *Les arguments en faveur de la proposition*

Tous les participants qui ont formulé des remarques sur cette proposition la soutiennent. Certains mettent en avant qu'il s'agit d'une mesure de bon sens, d'autres qu'elle atténue la différence de traitement entre investisseurs institutionnels et investisseurs particuliers dans l'offre à prix ouvert, et un autre que l'évolution technologique permet ce type de réactivité, et qu'il serait pénalisant de ne pas en tirer parti. Enfin un particulier estime que la flexibilité supplémentaire offerte est un point positif.

➔ *Les remarques formulées quant à la mise en œuvre de la proposition*

Un participant, favorable à cette proposition met en avant que s'il apparaît que les établissements teneurs de comptes ont la possibilité de proposer la révocabilité également aux donneurs d'ordres ne recourant par à internet, il serait souhaitable que la faculté préconisée par la consultation puisse bénéficier à tous les investisseurs particuliers, pourvu que les établissements concernés restent libres de fixer des heures limites de réception des instructions adaptées aux canaux de transmission correspondants et soient eux-mêmes en mesure d'apporter des instructions stabilisées à l'entité chargée de la centralisation des ordres des particuliers. Dans le cas où la centralisation se fait par la procédure de l'entreprise de marché, ceci implique le respect ultime par les membres du marché des heures limites de traitement fixées par celle-ci sur la partie offerte au public d'une introduction en bourse. Un autre participant abonde dans ce sens, en précisant qu'il faut toutefois vérifier si un délai technique « *de quelques minutes* » est nécessaire à la centralisation des ordres même passés par internet.

Un autre participant, qui n'a pas d'objection de principe sur cette proposition, comprend toutefois qu'elle soulève, notamment pour les banques à réseau, des difficultés pratiques qui ont un impact sur la fixation de la date limite de révocabilité des ordres, avec une différenciation possible selon que les ordres ont été passés par internet ou en agence.

Un participant indique que les modalités de mise en œuvre technique devront être précisées par les établissements avec un objectif partagé de faire leurs meilleurs efforts dans le cadre de leurs offres de services respectives, notamment pour ce qui concerne le traitement et l'horaire limite de prise en compte des ordres définis suivant les canaux.

➔ *Les arguments en faveur d'une proposition allant au-delà de celle proposée*

Un participant, qui n'a pas d'objection de principe sur le contenu de cette proposition, fait état néanmoins des préoccupations suivantes :

- afin d'assurer une égalité de traitement entre les investisseurs particuliers et de limiter les impacts techniques et organisationnels de cette proposition, il semble légitime d'étendre cette faculté de révocabilité des ordres à tous les canaux de distribution, donc également aux ordres transmis en agence ou par téléphone ;
- il semble nécessaire aux établissements (qui feront leurs meilleurs efforts sur ce point dans le cadre de leurs offres de services respectives) de préciser les modalités de mise en œuvre technique de cette nouvelle règle, notamment sur les questions de traitement et d'horaire limite de prise en compte des ordres.

Un participant, directement impliqué dans la mise en œuvre d'une telle évolution, indique être en faveur de la révocabilité des ordres quel que soit le canal de distribution, et donc sans restriction aux seuls ordres passés par internet. Pour ce participant, cette approche permettrait de limiter les impacts techniques et organisationnels de cette évolution dans les réseaux tout en traitant de façon équivalente tous les clients.

Enfin, un particulier estime que cette mesure est attendue, mais s'étonne qu'elle soit limitée au seul canal internet, le plus courant mais pas l'unique moyen usité.

➔ *Les remarques faites quant au délai de mise en œuvre de la proposition*

Afin de répondre aux contraintes visées ci-dessus et compte tenu d'un contexte de place très chargé, deux participants estiment qu'un report de l'entrée en vigueur de cette mesure du 1<sup>er</sup> janvier 2015 au 31 mars 2015 semble nécessaire.

Deux participants concluent par ailleurs en précisant qu'au regard de l'enjeu que représente la désaffection croissante des investisseurs particuliers vis-à-vis du placement en actions dans un contexte où les réseaux bancaires disposent d'une capacité de placement certaine, il importe de pouvoir répondre de façon appropriée aux préoccupations et contraintes ainsi exprimées.

➔ *Option retenue par le Collège de l'AMF*

**Le Collège de 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. Cette recommandation devrait être mise en œuvre au plus tard le 31 mars 2015 pour les ordres passés par internet. 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.**

#### **5. Accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF pour les analystes du syndicat (proposition n° 6)**

➔ *Les arguments en faveur de la proposition*

Un participant est convaincu par la nécessité de cette disposition.

Trois participants mettent en avant que la singularité de la pratique qui est faite de la réglementation française conduisait actuellement à des calendriers d'IPO trop longs, et, en raison de la volatilité des marchés, trop risqués.

L'un de ces participants souligne ainsi que cette pratique ne permet pas de saisir les opportunités ou fenêtres de marché. Ce participant relève que dans la pratique aucune note d'analyse financière n'est produite en dehors de celles des membres du syndicat introducteur en raison de l'investissement nécessaire par l'analyste, dans la mesure où son établissement ne percevrait pas de commissions. Ce participant est tout à fait favorable à l'action menée pour réduire le calendrier d'introduction et soutient l'initiative d'une réunion d'information réservée aux analystes membres du syndicat en amont de l'enregistrement du document de base. Ce travail en parallèle aboutit aussi à un élargissement de la période consacrée à la rédaction d'une analyse par les analystes du syndicat. S'agissant de l'application du dispositif, ce participant soutient la recommandation du groupe de travail tendant à ce que l'information et la documentation données aux analystes du syndicat ne soient pas meilleures ou plus volumineuses que celles qui figureraient dans le document de base. Le traitement égalitaire des analystes doit être préservé, comme proposé, avec un souci constant de la gestion de l'information confidentielle et des conflits d'intérêts potentiels.

Les deux autres participants se disent favorables à cette proposition mais observent toutefois que la nécessité de cette modification est liée, comme le note le rapport (§ 5.5.1.) au fait que « *le calendrier français est impacté par une séparation du prospectus en un document de base et une note d'opération qui est une pratique extrêmement courante. Le format du prospectus unique, contrairement à la pratique des autres pays européens reste ainsi très exceptionnel* ». Or, s'il reste en pratique exceptionnel en France, ce format unique est non seulement conforme à la réglementation française en vigueur puisque l'article 212-9, I du règlement général de l'AMF dispose que « *le prospectus peut être établi sous la forme d'un document unique ou de plusieurs documents distincts* ». Ces participants observent également que certains émetteurs privilégient le schéma du prospectus unique, qui peut répondre à un besoin de flexibilité. Dans ce cas, l'égalité d'information vis-à-vis des analystes ne relevant pas du syndicat serait maintenue car ces analystes seraient invités à prendre connaissance du prospectus au moment de l'annonce de la fourchette de prix et du lancement de la construction du livre d'ordres, et pourraient assister à la réunion SFAF qui a traditionnellement lieu le premier jour de la construction du livre d'ordres.

Un participant soutient que la modification proposée est tout à fait utile en ce qu'elle permet d'accélérer la mise en œuvre des introductions en bourse. Il formule néanmoins certains commentaires, repris ci-après en synthèse. La possibilité de donner accès aux analystes des banques du syndicat à certaines informations en amont de l'enregistrement du document de base va entraîner une accélération du calendrier dans la mesure où la phase d'éducation des investisseurs pourra débiter dès l'enregistrement du document de base. Les analystes des établissements non membres du syndicat auront certes également accès à ces informations, mais de manière décalée dans le temps. Ils subiront selon lui, du fait de ce décalage, une rupture d'égalité car ils ne seront pas en

mesure de produire leur rapport dans les mêmes délais que les analystes des établissements membres du syndicat et cette disposition serait en contradiction avec la recommandation de l'AMF relative à la « *production d'une analyse financière indépendante en parallèle des syndicats bancaires impliqués dans la distribution des titres, lors des IPO* ». Il semblerait opportun à ce participant que les analystes des banques non membres du syndicat et spécialistes du secteur considéré puissent également bénéficier de la réforme proposée. Leur invitation à la première réunion d'analystes serait à la discrétion des émetteurs et sous engagement de confidentialité. Ce participant estime par ailleurs que la proposition du groupe de travail induit une contrainte pour les émetteurs de devoir figer la composition du syndicat à une date avancée dans le processus d'introduction en bourse. Il conviendrait donc, afin de laisser suffisamment de souplesse aux émetteurs dans la composition du syndicat, de permettre à des analystes d'établissements non membres du syndicat, mais qui pourraient le devenir, d'être en mesure de préparer des rapports et donc d'avoir accès à l'information, sur une base confidentielle, en même temps que les analystes de banques membres du syndicat.

Un participant considère que la réduction du délai de préparation de l'offre est un objectif souhaitable et si la rupture de l'égalité de tous les analystes devant l'information est une des conditions pour y parvenir, on doit envisager de le faire en encadrant bien le processus. Il suggère que les analystes des entités membres du syndicat qui bénéficieraient d'un accès anticipé aux informations prennent également un engagement de publier leurs études sur le site de la société introduite. Ainsi, l'ensemble des clients pourront y avoir accès et bénéficier, en sachant qu'il s'agit d'études aux fins de placement des titres, d'un niveau d'information convenable.

Un particulier estime que, dès lors qu'un placement s'adresse au public, l'engagement de confidentialité d'un cercle très restreint d'analystes ne favorise pas la pluralité d'analyses éventuellement contradictoires de la société, ce qui ne serait pas de nature à limiter les excès trop souvent constatés dans la fourchette de prix proposée.

➔ *Option retenue par le Collège de l'AMF*

**Le Collège est favorable à la position formulée par le groupe de travail relative à l'octroi aux analystes des banques du syndicat d'un accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF. L'AMF rappelle qu'elle n'impose pas le recours systématique au document de base complété d'une note d'opération et que l'utilisation d'un prospectus unique est possible. L'AMF veillera par ailleurs à la bonne application de sa position publiée concomitamment au mode opératoire retenu, qui doit suivre strictement le dispositif prédéfini, s'appuyant notamment sur les engagements de confidentialité requis.**

## 6. La langue du prospectus (proposition n° 7)

➔ *Les réponses en faveur de la proposition sans restriction*

Un participant est convaincu de la nécessité de modifier le régime de la langue du prospectus afin de permettre l'utilisation de l'anglais pour la rédaction des prospectus d'introduction en bourse.

➔ *Les réponses contre la proposition telle que formulée ou sous réserve d'amendement*

Un des participants estime que la proposition de modification de l'article 212-12 du RGAMF tendant à permettre aux émetteurs d'établir un prospectus rédigé dans une langue usuelle en matière financière est opportune dans la mesure où une telle faculté laisse une plus grande flexibilité aux émetteurs et accroît ainsi la compétitivité de la place financière française. Ce participant note néanmoins qu'en dépit de cette modification du RGAMF, le principe posé par l'article L. 412-1 du code monétaire et financier demeure celui d'un prospectus rédigé en français. Cet article renvoie au RGAMF le soin de définir les cas dans lesquels le prospectus peut être rédigé dans une langue usuelle en matière financière. Il conviendrait par conséquent, selon ce participant, de modifier également l'article L. 412-1 du code monétaire et financier afin de mettre en cohérence le principe avec les modifications proposées. Ce même participant attend par ailleurs de l'AMF qu'elle précise la nature des documents pouvant être rédigés dans une langue usuelle en matière financière : s'agit-il de l'ensemble des documents composant le prospectus (à savoir le document de base et la note d'opération), l'un d'entre eux au choix de l'émetteur ou uniquement la note d'opération ? Il serait à son sens opportun de permettre aux émetteurs



d'enregistrer auprès de l'AMF un document de base en français et de déposer une note d'opération en anglais. Cette pratique est d'ailleurs fréquente dans le cadre des placements privés à l'occasion desquels le document de référence de la société rédigé en français est incorporé par référence dans un prospectus rédigé en anglais. La position du groupe de travail pourrait donc être précisée sur ce point.

Un autre participant ne partage pas les conclusions du GT sur la légalité et la constitutionnalité de la modification de texte envisagée, d'autant plus que la modification de texte proposée par l'AMF n'intègre pas les critères définis par le Conseil constitutionnel sur le caractère complet des informations essentielles fournies dans le résumé du prospectus. Ce participant, ainsi qu'un autre, ne contestent pas l'intérêt apparent, pour favoriser l'attractivité de Paris comme place financière internationale, d'autoriser l'utilisation de l'anglais dans les affaires. Néanmoins, selon ce participant, l'analyse des textes conduit à rejeter la proposition de changement de l'article 212-12 du RGAMF qui ne précise pas, ainsi que le prévoit l'article L. 412-1 précité, des exceptions au principe de l'utilisation de la langue française sur le territoire de la République, mais institue un principe d'équivalence du français et de toute langue usuelle en matière financière pour rédiger un prospectus d'introduction en bourse. Ils rappellent ainsi que l'article L. 412-1 dispose que « *ce document est rédigé en français ou, dans les cas définis par le même règlement général dans une langue usuelle en matière financière* ». En cas de difficulté d'interprétation, ces deux participants souhaitent qu'il soit spécifié que la version française prévaut quand bien même il s'agirait du résumé. L'un des deux participants propose d'amender légèrement la version existante de l'article 212-12 du RGAMF pour mieux viser le cas des seules introductions en bourse. L'autre participant souhaite, au-delà des doutes réels sur la possibilité de mettre en œuvre les projets présentés dans cette consultation, attirer l'attention du régulateur sur certaines conséquences dommageables des dispositions envisagées lorsqu'il s'agit d'opérations financières destinées au public en France. Au-delà de la langue, ce participant considère que c'est l'organisation de la pensée et du système juridique qui sont impliqués. Il est impossible, selon ce participant, de présenter en des termes satisfaisants dans une langue étrangère comme l'anglais les concepts juridiques qui sous-tendent l'activité économique et la vie des sociétés françaises soumises au droit français.

L'un des participants souscrit aux termes de la recommandation prévue par l'AMF, qui vise à assurer la cohérence du choix linguistique fait par un émetteur. Il estime, entre autres, que les attestations des commissaires aux comptes et de fin de travaux des contrôleurs légaux ne peuvent faire foi que si elles sont rédigées en français pour une société de droit français soumise à la loi française. Par ailleurs, le texte proposé par l'AMF n'intègre pas les critères définis par le Conseil constitutionnel sur le caractère complet des informations essentielles fournies dans le résumé.

Un particulier estime quant à lui que les actionnaires individuels n'étant pas tous anglophones à 100 %, surtout au regard des termes techniques de la finance, le français doit rester la base légale de l'information financière en France, même si une version française est prévue pour le résumé. Un autre particulier estime qu'un résumé n'est pas suffisant et que le prospectus devrait rester rédigé en français. Proposer une traduction en d'autres langues (et pas uniquement l'anglais) doit être sous la responsabilité des entreprises qui souhaitent attirer des investisseurs étrangers. Un autre particulier s'alarme de cette proposition qui s'oppose à l'une des principales missions de l'AMF, qui est de veiller à l'équité de traitement des actionnaires actuels et futurs. En effet, il estime que si la langue anglaise se « *banalise, les niveaux de compréhension demeurent et demeureront fort divergents, notamment dans les spécificités techniques ou linguistiques non maîtrisées, ce qui altère fondamentalement l'équité recherchée* ».

Selon ce participant, favoriser l'ouverture aux capitaux étrangers en proposant une traduction se comprend aisément mais limiter l'analyse pour les principaux intéressés à l'opération s'avère critiquable, voire juridiquement condamnable. Alors que les autorités déplorent le retrait massif des investisseurs particuliers des marchés financiers, une telle mesure contribuerait inévitablement à l'accélération de cette tendance néfaste. Ce participant estime que plus généralement, les investisseurs doivent alerter les services de l'AMF sur les pratiques actuelles de la sphère financière s'agissant de l'utilisation en première intention, et quelquefois exclusive, de l'anglais dans les communiqués d'information (certains sites d'entreprises ne sont plus accessibles en français). Ces pratiques usuelles dans la profession provoquent une distorsion de traitement des investisseurs dont la correction relève, selon lui, de l'action de l'AMF.

➔ Option retenue par le Collège de l'AMF

**La proposition du groupe de travail sur la langue du prospectus n'a pas à être modifiée puisqu'elle ne porte que sur les prospectus d'introduction en bourse.**

**En revanche, compte tenu des remarques qui sont formulées par les participants, pour ce qui est de la rédaction du RGAMF, le Collège approuve une rédaction plus restrictive (limitée aux introductions en bourse avec offre au public de titres financiers, et aux opérations d'offres au public réalisées ultérieurement par un émetteur dont le prospectus d'introduction est rédigé en anglais) que celle proposée lors de la consultation (l'ensemble des offres au public). L'objectif est de pouvoir ainsi mettre en œuvre rapidement cette mesure, tout en se laissant plus de temps pour envisager le cas échéant avec le législateur une modification de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier. Le Collège maintient par ailleurs sa recommandation, qui devrait permettre de limiter (et non pas imposer) l'utilisation de l'anglais dans certaines situations, en particulier lorsque l'opération est susceptible de mobiliser une importante base actionnariale de particuliers.**

### **I.3. Les remarques allant au-delà des thématiques étudiées par le groupe de travail**

Un participant aurait souhaité que soit également menée une réflexion sur :

- le rôle des conseils de l'émetteur dans la transmission d'informations pour permettre une bonne analyse financière ;
- le choix du(es) banquier(s) introducteur(s) par l'émetteur avant qu'une estimation de la fourchette de prix ne soit réalisée, afin de sauvegarder l'indépendance de l'analyste et de le préserver de toute pression du *pool* ou de l'émetteur ; toute rencontre avec les analystes susceptibles de rédiger des études pré IPO devrait ainsi être prohibée avant la désignation des banques introductrices. L'assurance que les projets d'études pré IPO des analystes ne soient pas relus par les avocats, avec interdiction pour ces derniers de les transmettre à quiconque (banquiers, conseils de la société...). Les modifications à apporter à l'étude ne pourront être que factuelles ;
- la période dite de *black out* qui s'étend pendant une durée de 30 à 45 jours ;
- la diffusion de la documentation après obtention du visa qui laisserait beaucoup à désirer et où, fréquemment, des dispositifs réglementaires ou usages étrangers s'appliquent.

Un particulier souhaiterait enfin que l'AMF étudie les modalités d'information sur les faits majeurs des sociétés susceptibles d'impacter leur futur cours de bourse, ayant « constaté des fuites d'information sensibles provoquant des décalages de cours importants avant diffusion des titres ».

**Au final, après avoir été mises en consultation publique, l'ensemble des propositions du groupe de travail sur les introductions en bourse, publiées le 25 septembre 2014, sont retenues. Une version finale du rapport est mise en ligne aujourd'hui.**

## **II. Les remarques portant sur les propositions de modifications du règlement général de l'AMF**

Les propositions de modification du RGAMF sont assez commentées et font l'objet de questions et suggestions retranscrites ci-après. Les remarques formulées par les participants conduisent en conséquence l'AMF à revoir les propositions rédactionnelles initialement retenues dans son projet de consultation.

## II .1. Modification de la langue du prospectus afin de permettre l'utilisation de l'anglais pour la rédaction du prospectus d'introduction en bourse

Texte de référence : article 212-12 du règlement général de l'AMF

### ➔ Suggestions des participants à la consultation

Un participant, qui est d'accord avec la proposition formulée, suggère, sans en changer le sens, d'en revoir la formulation sur les points suivants pour davantage de clarté :

- dans le projet actuel, sont distingués les cas où l'AMF est compétente pour viser le prospectus (paragraphe I) de ceux où elle ne l'est pas (paragraphe II). Or, dans les deux hypothèses, le régime linguistique serait désormais identique ;
- la seule différence tient à l'exception visée au 2<sup>ème</sup> alinéa du paragraphe I, relative aux titres de créance de valeur nominale supérieure à 100.000 euros. Mais cette référence paraît être source de confusion pour ce participant, puisqu'il s'agit d'un cas où, précisément, aucun résumé n'est requis ;
- dès lors que cette référence serait supprimée, il ne serait plus nécessaire de distinguer selon que l'AMF est compétente ou non pour viser le prospectus. Il propose en conséquence de fusionner les paragraphes I et II et faire l'économie d'un renvoi à l'article L. 621-8 du code monétaire et financier.

D'autres participants suggèrent en revanche de revoir sur le fond la proposition formulée :

- Plusieurs participants soulignent notamment que le principe posé par l'article L. 412-1 du code monétaire et financier demeure celui d'un prospectus rédigé en français. Cet article renvoie au RGAMF le soin de définir les cas dans lesquels le prospectus peut être rédigé dans une langue usuelle en matière financière. Dans ce cadre :
  - o un participant estime qu'il conviendrait par conséquent de modifier également l'article L. 412-1 du code monétaire et financier afin de mettre en cohérence le principe avec les modifications proposées ;
  - o tandis que selon un autre participant, l'analyse des textes conduit à rejeter la proposition de changement de l'article 212-12 du RGAMF qui ne prévoit pas réellement, ainsi que le prévoit l'article L. 412-1, des exceptions au principe de l'utilisation de la langue française sur le territoire de la République, mais tend à ériger un nouveau principe.
- Un participant estime que le texte proposé par l'AMF n'intègre pas les critères définis par le Conseil constitutionnel sur le caractère complet des informations essentielles fournies dans le résumé.
- Ce même participant estime qu'en cas de difficulté d'interprétation, il devrait être spécifié que la version française prévaut quand bien même il s'agirait du résumé.
- Un participant attend par ailleurs de l'AMF qu'elle précise la nature des documents pouvant être rédigés dans une langue usuelle en matière financière : s'agit-il de l'ensemble des documents composant le prospectus (à savoir le document de base et la note d'opération), l'un d'entre eux au choix de l'émetteur ou uniquement la note d'opération ? Il serait selon lui opportun de permettre aux émetteurs d'enregistrer auprès de l'AMF un document de base en français et de déposer une note d'opération en anglais. Cette pratique est d'ailleurs fréquente dans le cadre des placements privés, à l'occasion desquels le document de référence de la société rédigé en français est incorporé par référence dans un prospectus rédigé en anglais. La position du groupe de travail gagnerait pour ce participant à être précisée.

### ➔ Options retenues par le Collège de l'AMF

**Compte tenu du périmètre des travaux du groupe, des remarques qui ont été formulées, et dans l'attente d'une éventuelle modification de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier qui poserait le principe selon lequel le prospectus est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière, la solution retenue est celle de limiter l'emploi d'une autre langue usuelle en matière financières aux opérations d'introduction en bourse ainsi qu'aux offres au public de titres financiers ultérieurement réalisées par un émetteur dont le prospectus d'introduction en bourse est rédigé en anglais.**

Pour ce faire, le texte proposé ci-après reviendrait à la structure initiale de l'article 212-12 du règlement général de l'AMF qui met mieux en évidence l'existence de dérogations au principe, en ajoutant une à celles déjà mentionnées.

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p><b>Article 212-12</b></p> <p>« I. – Lorsqu'une offre au public de titres financiers mentionnés aux I et IV de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier est réalisée uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France, le prospectus visé par l'AMF est rédigé en français.</p> <p>Par dérogation, le prospectus peut être rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français dans les cas suivants :</p> <p>« 1° L'offre au public porte sur des titres de créance mentionnés aux I et II de l'article L. 621-8 susvisé et est réalisée uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France ».</p> <p>« 2° L'émetteur a son siège statutaire dans un État non partie à l'accord sur</p>	<p><b>Article 212-12</b></p> <p><b>« I. Un prospectus visé par l'AMF est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière lorsqu'une offre au public de titres financiers mentionnés à l'article L. 621-8 du code monétaire et financier ou d'admission de titres financiers sur un marché réglementé est prévue uniquement en France ou dans un ou plusieurs Etats membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France.</b></p> <p><b>« Lorsque le prospectus est rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français, le résumé est rédigé en français, sauf lorsque l'admission aux négociations sur un marché réglementé est prévue pour des titres autres que de capital dont la valeur nominale s'élève au moins à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises ou lorsque l'admission aux négociations est sollicitée sur le compartiment mentionné à l'article 516-18. »</b></p>	<p><b>Article 212-12</b></p> <p>« I. - Lorsqu'une offre au public de titres financiers visés aux I et IV de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier est réalisée uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres Etats membres de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'espace économique européen, y compris en France, le prospectus visé par l'AMF est rédigé en français.</p> <p>Par dérogation, le prospectus peut être rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français dans les cas suivants :</p> <p><b>« 1° [nouveau] L'offre au public de titres financiers mentionnés aux I et IV de l'article L. 621-8 susmentionné est réalisée uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France, lors d'une première admission de ces titres aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France. »</b></p> <p><b>« 1° bis [nouveau] L'offre au public de titres financiers mentionnés aux I et IV de l'article L. 621-8 susmentionné est réalisée uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France, par un émetteur dont le prospectus, établi lors d'une première admission aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'espace économique européen, y compris en France, est rédigé dans une langue usuelle en matière financière, autre que le français. »</b></p> <p>« 1° ter L'offre au public porte sur des titres de créance mentionnés aux I et II de l'article L.621-8 et est réalisée uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres Etats membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France ».</p> <p>« 2° L'émetteur a son siège statutaire dans un Etat membre non partie à</p>

<p>l'Espace économique européen et le prospectus est établi en vue d'une offre de titres financiers ouverte aux salariés exerçant leur activité dans des filiales ou établissements en France.</p> <p>Lorsque le prospectus est rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français, le résumé est traduit en français.</p> <p>« II. - Lorsqu'une admission aux négociations sur un marché réglementé est prévue uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France, le prospectus visé par l'AMF est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière. Dans ce dernier cas, le résumé doit être traduit en français sauf lorsque l'admission aux négociations est sollicitée sur le compartiment mentionné à l'article 516-18.</p> <p>« Lorsqu'une admission aux négociations sur un marché réglementé est prévue en France pour des titres autres que de capital dont la valeur nominale s'élève au moins à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises, le prospectus visé par l'AMF est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière. »</p>		<p>l'accord sur l'Espace économique européen et le prospectus est établi en vue d'une offre de titres financiers ouverte aux salariés exerçant leur activité dans des filiales ou établissements en France.</p> <p>« Lorsque le prospectus est rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français, le résumé est traduit en français.</p> <p>« II – Lorsqu'une admission aux négociations sur un marché réglementé est prévue uniquement en France ou dans un ou plusieurs autres Etats membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris en France, le prospectus visé par l'AMF est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière. Dans ce dernier cas, le résumé doit être traduit en français sauf lorsque l'admission aux négociations est sollicitée sur le compartiment mentionné à l'article 516-18.</p> <p>« Lorsqu'une admission aux négociations sur un marché réglementé est prévue en France pour des titres autres que de capital dont la valeur nominale s'élève au moins à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises, le prospectus visé par l'AMF est rédigé en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière.</p>
--	--	--

## **II.2. Modification en vue de permettre une communication des informations relatives à l'opération d'introduction en bourse aux analystes des banques du syndicat de placement en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF**

**Texte de référence : article 223-10-1 du règlement général de l'AMF**

### **➔ Suggestions des participants à la consultation**

Sur le plan purement formel, deux participants qui soutiennent la proposition propose une légère modification du 1<sup>er</sup> alinéa de l'article 223-10-1, sur lequel aucune modification n'avait été proposée (seule l'insertion d'un second alinéa avait été proposé) afin de supprimer quelques éléments et précisions qui sont source d'ambiguïtés. Ils proposent ainsi la formulation suivante : « Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais à l'information mise à la disposition des analystes financiers ».

Par ailleurs un autre participant propose de préciser que l'opération d'introduction en bourse envisagée porte sur des titres de capital, afin d'inclure un émetteur qui aurait déjà des titres de créances cotés au moment de son IPO.

### **➔ Options retenues par le Collège de l'AMF**

A ce stade, il apparaît préférable de maintenir telle qu'elle la rédaction du premier paragraphe, sa rédaction étant plus précise (« source » et « canaux » notamment) et les modifications suggérées allant au-delà du mandat du groupe de travail.

La seconde remarque nécessite quant à elle une modification à la marge de la proposition de modification de l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF, qui pourrait être rédigée comme suit :

Règlement général (version actuelle)	Formulation soumise à consultation publique (modifications en gras)	Formulation retenue (modification en gras souligné)
<p><b>Article 223-10-1</b></p> <p>« Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent spécifiquement à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières. »</p>	<p><b>Article 223-10-1</b></p> <p>« Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent spécifiquement à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières.</p> <p>« <b>Par dérogation aux dispositions du 1<sup>er</sup> alinéa, lorsque l'opération est une première admission sur un marché réglementé ou une première inscription sur un système multilatéral de négociation organisé, les analystes financiers désignés au sein des établissements membres du syndicat en charge de la réalisation de l'opération ou au sein du groupe auquel appartiennent ces établissements peuvent se voir communiquer des informations préalablement à leur diffusion dans le public sous réserve du respect des dispositions de l'article 315-15.</b> »</p>	<p><b>Article 223-10-1</b></p> <p>« Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent spécifiquement à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières.</p> <p>« <b>Par dérogation aux dispositions du 1<sup>er</sup> alinéa, lorsque l'opération est une première admission sur un marché réglementé ou une première inscription sur un système multilatéral de négociation organisé <u>de titres de capital</u>, les analystes financiers désignés au sein des établissements membres du syndicat en charge de la réalisation de l'opération ou au sein du groupe auquel appartiennent ces établissements peuvent se voir communiquer des informations préalablement à leur diffusion dans le public sous réserve du respect des dispositions de l'article 315-15.</b> »</p>

### II .3. Autres suggestions de modifications du RGAMF formulées par les participants

S'agissant de la tranche à destination des investisseurs particuliers, un participant estime, outre le fait qu'il serait juridiquement préférable qu'une telle obligation soit édictée par l'entreprise de marché, que la référence à l'article 315-35 du RGAMF dans sa rédaction actuelle, pour mettre en œuvre la proposition n° 1 du rapport, est quelque peu problématique. En effet, alors que le groupe de travail s'est déclaré favorable à une simple obligation de moyens « *sous réserve d'une plus grande flexibilité dans sa mise en œuvre* », l'article 315-35, du fait des ambiguïtés qu'il comporterait, semblerait en réalité prévoir davantage qu'une obligation de moyens dans sa rédaction actuelle.

D'après ce participant, on peut sans doute identifier une obligation de moyens dans l'indication, au 2<sup>ème</sup> alinéa de cet article, que le « *prestataire chef de file fait ses meilleurs efforts pour qu'il soit répondu de façon significative aux demandes formulées par les investisseurs personnes physiques* » avec l'indication complémentaire que cet objectif est réputé atteint dès lors, d'une part, « *qu'est prévue une procédure centralisée par l'entreprise de marché et caractérisée par une allocation proportionnelle aux demandes formulées* » et d'autre part, la « *mise sur le marché* » de « *10 % au moins du montant global de l'opération* ».

Mais selon ce participant, la lecture du 1<sup>er</sup> alinéa de cet article, qui ne peut être séparée du 2<sup>ème</sup> et du 3<sup>ème</sup>, fait naître des doutes quant à l'existence d'une simple obligation de moyens, dès lors qu'il impose que « *soit assuré un traitement équilibré entre les différentes catégories d'investisseurs* » et « *que le prestataire chef de file [doit] s'attacher à prévoir un mécanisme de transfert [entre tranche investisseurs particuliers et tranche investisseurs institutionnels] susceptible d'éviter un tel déséquilibre* ». En outre, ce même alinéa fait état de plusieurs procédures conçues à l'attention des investisseurs personnes physiques qui seraient mises en œuvre concomitamment, ce qui n'est jamais le cas en pratique puisqu'une seule procédure est généralement prévue pour les personnes physiques).

Si la référence à cet article 315-35 était maintenue, ce participant estime donc important d'en clarifier les termes pour qu'ils soient véritablement compatibles avec la proposition n° 1 du rapport (notamment sur le point développé ci-dessus relatif l'existence d'une obligation de moyens) et, par la même occasion, pour lever les ambiguïtés existantes de ce texte.

**L'article 315-35 du RG AMF ne semble pas générer de difficulté quant à son application. Le groupe de travail n'ayant pas remis en cause la rédaction de cet article, il n'apparaît pas souhaitable d'apporter de modification à ce stade.**

### III. Remarques sur la position-recommandation AMF sur les introductions en bourse

#### III.1. Concernant l'actionnariat salarié

Le paragraphe relatif à la tranche à destination des investisseurs particuliers est complété pour souligner les initiatives des sociétés visant à promouvoir un actionnariat salarié parallèlement au processus d'IPO. Il est ainsi ajouté, en ligne avec les remarques formulées lors des réponses à la consultation publique susmentionnées, le paragraphe suivant : « *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 actionnariat des particuliers-salariés parallèlement au processus d'IPO.* »

#### III.2. Concernant la révocabilité des ordres

Compte tenu des remarques formulées par les participants sur la question de la révocabilité des ordres, la position-recommandation de l'AMF sera revue à la marge afin d'être précisée avec pour objectif d'avoir une mise en œuvre de cette mesure la plus rapide et efficace possible.

**En conséquence, le Collège de l'AMF a modifié à la marge son projet de position-recommandation comme suit : « L'AMF recommande aux acteurs concernés que les ordres des particuliers passés lors des introductions en bourse soient révocables sur l'ensemble de la période de l'offre aux particuliers. Cette recommandation devrait être mise en œuvre au plus tard le 31 mars 2015 pour les ordres passés par internet. Par ailleurs, les réseaux devraient faire leurs meilleurs efforts pour étendre cette révocabilité aux autres canaux de distribution dans un délai raisonnable dès lors qu'il ne leur serait pas possible de la mettre en place avant le 31 mars 2015. »**

#### III.3. Concernant l'accès aux informations en amont de la publication de la documentation

Un participant estime, dans le paragraphe relatif à l'accès des analystes des banques du syndicat aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF, d'ajouter un point dans la position de l'AMF ou d'inclure un troisième paragraphe dans le premier point rédigé ainsi : « *Les rapports de recherche établis par les analystes ayant participé à la première réunion seront publiés et mis à la disposition du public sur le site internet de sa société ainsi que sur celui de la société émettrice.* »

**Le Collège de l'AMF estime que le sujet de l'analyse financière va au-delà du mandat du groupe de travail mais qu'il s'agit d'un sujet que l'AMF suit de près.**

#### III.4. Concernant la langue du prospectus

Un participant souscrit aux termes de la recommandation prévue par l'AMF qui vise à assurer une cohérence du choix linguistique fait par un émetteur.

Un participant estime que l'AMF devrait préciser dans sa position que même si le texte français n'est qu'un résumé, il aura une valeur probante supérieure au prospectus complet rédigé en anglais. Ce simple rappel devrait selon lui figurer dans la position que l'AMF envisage de publier sur la nécessaire cohérence entre projet économique de l'émetteur et choix de la langue de rédaction du prospectus afin que l'émetteur réfléchisse sur les risques de son éventuelle renonciation à s'exprimer dans la langue de son pays.

**Il est rappelé qu'en application de la directive Prospectus, la responsabilité civile ne peut être attribuée aux personnes qui ont présenté le résumé, y compris sa traduction, uniquement si le contenu du résumé est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus ou s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations clés permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières.**

### III.5. Version amendée de la proposition-recommandation de l'AMF.

Compte tenu des modifications apportées au projet de position-recommandation, la version approuvée par le Collège de l'AMF est présentée ci-après. Elle sera publiée définitivement, après l'homologation des modifications du règlement général.

#### **Position-Recommandation AMF n° 2014-[•] sur les introductions en bourse**

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

La présente position-recommandation remplace la position AMF DOC-2009-12 de 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'IPO.

#### **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 ouverte<sup>1</sup>.

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.

### 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 internet<sup>2</sup>.

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.

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Par opposition aux ordres papiers et au guichet des agences bancaires.

### **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 IPO et apporte les précisions nécessaires au regard de la révocabilité offerte selon le canal de transmission des ordres.

## **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 base<sup>3</sup>.

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.

<sup>3</sup> 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.

- 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.

## 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.

\*  
\* \*

**Les modifications du règlement général et de la doctrine présentées dans la présente synthèse ont été approuvées par le Collège de l'AMF.**

**Les modifications du règlement général ont été proposées à l'homologation du Ministre des finances et des comptes publics.**

**La position-recommandation de l'AMF entrera en vigueur après la publication de l'arrêté portant sur les modifications du règlement général susmentionnées.**