

# Rapport sur les introductions en bourse

Groupe de travail présidé  
par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck,  
membres du Collège de l'AMF

25 septembre 2014

## PLAN DU RAPPORT

<b>AVANT-PROPOS DES PRESIDENTS .....</b>	<b>3</b>
<b>SYNTHESE DES PROPOSITIONS DU GROUPE DE TRAVAIL .....</b>	<b>5</b>
<b>1. Le contexte du lancement du groupe de travail.....</b>	<b>8</b>
1.1. Un retour des IPO sur le marché français .....	8
1.2. Un cadre réglementaire et une doctrine régulièrement aménagés .....	8
1.3. Un sujet au cœur du plan stratégique 2013-2016 de l'AMF.....	9
<b>2. La liste des thèmes de réflexion retenus par le groupe de travail .....</b>	<b>10</b>
<b>3. Une participation active des membres du groupe de travail .....</b>	<b>10</b>
<b>4. Les critères de choix de la place de cotation.....</b>	<b>10</b>
4.1. Les précédents depuis 10 ans d'IPO de sociétés françaises en dehors de leur marché domestique.....	10
4.2. Les raisons de ces cotations à l'étranger.....	11
<b>5. La déclinaison des thématiques identifiées par le groupe et les propositions formulées.....</b>	<b>13</b>
<b>5.1. Le maintien de l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers .....</b>	<b>13</b>
5.1.1. Le dispositif applicable en France et sa portée.....	13
5.1.2. Le dispositif à la lumière des introductions récentes.....	14
5.1.3. La pratique étrangère.....	14
5.1.4. Les avantages et les inconvénients du dispositif français.....	15
5.1.5. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail .....	15
<b>5.2. Une plus grande flexibilité des règles d'encadrement du prix .....</b>	<b>17</b>
5.2.1. Le dispositif applicable en France.....	17
5.2.2. La pratique européenne : dispositifs et analyse statistique.....	17
5.2.3. Les avantages et les inconvénients du dispositif français.....	19
5.2.4. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail .....	20
<b>5.3. L'ajustement de la pratique concernant l'information sur les critères d'appréciation de la fourchette de prix.....</b>	<b>21</b>
5.3.1. Le dispositif applicable en France.....	21
5.3.2. L'évolution récente de la « pratique » au niveau européen (Q&R de l'ESMA).....	22
5.3.3. La pratique étrangère.....	23
5.3.4. Les critères d'investissement des particuliers dans le cadre des introductions en bourse...	23
5.3.5. Les avantages et les inconvénients du dispositif français.....	25
5.3.6. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail .....	25

<b>5.4. La possibilité d'ouvrir la révocabilité des ordres dans l'OPO destinée aux particuliers .....</b>	<b>26</b>
5.4.1. Le dispositif applicable en France.....	26
5.4.2. La position des intermédiaires sur le sujet.....	26
5.4.3. La pratique étrangère.....	27
5.4.4. Les avantages et les inconvénients du dispositif français.....	27
5.4.5. Les pistes de réflexion proposées par le groupe de travail .....	27
<b>5.5. La possibilité de donner accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF aux analystes des banques du syndicat.....</b>	<b>29</b>
5.5.1. Le dispositif applicable en France.....	29
5.5.2. La pratique étrangère.....	30
5.5.3. La présentation du dispositif alternatif présenté par les intermédiaires .....	31
5.5.4. Les avantages et les inconvénients du dispositif proposé .....	33
5.5.5. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail .....	34
<b>5.6. La possibilité d'utiliser la langue anglaise dans les prospectus d'introduction.....</b>	<b>35</b>
5.6.1. Le dispositif applicable en France.....	35
5.6.2. La pratique étrangère.....	36
5.6.3. Les avantages et les inconvénients du dispositif français.....	36
5.6.4. Les différentes questions débattues dans le groupe de travail .....	37
5.6.5. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail .....	38
<b>ANNEXES.....</b>	<b>41</b>
ANNEXE 1 - Mission du groupe de travail (extrait du CP de l'AMF du 7 mars 2014) .....	42
ANNEXE 2 - Composition du groupe de travail IPO.....	43
ANNEXE 3 - Liste des sujets de contributions préparées par des membres du groupe .....	44
ANNEXE 4 - Information sur les introductions en bourse en 2013 et au 1 <sup>er</sup> semestre 2014.....	45

## AVANT-PROPOS DES PRESIDENTS

### Un sujet au cœur du plan stratégique de l'AMF

Dans le cadre de son plan stratégique 2013-2016, l'Autorité des marchés financiers (AMF) s'est fixée parmi ses objectifs prioritaires le financement de l'économie. Sur cet axe elle entend accompagner les évolutions et mobiliser les parties prenantes des marchés financiers au service du dynamisme de la place de Paris.

Dans ce contexte, et compte tenu du redémarrage des introductions en bourse, l'AMF a lancé le 7 mars 2014 un groupe de travail ayant pour objet d'examiner le dispositif réglementaire français à la lumière des pratiques internationale et européenne en particulier.

### Un retour progressif des IPO sur le marché français en 2013 qui s'est confirmé en 2014

A l'instar de la tendance relevée aux Etats-Unis et avec quelques mois de décalage, les marchés européens ont enregistré un net redémarrage des introductions en Bourse. Cette tendance, marquée en 2013 par une forte progression des capitaux levés (26,5 milliards d'euros en hausse de 135 %) s'est accélérée en 2014.

Au cours du premier semestre 2014, le volume des introductions en Europe a encore progressé avec 213 opérations pour un montant de capitaux levés de 33,2 milliards d'euros. Dans cet environnement porteur, le marché français n'est pas en reste et a bénéficié d'un rebond important soutenu en cela par les fonds de *private equity* venus céder ou refinancer une partie de leurs investissements.

En 2013, le marché français a accueilli une vingtaine d'opérations pour un montant global de fonds levés de 1,4 milliards d'euros, soit son plus haut niveau depuis 2007. L'année 2013 a ainsi été marquée par l'arrivée sur le marché des sociétés FNAC (*spin off*), Blue Solutions, Numéricable et Tarkett (les deux plus importantes IPO en 2013).

Depuis le début de l'année 2014, le rythme des introductions s'est encore accéléré. Une trentaine d'introductions (dont 6 par cotation directe) ont ainsi été réalisées pour un montant de 4,7 Milliards d'euros soit 14 % des montants levés en Europe et plus de trois fois les capitaux placés en 2013. Parmi ces introductions, on trouve toujours de nombreuses sociétés issues des secteurs *biotech* et *medtech*, mais également un retour d'introductions en bourse de sociétés du secteur des technologies, du numérique, et des services, avec quelques grandes entreprises comme GTT, Worldline, Coface, Elior ou encore Euronext, chacune de ces opérations ayant atteint un montant supérieur à 500 millions d'euros.

Dans un contexte de renouvellement de la cote porté par une évolution positive des indices boursiers et la création du PEA PME, les investisseurs professionnels et particuliers ont ainsi eu l'opportunité de s'intéresser et de participer à plusieurs introductions en bourse.

### Une réflexion qui s'inscrit dans un cadre européen

Le regain des introductions en Bourse, qui constitue un élément positif pour le dynamisme de la place et de ses acteurs, est aussi l'occasion, pour l'AMF, de conduire un exercice de réflexion et d'analyse à la lumière des pratiques internationales et européennes en particulier. Ces travaux s'inscrivent dans le prolongement des ambitions portées par le Comité « Place de Paris 2020 » afin de proposer des mesures concrètes pour développer un environnement favorisant le financement des entreprises par introduction en Bourse.

Cette réflexion est particulièrement importante dans un marché des introductions où des entreprises françaises pourraient être tentées d'aller se faire coter à l'étranger et où la place de Paris doit aussi attirer des entreprises étrangères. La réponse à ces enjeux suppose 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.

C'est dans ce contexte que l'AMF, sur la base des échanges avec les intermédiaires et avec l'expérience des enseignements tirés lors de l'instruction de certains dossiers d'introduction, a souhaité engager une réflexion sur le dispositif réglementaire actuel. Cette réflexion, centrée autour de 6 thèmes (dont 1 proposé par les participants), a pris la forme d'un groupe de travail sur les introductions en bourse que nous avons eu l'honneur de présider.

**Des propositions d'évolution qui pourraient être utilement complétées par un guide ou une recommandation à usage pédagogique**

Le groupe de travail, composé de représentants issus de différentes expertises (banques, conseils, cabinets d'avocats, d'investisseurs institutionnels et particuliers, prescripteurs d'introductions en bourse et de représentants de sociétés) a été particulièrement actif et a produit de nombreuses contributions permettant d'asseoir sa vision internationale. Les travaux du groupe se sont déroulés à un rythme soutenu afin de proposer des évolutions dès cette année. Il publie aujourd'hui son rapport qui comporte 7 propositions. Certaines de ces propositions s'inscrivent dans le prolongement de la pratique existante, d'autres comportent des évolutions plus novatrices. C'est en ce sens qu'il nous semblerait opportun que ces mesures, dès lors qu'elles sont acceptées par la place et le collège, puissent être accompagnées par la publication d'un guide ou d'une recommandation destinée à faciliter leur mise en œuvre rapidement pour accompagner la dynamique des introductions en bourse.

Les Présidents du groupe de travail  
Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck,  
membres du Collège de l'AMF

## SYNTHESE DES PROPOSITIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

### 1. Le maintien de l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers

#### Proposition n° 1

Tout en notant l'absence de règle comparable dans nombre de pays étrangers, et en particulier européens, le groupe de travail (GT) ne souhaite pas supprimer le caractère systématique et obligatoire de l'offre aux particuliers dans le cadre des IPO. Il est en conséquence favorable au maintien de l'obligation de moyens relative à l'offre d'une tranche dédiée aux particuliers (ou tranche « *retail* ») sous réserve d'une plus grande flexibilité dans sa mise en œuvre.

#### Proposition n° 2

Le GT observe que l'application d'une tranche *retail* obligatoire peut, dans certaines circonstances, induire un biais de « sélection adverse », qui se traduit par un poids prépondérant des investisseurs particuliers dans l'offre lors d'IPO n'ayant pas suscité autant d'intérêt de la part des investisseurs institutionnels. Le GT a finalement décidé de ne pas émettre de recommandation sur ce sujet et a souhaité se concentrer sur la possibilité pour les particuliers de pouvoir révoquer leurs ordres (voir proposition n°5)

### 2. Une plus grande flexibilité des règles d'encadrement du prix

#### Proposition n° 3

A l'instar des autres pays étudiés, le GT estime qu'il conviendrait de prévoir davantage de souplesse pour la fixation de la fourchette indicative de prix, d'autant que les textes européens n'imposent que la communication d'un prix maximal ou des critères selon lesquels le prix sera déterminé.

Le groupe de travail estime que le dispositif suivant pourrait être approprié, car offrant aux émetteurs une certaine souplesse tout en restant efficient du point de vue des investisseurs :

- au lancement (soit dans le prospectus visé), une information à tout le moins sur un prix maximum d'IPO ;
- 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.

#### Modifications à prévoir pour prendre en compte la proposition n° 3

Une telle proposition conduirait à revoir la position de l'AMF relative à l'assouplissement de la règle d'encadrement du prix lors d'une IPO publiée le 30 juin 2009.

### 3. L'ajustement de la pratique concernant l'information sur les critères d'appréciation de la fourchette de prix

#### Proposition n° 4

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 qu'elle a été précisée par l'ESMA en octobre 2013. De plus, dans la mesure où la présentation technique des éléments d'appréciation du prix déterminant la fourchette indicative de prix n'est en pratique pas spécifiquement prise en considération ou analysée par les investisseurs particuliers, le GT a estimé qu'il y avait là une occasion d'ajuster la pratique française, et donc que l'AMF ne demande plus cette information dans les prospectus.

#### Modifications à prévoir pour prendre en compte la proposition n° 4

Une telle proposition conduit à revoir la pratique de l'AMF en la matière et ainsi à converger vers la pratique de la plupart des autres pays européens, confirmée en octobre 2013 par l'ESMA, en matière de critères d'appréciation de la fourchette de prix figurant dans le prospectus.

#### 4. La possibilité d'ouvrir la révocabilité des ordres dans l'OPO destinée aux particuliers

##### Proposition n° 5

L'irrévocabilité des ordres transmis dans le cadre de l'OPO 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.

Le GT constate que deux-tiers à 90 % des ordres des particuliers sont désormais transmis par internet (par opposition aux ordres papiers et au guichet des agences bancaires). Le GT a dès lors souhaité que les banques à réseau, après étude des contraintes pratiques, examinent la possibilité de prévoir que les ordres des particuliers puissent être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre. A l'issue de ces travaux, le GT recommande que la possibilité de révoquer les ordres des particuliers passés par internet soit mise en œuvre concomitamment à l'ensemble des autres mesures proposées par le groupe.

#### 5. La possibilité de donner l'accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF aux analystes des banques du syndicat

##### Proposition n° 6

Le GT est favorable à la possibilité de donner aux analystes des banques du syndicat de placement l'accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF, ce qui permettrait de mieux saisir les « fenêtres » de marché en réduisant le calendrier d'exécution de l'opération de 2 à 3 semaines, et alignerait la pratique française sur la pratique applicable dans les autres pays d'Europe. Il estime que ce calendrier plus resserré constituerait un facteur de compétitivité de la place. Cette proposition a également reçu au préalable un avis favorable des représentants des analystes financiers et des sociétés, étant souligné que les informations données lors de la première réunion puis aux analystes pour l'ensemble de la place figureront dans la documentation soumise à l'AMF.

Pour permettre aux autres analystes non membres du syndicat de pouvoir bénéficier d'un échange approfondi avec les dirigeants, les participants s'accordent pour considérer que les sociétés candidates à la cotation doivent proposer aux analystes d'échanger avec eux à compter de la publication du document de base. Cet échange peut prendre la forme d'une réunion physique ou d'une conférence téléphonique suivant le nombre d'analystes intéressés.

#### Modifications à prévoir pour prendre en compte la proposition n° 6

Les membres du GT (i) soulignent que cette pratique est autorisée – et prévaut – dans la zone euro, et (ii) mettent en avant qu'une telle proposition est généralement compatible avec une approche littérale des textes actuels, dans la mesure où l'article 223-10-1 du RGAMF sur l'égalité d'accès à l'information ne s'applique qu'aux sociétés dont les titres financiers sont d'ores et déjà admis aux négociations.

Concernant les cas particuliers des sociétés ayant des titres autres que des actions (obligations par exemple) déjà admises aux négociations sur un marché réglementé, ce dispositif nécessiterait de modifier l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF, sous réserve de prendre en compte tout particulièrement les enjeux posés en terme de confidentialité de l'information présentée dans le cadre du projet d'introduction. Cet enjeu au titre de l'information privilégiée se pose également aux cas particuliers des opérations de scission.

**6. La possibilité d'utiliser la langue anglaise dans les prospectus d'introduction en bourse**

**Proposition n° 7**

Au terme de l'analyse menée par le GT, il apparaît que la « loi Toubon » ne fait pas obstacle en elle-même à la rédaction d'un prospectus dans une langue autre que le français dans l'hypothèse d'offres au public de titres financiers en France, sous réserve que ce prospectus comprenne un résumé en français.

Le GT propose en conséquence que les prospectus d'introduction en bourse puissent, pour ceux qui le jugent souhaitable, être rédigés en anglais, avec un résumé en français.

**Modifications et travaux à prévoir pour prendre en compte la proposition n° 7**

Une modification du I de l'article 212-12 du règlement général serait nécessaire pour autoriser l'utilisation de l'anglais dans les prospectus d'IPO. Cet article autoriserait désormais la rédaction du prospectus d'IPO dans une langue usuelle en matière financière autre que le français. Dans ce cas, le résumé devrait être traduit en français. Cet article s'appliquerait tant aux émetteurs français qu'étrangers.

Afin de permettre à une société de droit français l'utilisation de l'anglais pour son Prospectus d'IPO, le règlement général et l'instruction 2005-11 de l'AMF devront également être modifiés au titre du format d'attestation sur le Prospectus et, avec les cabinets de commissariat aux comptes, de lettre de fin de travaux des contrôleurs légaux.

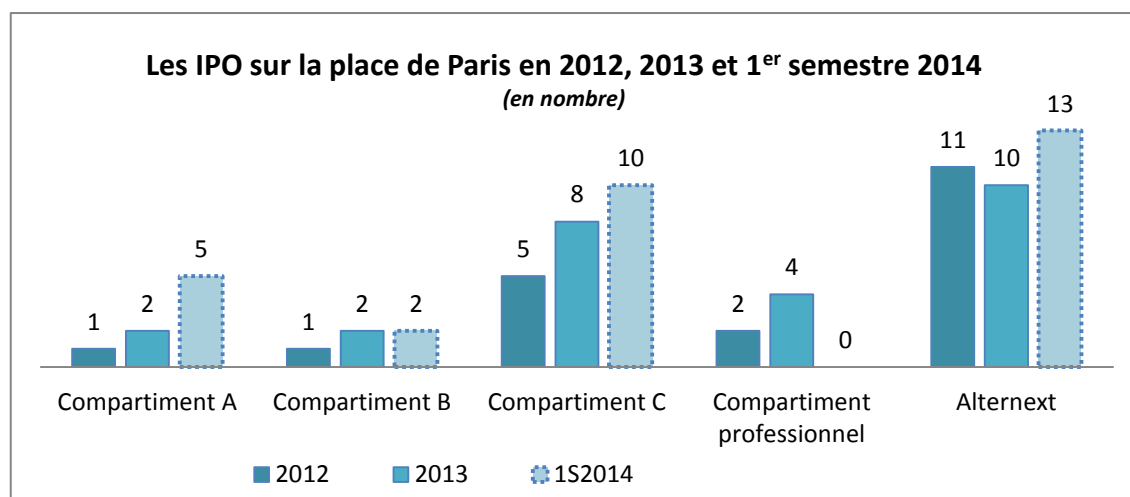
## 1. LE CONTEXTE DU LANCEMENT DU GROUPE DE TRAVAIL

La mission du groupe de travail, telle que précisée dans le communiqué publié le 7 mars 2014 lors de la création du groupe de travail ('GT') est rappelé en Annexe 1.

### 1.1. Un retour des IPO sur le marché français

Au total en 2013, 15 sociétés ont rejoint la bourse de Paris (13 sur le marché réglementé et 2 sur Alternext) et ont levé près de 1,3 milliard d'euros.

Ce dynamisme observé fin 2013 se confirme au 1<sup>er</sup> semestre 2014, puisqu'à fin juin, 30 introductions avaient eu lieu, et portaient sur des levées de fonds atteignant 4,7 milliards d'euros au total.



Les opérations les plus significatives ont été réalisées en fin d'année 2013, avec les introductions en bourse de Numericable et Tarkett, et au premier semestre 2014 (GTT, Elior, Coface, Euronext et Worldline).

Le nombre des introductions en bourse des sociétés du secteur des technologies médicales et biologiques est resté important en 2013. Les candidats à la cotation dans ce secteur se situent, de plus en plus, à un stade précoce de développement et les fonds levés par émission se réduisent pour atteindre des montants compris le plus souvent entre 10 et 20 millions d'euros.

L'Annexe 4 présente des éléments d'informations sur les introductions en bourse en 2013 et au premier semestre 2014.

### 1.2. Un cadre réglementaire et une doctrine régulièrement aménagés

Le cadre réglementaire français relatif aux introductions en bourse a été aménagé à plusieurs reprises par le Conseil des marchés financiers (CMF) et la Commission des opérations de bourse (COB), puis par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Pour rappel, depuis les années 2000, le cadre réglementaire français des introductions en bourse a régulièrement été aménagé en fonction des différents cycles observés. On peut ainsi souligner en particulier :

- La décision n° 2000-01 du CMF relative à l'application des règles de bonne conduite à l'occasion de l'introduction de sociétés en bourse. Il s'agissait pour le CMF, d'une part, de rappeler aux prestataires habilités la nécessité d'adopter des mesures appropriées lorsque, accompagnant une société en bourse ils sont susceptibles d'être placés en situation de conflit d'intérêts, et d'autre part de poser le principe d'un traitement équilibré des différentes catégories d'investisseurs lorsque la mise de titres sur le marché se traduit par le recours à différentes procédures.
- La possibilité, instituée en 2002, de scinder le prospectus en deux documents (le document de base puis une note d'opération) dans le cadre de la réforme de la procédure de contrôle de l'information financière et de la délivrance des visas « *afin de fournir au public une information de qualité le plus en amont possible de l'opération, la procédure d'introduction [étant ainsi] scindée en deux phases* »<sup>1</sup>. A noter que si les émetteurs conservent le choix d'établir un prospectus unique, tous, sauf rares exceptions, choisissent pour des raisons de marketing, de réaliser leur documentation en deux étapes. Cela est en particulier vérifié pour les émetteurs de grande taille.
- La mise en œuvre en juin 2009 de modalités assouplies (position de l'AMF DOC-2009-12) pour le lancement des introductions en bourse dans un marché de forte volatilité, avec la décision d'élargir la fourchette indicative du prix pour la porter à +/- 10%, et la possibilité de retenir un prix d'introduction inférieur sans visa complémentaire, sous réserve que cela n'ait pas d'impact sensible sur les informations données dans le prospectus<sup>2</sup>.

### 1.3. Un sujet au cœur du plan stratégique 2013-2016 de l'AMF

Dans l'axe n° 3 de son plan stratégique 2013-2016, intitulé « Agir pour le financement de l'économie », l'AMF a précisé avoir pour objectifs d'agir pour un financement plus efficace de l'économie par le marché et de mobiliser les parties prenantes des marchés financiers au service du dynamisme de la place de Paris.

Dans ce contexte, compte tenu de la progression du nombre d'introductions en bourse, et après avoir reçu un avis favorable de son Collège, l'AMF a annoncé publiquement le 7 mars 2014 le lancement d'un groupe de travail sur le dispositif réglementaire existant en France en matière d'introductions en bourse, en particulier au regard de la pratique d'autres pays européens.

<sup>1</sup> Bulletin mensuel COB n° 370, juillet-août 2002. Le document de base contient toutes les informations prévues pour l'établissement d'un prospectus, hormis celles relatives aux instruments financiers offerts. Cette possibilité de scinder le prospectus a été confirmée à l'article 5.3 de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003, même si elle semble peu utilisée au niveau européen.

En pratique, l'AMF enregistre le document de base, qui est diffusé dès son enregistrement par mise en ligne sur son site internet et sur celui de l'émetteur. Il est mis à disposition du public au siège de l'émetteur, et sa mise à disposition est rendue publique par voie de communiqué, en règle générale largement repris dans la presse.

En vue de l'introduction, l'émetteur doit déposer un projet de note d'opération qui constitue, avec le document de base, le prospectus soumis au visa de l'AMF. La note d'opération comprend quant à elle les informations relatives aux caractéristiques des instruments financiers dont l'admission est demandée, ainsi que les faits nouveaux intervenus ou divulgués depuis l'enregistrement du document de base et relatifs au patrimoine, à l'activité, à la situation financière, aux résultats et aux perspectives de l'émetteur.

Ce schéma permet d'assurer à tout type d'investisseur potentiel, particulier ou institutionnel, une égalité d'accès à l'information, tant en terme de contenu que de calendrier.

<sup>2</sup> A l'issue de l'étude de l'application des règles issues de la directive Prospectus au sein de l'Union européenne qui constatait que la fixation du prix pouvait être encadrée par des fourchettes plus larges que la pratique française alors en vigueur, et à la demande des professionnels souhaitant disposer de davantage de souplesse dans un contexte d'augmentation de la volatilité sur les marchés financiers, le Collège de l'AMF avait estimé qu'un assouplissement des conditions d'application sur le marché français des régies d'encadrement du prix était possible. Une position de l'AMF relative à l'assouplissement de la règle d'encadrement du prix lors d'une introduction en bourse a été publiée le 30 juin 2009 élargissant à + ou - 10% autour d'un prix pivot la fourchette de prix (contre + ou - 7,5% précédemment).

En plus de l'élargissement de la fourchette de prix, cette position de l'AMF a également permis que sa limite basse devienne non contraignante, i.e. que le prix définitif puisse être fixé en deçà de la fourchette. Dans ce cas, « *le prix définitif pourra 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* ». Si l'émetteur retient cette possibilité, il doit l'indiquer clairement dans le prospectus.

## **2. LA LISTE DES THEMES DE REFLEXION RETENUS PAR LE GROUPE DE TRAVAIL**

Les échanges réguliers entre l'AMF et les intermédiaires sur des questions concrètes soulevées par certains dossiers récents d'introductions en bourse ont fait émerger cinq sujets techniques qui s'inscrivaient dans le cadre de la déclinaison opérationnelle du plan stratégique de l'AMF.

Ces cinq sujets sont les suivants :

- l'obligation de moyen consistant à prévoir une tranche à destination des investisseurs personnes physiques (10 % au moins du montant global de l'opération) ;
- les règles d'encadrement du prix de l'offre à prix ouvert (OPO) et en particulier la fourchette de prix à +/-10% ;
- l'obligation de présenter, dans le prospectus, des critères d'appréciation de la fourchette de prix ;
- le caractère irrévocable des ordres dans l'OPO destinée aux particuliers ;
- la possibilité de donner, aux analystes des banques du syndicat, l'accès aux informations, en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF.

Il convient de souligner d'emblée que chacun de ces thèmes pré-identifiés par les services a été jugé pertinent et important par le groupe de travail, et a été retenu en conséquence dans le cadre des travaux du groupe.

En complément, les participants ont souhaité lors de la réunion de lancement du groupe de travail que soit également traitée la question de la langue du prospectus.

## **3. UNE PARTICIPATION ACTIVE DES MEMBRES DU GROUPE DE TRAVAIL**

Ce groupe, présidé par deux membres du Collège, est composé de 26 participants extérieurs à l'AMF représentant de banques, de conseils, d'avocats, d'investisseurs institutionnels, de prescripteurs d'introductions en bourse, de représentants de sociétés et d'investisseurs particuliers (*cf.* liste des participants, présentée en Annexe 2).

Un certain nombre de contributions a été demandé aux participants afin de préparer et d'enrichir les débats du groupe de travail et *in fine* le contenu du présent rapport. Ces contributions écrites, dont la liste est présentée en Annexe 3, ont fait l'objet de présentations lors des premières séances au groupe de travail afin d'asseoir les débats. Ces contributions ont également servi de point de départ à la rédaction du présent rapport.

## **4. LES CRITERES DE CHOIX DE LA PLACE DE COTATION**

### **4.1. Les précédents depuis 10 ans d'IPO de sociétés françaises en dehors de leur marché domestique**

Seules quatre cotations de sociétés françaises<sup>(1)</sup> en dehors de la place de Paris en dix ans ont été recensées.

	Société	Secteur	Date de l'IPO	Taille de l'opération	Raisons invoquées
Etats-Unis	SEQUANS COMMUNICATIONS	Semi-conducteurs	14 avril 2011	\$ 77m	<ul style="list-style-type: none"> <li>Secteur Tech – recherche d'une meilleure valorisation – comparables cotés aux USA</li> <li>Actionnaires vendeurs essentiellement américains</li> </ul>
	CONSTELLIUM*	Industriel aluminium	22 mai 2013	\$ 367m	<ul style="list-style-type: none"> <li>Actionnaires américains</li> <li>Double listing avec Paris (compartiment professionnel)</li> <li>Business perçu comme globalisé et volonté de ne pas être perçue comme une société purement européenne par le marché</li> <li>Comparables cotés aux USA</li> </ul>
	CRITEO	Internet – Tech - Publicité	24 octobre 2013	\$ 290m	<ul style="list-style-type: none"> <li>Secteur Tech. – recherche d'une meilleure valorisation – comparables cotés aux USA</li> </ul>
Hong-Kong	L'OCCITANE	Bien de consommation – Produits de soin et beauté	29 avril 2010	\$ 790m	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stratégie de très forte et rapide expansion en Asie et notamment en Chine</li> <li>Recherche d'une meilleure valorisation portée par la notoriété de la marque en Asie.</li> </ul>

\* L'IPO de Constellium a été réalisée *via* un véhicule de droit néerlandais.

#### 4.2. Les raisons de ces cotations à l'étranger

Les critères considérés en premier lieu par les émetteurs lors du choix de la place de cotation les plus usuellement observés sont synthétisés dans le tableau ci-après :

Critère	Déterminants	Attractivité de Paris
<b>Cohérence avec les activités de l'émetteur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cohérence (notoriété, symbiose) entre le lieu de cotation et l'implantation des activités de l'émetteur et de son management, facilitant l'optimisation de l'ancrage actionnarial domestique (investisseurs, analystes), bancaire et réglementaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En général, on observe que Paris est une place historiquement importante (capitalisation et nombre de sociétés cotées) et reste une place de cotation privilégiée des émetteurs français dès lors que les déterminants de valorisation sont à parité</li> <li>Faible attractivité de la place auprès des investisseurs étrangers qui peut fragiliser dans certains cas le positionnement vis-à-vis des émetteurs français (secteurs peu représentés ou à actionnariat international)</li> </ul>
<b>Accès à un bassin d'investisseurs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taille de la base d'investisseurs nationaux</li> <li>Eligibilité et accessibilité de la place de cotation retenue auprès des investisseurs internationaux</li> <li>Liquidité observée sur la place de cotation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bassin d'investisseurs nationaux (i) présents dans les IPO françaises (25%-35%), soit des proportions comparables, respectivement, aux investisseurs US et UK) et (ii) investissant des montants significatifs dans les IPO, en dépit de leur taille moyenne à l'échelle internationale (notamment au regard des USA et du RU)</li> <li>Place accessible aux principaux investisseurs internationaux : (i) système de cotation efficient (Euronext, places alternatives, <i>clearing</i>, etc.) et fongible dans le système international, (ii) une réglementation aux standards internationaux</li> <li>Fiscalité des investisseurs potentiellement moins favorable (TTF)</li> </ul>
<b>Insertion dans un univers de comparables naturels et connu des participants de la place</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Etre coté sur la même place de cotation que ses comparables boursiers directs peut être bénéfique en termes de facilitation de l'accès à des analystes et investisseurs éduqués sur le secteur d'activité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En règle générale, insertion de l'univers des sociétés cotées à Paris dans un grand ensemble européen avec une diversité des secteurs d'activité</li> <li>Quelques secteurs moins représentés à Paris : technologies/internet (<i>online, retail,...</i>), matières premières, <i>healthcare</i></li> </ul>
<b>Accès à une couverture satisfaisante par les analystes de recherche et les banques</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Un support bancaire domestique fort</li> <li>Une large couverture analystes capable de promouvoir le titre dans un espace géographique large et ciblé de manière optimale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En général, univers de recherche large à Paris couvrant un grand nombre de secteurs</li> <li>Les sociétés cotées à Paris s'insèrent généralement bien dans l'univers de couverture des analystes londoniens et européens en général</li> </ul>

Au regard des critères clés retenus par les émetteurs, il apparaît ainsi que Paris est une place de cotation attractive bénéficiant d'un bassin d'investisseurs français certes moins profond que celui des grandes places anglo-saxonnes, mais très présent et investissant des montants significatifs dans les IPO de sociétés françaises.

Les membres du GT conviennent que le choix de la place de cotation tient à des considérations telles que la valorisation des sociétés (en particulier dans certains secteurs), l'existence d'un plus grand bassin de liquidité sur certaines places, l'existence de sociétés comparables sur certains marchés, un objectif d'internationalisation de la marque, voire des règles de gouvernance plus souples ou une fiscalité plus attractive.

A la question de savoir si, inversement, beaucoup de sociétés étrangères sont venues se coter en France, les membres du GT estiment qu'elles ont été peu nombreuses et qu'il s'agit pour l'essentiel de cotations techniques (double cotation avec cotation directe).

Les membres du GT estiment néanmoins qu'il convient de rester vigilant, certains membres ayant souhaité attirer l'attention de l'AMF sur la volonté de la place de Londres d'attirer des émetteurs du secteur *biotech/medtech*, ou encore sur les velléités de certaines sociétés spécialisées dans des domaines particuliers d'aller se coter aux Etats-Unis en particulier du fait de l'existence potentielle de meilleurs niveaux potentiels de valorisation ou d'une base élargie d'investisseurs.

Certains membres du GT ont davantage exprimé leur plus grande inquiétude sur des changements de siège social de sociétés multinationales post-introduction en bourse. Sont ainsi évoquées certaines fusions ou autres opérations de rapprochements « *crossborder* » récentes (Arcelor, STMicroelectronics, Solvay, Lafarge, etc) qui donnent lieu *in fine* à un changement de siège social en particulier pour des raisons de droit des sociétés, de fiscalité, ou encore de gouvernance.

Le choix du siège social peut également être fait en amont de l'introduction en bourse afin de bénéficier d'une réglementation perçue comme plus souple et surtout d'un droit des sociétés beaucoup plus flexible que le droit français. Ce choix est indépendant du choix de la place de cotation<sup>3</sup>.

En préambule, le GT s'accorde à considérer que la réglementation boursière n'est pas un facteur dirimant dans le choix de place de cotation et qu'en conséquence la réglementation applicable en France n'a pas été à l'origine des rares cas de décision de cotation à l'étranger (seulement quatre cotations de sociétés françaises en dehors de la place de Paris en dix ans ont été recensées<sup>4</sup>), même si à l'avenir il conviendra de demeurer vigilant. En effet, ces décisions étaient essentiellement motivées par des considérations (i) de valorisation, (ii) de nationalité des actionnaires, (iii) d'existence de sociétés comparables, et/ou (iv) d'internationalisation de la marque.

De plus, les membres du GT s'accordent sur le fait :

- que le contexte normatif français (corpus de textes et pratiques proprement dites) apparaît globalement bien adapté aux pratiques internationales ;
- mais que certaines spécificités nationales pourraient être sources de fragilisation.

En particulier, le GT conclut que l'analyse menée soulève la question de l'avantage compétitif qu'emporterait la possibilité d'élaborer un prospectus en anglais et que cela conforte l'idée selon laquelle cette piste devait être expertisée (ce point est d'ailleurs expertisé au point 5.6.).

---

<sup>3</sup> A titre d'exemples récents les introductions en bourse de Stabilus en Allemagne et e-dreams Odigeo en Espagne, deux sociétés de droit luxembourgeois, ainsi qu'Euronext, société de droit néerlandais, mais dont le marché directeur est Paris.

<sup>4</sup> L'Occitane (avril 2010), Sequans Communication (avril 2011), Constellium (mai 2013) et Criteo (octobre 2013).

## 5. LA DECLINAISON DES THEMATIQUES IDENTIFIEES PAR LE GROUPE ET LES PROPOSITIONS FORMULEES

### 5.1. Le maintien de l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers

#### 5.1.1. Le dispositif applicable en France et sa portée

L'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers résulte de l'article 315-35<sup>5</sup> du règlement général de l'AMF, qui :

- pose les principes d'un « *traitement équilibré entre les différentes catégories d'investisseurs* » ;
- stipule, s'agissant des investisseurs personnes physiques, que lorsque plusieurs procédures conçues à leur intention sont mises en œuvre concomitamment, que « *les taux de service de la demande résultant de ces procédures soient du même ordre* » ; et
- précise que le prestataire chef de file doit faire ses « *meilleurs efforts pour qu'il soit répondu de façon significative aux demandes formulées par les investisseurs personnes physiques. Cet objectif est réputé atteint dès lors qu'est prévue une procédure, centralisée par l'entreprise de marché et caractérisée par une allocation proportionnelle aux demandes formulées et que, par cette procédure accessible aux investisseurs particuliers, 10% au moins du montant global de l'opération sont mis sur le marché* ». L'intermédiaire « *s'attache [ainsi] à éviter un déséquilibre manifeste, aux dépens des investisseurs particuliers [...]. Ainsi, quand une procédure de placement conçue à l'intention des investisseurs institutionnels coexiste avec une ou plusieurs procédures conçues à l'intention des investisseurs particuliers, le prestataire chef de file s'attache à prévoir un mécanisme de transfert susceptible d'éviter un tel déséquilibre.* ».

Les IPO ont ainsi été amenées à se structurer en un placement qui comporte schématiquement deux tranches :

- (i) une offre à prix ouvert auprès du public en France (l'« OPO »), et
- (ii) un placement global auprès d'investisseurs institutionnels en France et hors de France (le « PG »).

En pratique, lorsque le marché est actif et qu'il s'agit d'une opération d'envergure, la part du public représente généralement tout au plus 10 % de l'opération, sauf contexte très spécifique. Inversement, la part du public peut parfois atteindre jusqu'à 50 % du placement, voire plus, en particulier sur des petites opérations, notamment lorsque la demande institutionnelle est faible.

De par son mode de construction, le dispositif actuel :

- donne lieu à une simple obligation de moyen et non de résultat ;
- n'emporte pas d'obligation de mobiliser des ressources pour l'émetteur, en ce qu'il :
  - n'a pas d'impact sur le calendrier de l'opération (OPO de 3 jours minimum, en parallèle du PG) sauf en cas de modification significative des termes de l'offre entraînant une période de révocabilité des ordres ;
  - n'implique pas de plafond : certaines opérations, en l'absence d'intérêt des investisseurs institutionnels, n'ont pu aboutir que *via* une forte souscription du grand public ;
  - offre une grande flexibilité dans les conditions de mise en œuvre du mécanisme de transfert permettant de répondre de façon significative aux demandes des investisseurs personnes physiques ;
  - a pour conséquence que le principe d'un *traitement équilibré* entre les investisseurs institutionnels et particuliers ne permet pas de lever l'inégalité de fait entre ces catégories (comme par exemple l'irrévocabilité des ordres de l'OPO – contrairement à ceux du PG –, ou le fait que seuls les investisseurs plaçant des ordres dans le PG concourent à la formation du prix définitif).

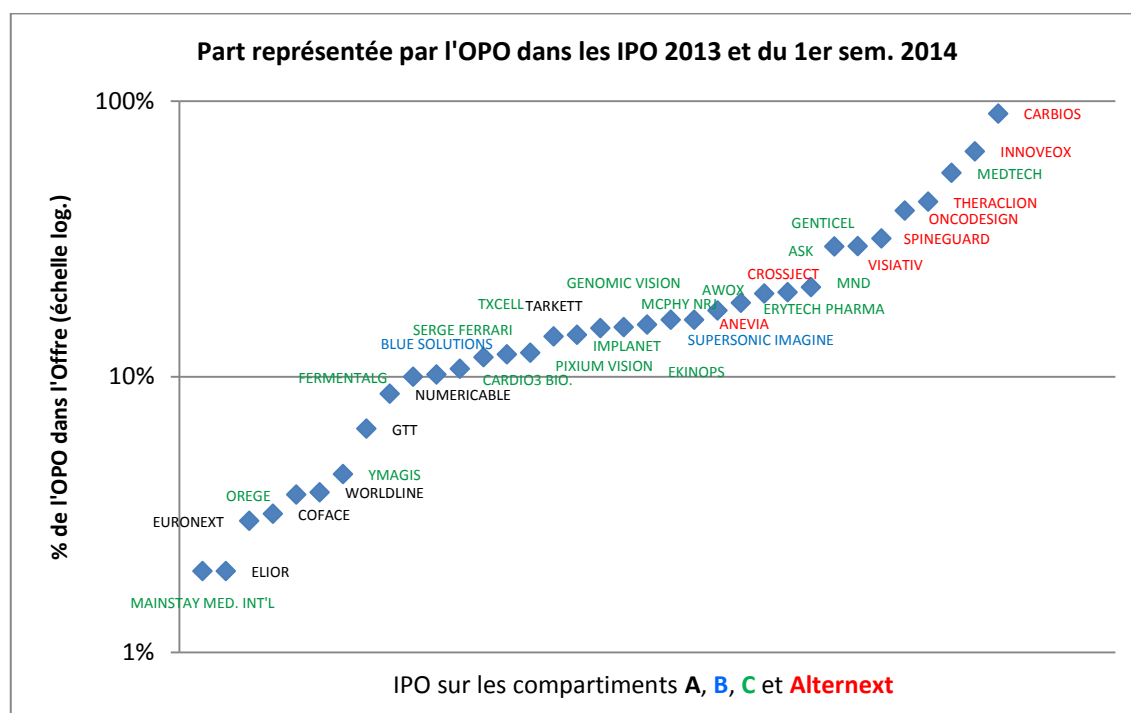
<sup>5</sup> Règlement général - Titre III - Prestataires de services d'investissement - Chapitre V « *Autres dispositions* » - Section 2 « *Gestion des informations privilégiées et restrictions applicables au sein des prestataires de services d'investissement* ».

Il a été également souligné que l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers avait aussi eu pour origine la préoccupation d'assurer un minimum d'accès des investisseurs particuliers en France aux opérations d'introduction, dans un contexte où les investisseurs *retail* revendiquaient cet accès (dans les années 2000).

De même, l'année 2006 a été marquée par plusieurs introductions en bourse qui ont suscité un fort intérêt du public. Pour certaines d'entre elles, la partie réservée au public (10 % minimum) avait d'ailleurs été souscrite plusieurs fois. La question de l'interprétation de l'article 315-35 du règlement général s'était alors posée quant aux possibilités de transfert de la tranche dévolue aux investisseurs institutionnels vers la tranche réservée aux investisseurs particuliers. En cas de déséquilibre manifeste aux dépens des investisseurs particuliers et de taux de service faible pour les ordres des particuliers de faible montant, l'AMF avait précisé dans son rapport annuel 2006<sup>6</sup> qu'elle recommandait alors aux prestataires chefs de file d'accroître la tranche réservée à ces particuliers de 10% à 15%, après l'en avoir informée et avoir diffusé un communiqué.

### 5.1.2. Le dispositif à la lumière des introductions récentes

Le GT a conscience que l'application d'une tranche *retail* obligatoire peut, dans certaines circonstances, induire un biais de « sélection adverse », qui se traduit par un poids prépondérant des investisseurs particuliers dans l'offre lors d'IPO n'ayant pas suscité autant d'intérêt des investisseurs institutionnels.



### 5.1.3. La pratique étrangère

Le sujet d'un traitement équilibré entre les différentes catégories d'investisseurs, et plus particulièrement des investisseurs particuliers par rapport aux institutionnels, n'est pas abordé par les textes européens, mais une offre au public est souvent mise en œuvre.

Certains membres soulignent que cette obligation fait peser une contrainte particulière sur les émetteurs français en rendant plus complexe le montage de l'opération et en renchérissant un coût d'accès au marché.

<sup>6</sup> Chapitre 3 – Les opérations financières et la qualité de l'information – Partie 5 > Les questions soulevées par les opérations financières 2006, a) Le déséquilibre manifeste entre les différentes catégories d'investisseurs, p.130.

Une étude comparative a été préparée par certains des participants au groupe de travail et porte, pour l'Europe, sur l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, le Luxembourg, le Royaume-Uni et la Suède, ainsi que sur le Brésil et les Etats-Unis.

Critères	Retour de l'échantillon
<b>Caractère obligatoire ou non d'une telle offre</b>	Non (sauf au Brésil), mais une offre au public est en pratique néanmoins le plus souvent mise en œuvre (sauf au Royaume-Uni, dans la période récente) Des contraintes de diffusion suffisante des titres sont souvent imposées par les règles de l'entreprise de marché <sup>7</sup> , mais sans emporter d'obligation de prévoir une tranche destinée aux particuliers
<b>Principe du traitement équilibré des particuliers par rapport aux institutionnels et de l'égalité de traitement des ordres des particuliers</b>	A l'exception du Brésil, où ce principe constitue une règle, ce n'est pas une obligation Ces principes sont toutefois souvent respectés dans des domaines autres que les allocations (identité de prix – sauf éventuelle décote pour les particuliers–). Par ailleurs, il est observé que les mêmes informations sont diffusées par l'émetteur
<b>Révocabilité / Irrévocabilité des offres</b>	Non prévu par les textes européens. Règles et pratiques diverses
<b>Durée des offres</b>	En général, absence de règle. En pratique, alignement ou offre aux particuliers parfois plus courte

#### 5.1.4. Les avantages et les inconvénients du dispositif français

Une liste des principaux avantages et des inconvénients du dispositif français applicable a été dressée :

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Non contraignant sur le résultat de l'OPO (simple obligation de moyen et non de résultat)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Pas de traitement équilibré prévu par les textes européens entre les différentes catégories d'investisseurs ➔ La France est « mieux disante »</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Assurer un minimum d'accès des investisseurs particuliers en France aux opérations d'introduction</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ En pratique, existence d'« une contrainte particulière sur les émetteurs français en rendant plus complexe le montage de l'opération et en renchérissant un coût d'accès au marché »</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Contribuer à l'investissement direct des particuliers en titres de sociétés cotées dans un contexte d'attrition importante de l'actionnariat individuel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Absence de plafond ➔ Existence de cas de sélection adverse</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Favoriser une liquidité des titres post-IPO par un placement auprès d'un nombre suffisant de « mains »</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Contraintes nées de la tranche <i>retail</i> dans un processus compétitif pour le choix de la place de cotation</li> </ul>

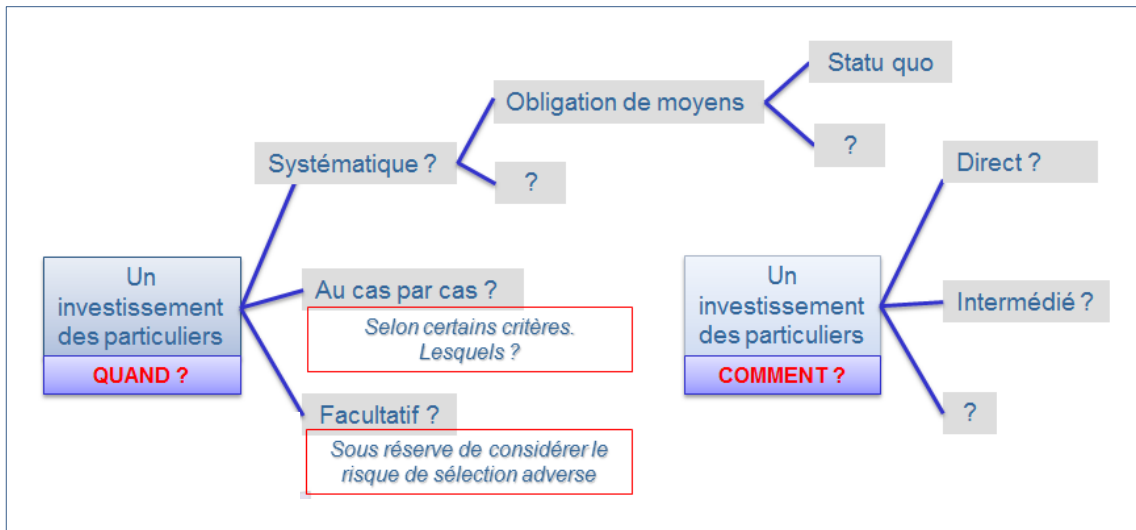
#### 5.1.5. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail

L'orientation de l'épargne des ménages, et donc des investisseurs dits « particuliers », vers le financement des entreprises est primordiale du fait de leur épargne relativement abondante et de leur capacité à

<sup>7</sup> Ainsi les conditions d'admission sur le principal marché de Stockholm (NASDAQ OMX Stockholm (« OMX »)) nécessitent le plus souvent une tranche destinée au public afin de constituer les bases d'une liquidité suffisante. Les règles du marché OMX imposent ainsi qu'un nombre suffisant d'actions soit détenu par le public et que la société ait un nombre d'actionnaires suffisant (25 % du capital et de l'ordre de 500 actionnaires minimum). Dans le même ordre d'idée, afin d'être admis aux négociations sur un marché réglementé en Allemagne, certains critères liés au « flottant » doivent être satisfaits, conformément aux règles de marché du marché allemand (*Börsenzulassungsverordnung*). En particulier, ces règles prescrivent un flottant minimum de 25 % et, lorsqu'il est demandé une dérogation à ce niveau de flottant minimum, une contrepartie consistant en un nombre minimum d'actionnaires post-IPO (30 actionnaires *a priori*).

apporter aux entreprises des ressources à long terme, voire à permettre au titre d'avoir davantage de liquidité.

Pour traiter cette question, le groupe de travail s'est posé plusieurs questions qui peuvent être synthétisées sous la forme d'un arbre de décision, présenté ci-après :



Les participants au GT estiment que le maintien d'une tranche « *retail* » obligatoire ne leur pose pas de problème, qu'elle permet un traitement équitable des ordres des particuliers, et permet aux émetteurs de diversifier la structure de leur actionariat, même si les participants au GT sont nombreux à estimer que l'absence d'obligation de faire une offre aux particuliers ne devrait pas conduire à la disparition en pratique de ce type d'offre.

De plus, les membres du GT s'accordent sur le fait que même si ces sujets sont assez peu encadrés en termes réglementaires à l'étranger, il n'en reste pas moins que les pratiques qui y sont observées ne diffèrent pas fondamentalement du dispositif applicable en France. Dans certains pays, il faut être client d'une des banques du syndicat pour pouvoir participer à l'offre ; dans d'autres pays, l'offre *retail* n'est mise en place que pour des IPO de sociétés ayant une forte notoriété ou une activité « grand public » ; enfin, dans la plupart des pays, lorsqu'il y a une offre *retail* (au choix de l'émetteur), il n'y a pas de contrainte sur le niveau d'allocation.

Pour certains membres du GT l'intérêt de la tranche *retail* ne doit pas être négligé en ce que les investisseurs individuels sont notamment plus fidèles, apportent de la liquidité dès lors qu'ils sont nombreux, et ne votent pas forcément comme les gérants. De plus, la disparition de la tranche *retail* adresserait un signal négatif à la place au moment même où les investisseurs individuels reviennent en bourse et de la création du PEA-PME.

Quelques participants estiment néanmoins que l'on offrirait une plus grande souplesse au marché en supprimant l'obligation de la tranche *retail* pour la rendre facultative.

Au final les participants s'accordent sur un maintien de la tranche « *retail* » obligatoire, tout en souhaitant que le dispositif soit accompagné d'une plus grande souplesse, notamment en matière de fourchette de prix.

Une réflexion a également été menée sur l'opportunité d'un mécanisme qui viserait à limiter le risque de « sélection adverse ». En effet, l'obligation de prévoir une tranche *retail* peut, dans certaines circonstances, induire un biais révélé par un poids prépondérant des investisseurs particuliers par rapport aux investisseurs institutionnels. Ainsi, à la lumière de certaines opérations passées, notamment lors d'IPO de petites sociétés, le GT s'est interrogé sur l'opportunité de mettre en place un dispositif, sous réserve qu'il ne soit pas trop contraignant pour éviter ces situations.

Dans ce contexte, il a examiné un dispositif visant à traiter ce risque de sélection adverse, par exemple en posant que l'OPO ne devrait pas représenter plus de deux ou trois fois l'objectif initial visé, ou nécessiter alors une nouvelle période de souscription à l'OPO.

Considérant que les solutions proposées étaient en pratique difficiles à mettre en œuvre, le GT a finalement décidé de ne pas émettre de recommandation sur ce sujet et a souhaité se concentrer sur la possibilité pour les particuliers de pouvoir révoquer leurs ordres (voir point 5.4.).

#### Proposition n° 1

Tout en notant l'absence de règle comparable dans nombre de pays étrangers, et en particulier européens, le groupe de travail (GT) ne souhaite pas supprimer le caractère systématique et obligatoire de l'offre aux particuliers dans le cadre des IPO. Il est en conséquence favorable au maintien de l'obligation de moyens relative à l'offre d'une tranche dédiée aux particuliers (ou tranche « *retail* ») sous réserve d'une plus grande flexibilité dans sa mise en œuvre.

#### Proposition n° 2

Le GT observe que l'application d'une tranche retail obligatoire peut, dans certaines circonstances, induire un biais de « sélection adverse », qui se traduit par un poids prépondérant des investisseurs particuliers dans l'offre lors d'IPO n'ayant pas suscité autant d'intérêt de la part des investisseurs institutionnels. Le GT a finalement décidé de ne pas émettre de recommandation sur ce sujet et a souhaité se concentrer sur la possibilité pour les particuliers de pouvoir révoquer leurs ordres (voir proposition n°5)

## 5.2. Une plus grande flexibilité des règles d'encadrement du prix

### 5.2.1. Le dispositif applicable en France

Une position de l'AMF relative à l'assouplissement de la règle d'encadrement du prix lors d'une IPO a été publiée le 30 juin 2009 :

- élargissant à + ou - 10 % autour d'un prix pivot de la fourchette de prix (contre + ou - 7,5 % précédemment) ;
- permettant que sa limite basse devienne non contraignante, *i.e.* que le prix définitif puisse être fixé en deçà de la fourchette. Dans ce cas, « *le prix définitif pourra 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* ». Si l'émetteur retient cette possibilité, il doit l'indiquer clairement dans le prospectus.

Ces assouplissements ont pu faciliter certaines IPO dans un contexte de marché difficile.

### 5.2.2. La pratique européenne : dispositifs et analyse statistique

Au niveau européen, les Etats membres sont contraints par la directive prospectus qui est d'application maximale. Pour autant la compréhension et la mise en œuvre de certaines dispositions de la directive prospectus ne sont pas homogènes entre les Etats-membres. Le Q&A de l'ESMA relatif aux prospectus a d'ailleurs encore été complété sur le sujet début 2014.

#### *La directive Prospectus*

La directive Prospectus stipule que, lorsque le prix définitif n'est pas inclus dans le prospectus, tout souscripteur doit soit :

- connaître soit le prix maximum, soit les critères selon lesquels le prix et les quantités de titres offerts seront déterminés ;
- disposer d'un droit de rétractation.

En pratique, les IPO (contrairement à d'autres types d'opération) comportent quasi-systématiquement en Europe et systématiquement en France, un prix maximum et les ordres ne deviennent révocables qu'en cas de fixation du prix au-delà du prix maximum.

#### *L'actualisation récente du Q&A de l'ESMA relatif aux prospectus*

L'ESMA (Q&A - Janvier 2014) a précisé qu'en l'absence de prix préétabli, « *les Prospectus présentent généralement un prix maximum ou donnent droit de rétractation aux souscripteurs. En pratique, certains émetteurs retiennent plus d'une des options permises et renseignent les Prospectus en indiquant qu'au cas où le prix maximum (ou la fourchette de prix) serait dépassé, un droit de rétractation serait alors mis en œuvre.* »

Elle a également précisé qu'elle considérerait qu'un prix maximum associé au droit de rétractation pouvait offrir une protection satisfaisante pour les investisseurs lorsque le prix final n'était pas dans le prospectus.

Certains intermédiaires font valoir que si la fourchette indicative telle que normée en France s'inscrit en pleine cohérence avec les pratiques internationales, le fait qu'il n'y ait pas de telle règle prédéterminée dans d'autres pays a pu permettre que certains projets d'IPO s'en écartent, notamment dans les situations où il est difficile d'inférer la valorisation de la société.

#### *La manière dont la fourchette de prix est appréhendée réglementairement à l'étranger*

Une étude comparative a été préparée sur cette thématique par certains des participants au groupe de travail et porte pour l'Europe, sur l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, le Luxembourg, le Royaume-Unis et la Suède, ainsi que sur le Brésil et les Etats-Unis.

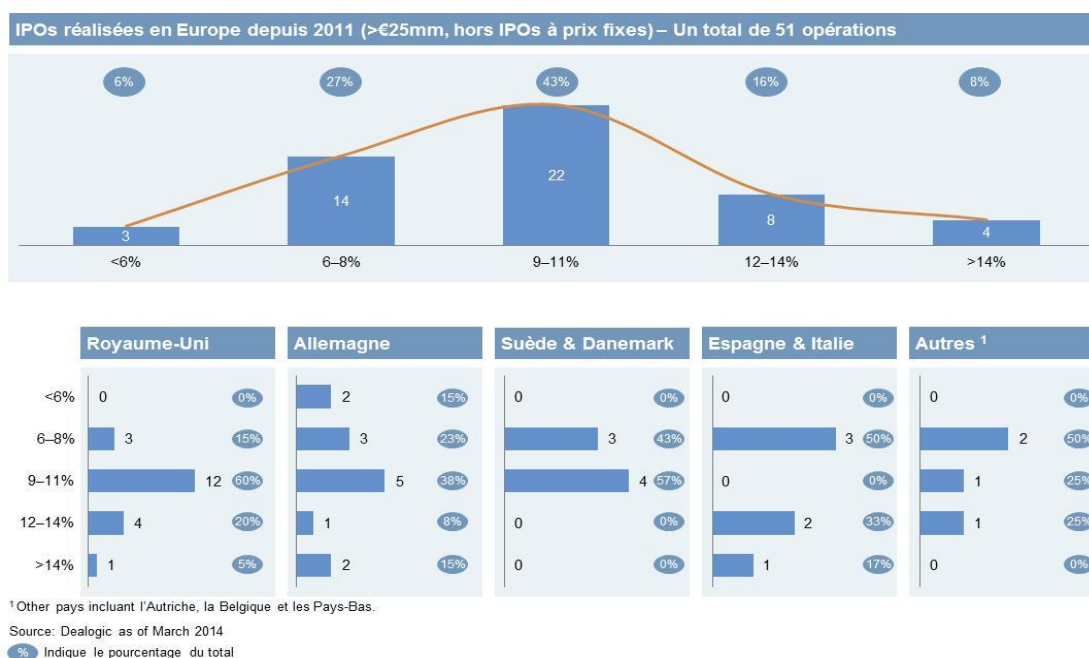
Critères	Retour de l'échantillon
<b>Exigence légale ou réglementaire de prévoir une fourchette de prix</b>	En général, absence d'exigence légale ou réglementaire, mais en pratique, le plus souvent stipulée.
<b>Existence de contraintes réglementaires applicables en cas de stipulation d'une fourchette de prix</b>	Amplitude rarement encadrée. Dans d'autres pays, il est renvoyé au caractère raisonnable et/ou à l'appréciation de l'impact significatif ou non de la fourchette sur les caractéristiques de l'offre.
<b>Communication sur un prix maximal</b>	Peut généralement être utilisé sans fourchette de prix. En l'absence de prix maximum, en Europe, le prospectus doit décrire les critères de détermination du prix (interprétation de l'ESMA généralement retenue)
<b>Possibilité de réviser la fourchette de prix sans Prospectus complémentaire</b>	En général possible, sauf en cas de révision à la hausse au-delà du prix maximum.
<b>Possibilité de fixer le prix en dehors de la fourchette</b>	En Europe, pas au-dessus du prix maximum, s'il en a été prévu un. Aux Etats-Unis, sous certaines conditions, possibilité de fixer le prix hors fourchette (dans les limites de 20 % au-dessus et en dessous des bornes de la fourchette) sans nouvel enregistrement auprès de la SEC.

#### *L'amplitude de prix en pratique*

Alors qu'aucun des régulateurs des pays étudiés n'imposent de contrainte sur l'amplitude de la fourchette de prix, une concentration des fourchettes d'environ 10% autour d'un cours pivot est observée pour 51 opérations réalisées en Europe entre 2011 et début 2014 :

- une répartition des IPO en fonction de l'amplitude de la fourchette de prix en « courbe de Gauss » ;
- 43 % des IPO avec une fourchette comprise entre +/-9% et +/-11% ;
- moins de 15% des IPO dans les cas extrêmes (moins de 6% ou plus de 14% autour du cours pivot).

Certains des participants estiment que le marché « s'autorégule », et que la fourchette de prix devrait dès lors être élargie.



L'analyse menée donne par ailleurs lieu aux constats suivants :

- un élargissement constaté de la fourchette de prix dans les cas suivants :
  - un léger élargissement lié à la fixation de « chiffres ronds » pour la fourchette (correspondant, le cas échéant, au pas de cotation de la valeur sur le marché dans le futur) ;
  - un élargissement plus important pour les IPO avec une valeur absolue de l'action faible ;
  - un élargissement lié aux difficultés à valoriser la société (Biotech, Medtech, etc.).
  
- un élargissement qui peut être parfois conseillé par les banques conseils dans le cadre de leur stratégie de marketing de l'opération, en fonction des conditions de marché :
  - une volonté de « sécuriser la construction du livre d'ordres » pour ensuite être en mesure de retenir un prix élevé en fonction de la demande des investisseurs<sup>8</sup>.

### 5.2.3. Les avantages et les inconvénients du dispositif français

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Une fourchette (à +/- 10% autour du prix pivot) en ligne avec les pratiques européennes observées</li> <li>➔ <i>Une fourchette doit rester pertinente dans son amplitude</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Pas d'encadrement de la fourchette dans d'autres pays et impossibilité de sortir sans fourchette ou de sortir sur la base d'une fourchette large pour répondre à certaines situations particulières ou sans fourchette</li> <li>➔ <i>Certains projets d'IPO ont pu s'écarter d'une fourchette de +/- 10%, notamment dans le cas de sociétés dont il est difficile d'inférer la valorisation</i></li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Une limite basse non contraignante (sous réserve que la fixation d'un prix inférieur n'ait pas d'impact sensible sur les informations données dans le prospectus) répondant au souci de la place</li> <li>➔ <i>Ces assouplissements ont permis de faciliter quelques IPO dans un contexte de marché difficile</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Contrainte sur les arrondis, ne permettant pas d'avoir des prix « ronds » sans réduire la fourchette]</li> </ul>

<sup>8</sup> Les investisseurs particuliers sont protégés, quoiqu'il arrive puisqu'en cas de fixation du prix au-dessus du prix maximum, ils bénéficient d'une période de révocabilité des ordres (conformément à l'article 8 de la directive Prospectus).

#### 5.2.4. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail

Le GT estime que malgré la souplesse introduite en 2009, cette règle soulève encore certaines difficultés d'application. Certains participants mettent ainsi en avant que l'appréciation de la juste valeur d'une société dont les titres ne sont pas encore admis aux négociations sur un marché réglementé peut s'avérer délicate pour une ou plusieurs raisons : secteur d'activité, modèle économique, forte volatilité du marché, etc. Cette situation nécessite selon eux une flexibilité accrue.

Le GT pointe en effet des contraintes particulières, notamment en matière de fourchette de prix, nées de l'existence de la tranche offerte aux particuliers et de l'irrévocabilité des ordres exprimés dans l'OPO.

Il estime en conséquence que des aménagements devraient être apportés en corollaire au maintien d'une tranche offerte aux particuliers, et en particulier qu'il faudrait prévoir davantage de souplesse pour le mécanisme de détermination de la fourchette de prix. En effet, sur la base des IPO réalisées à l'international, le GT constate que l'amplitude de -10%/+10% autour du cours pivot s'impose en pratique pour la très grande majorité des dossiers présentés au marché. Cependant, cette amplitude et l'obligation de s'y astreindre dès le lancement de l'offre ne permettent pas de traiter de façon optimale les dossiers (i) quand il existe de fortes incertitudes sur les marchés, ou (ii) lorsqu'il n'est pas possible de disposer d'une valorisation *ex ante* de la société.

Concernant la flexibilité qu'il souhaiterait apporter à cette fourchette, le GT a examiné plusieurs pistes et en particulier les trois options suivantes :

- supprimer toute référence à la fourchette dans la réglementation et considérer que le marché s'autorégule (c'est plutôt la pratique européenne), sachant qu'il existe dans tous les cas au niveau européen la contrainte du prix maximum ;
- élargir la fourchette de +/- 10 % à +/- 15 % ;
- imaginer un dispositif dans lequel la fourchette initiale pourrait être plus large mais donnerait lieu à une communication sur une fourchette resserrée en cours de placement.

Un consensus s'est dessiné au sein du GT autour du dispositif suivant, offrant aux émetteurs davantage de souplesse pour la fixation de la fourchette indicative de prix, et qui reste raisonnable pour les investisseurs :

- au lancement (soit dans le prospectus visé), une information à tout le moins sur un prix maximum d'IPO ; et
- au plus tard à 3 jours de bourse avant la clôture de l'offre, une information sur une fourchette indicative de prix d'au maximum +/- 15 % autour d'un prix pivot.

Dès lors, (i) soit une fourchette indicative de prix d'amplitude maximale de plus ou moins 15% figure dans le prospectus ; (ii) soit le prospectus contient une fourchette indicative d'amplitude supérieure ou bien seulement un prix maximum<sup>9</sup>. Dans ces deux derniers cas, une fourchette de prix d'amplitude maximale de plus ou moins 15% doit être déterminée en cours d'offre et au plus tard 3 jours de bourse avant sa clôture, et annoncée par voie de communiqué de presse.

Il convient de souligner, dès lors que seul un prix maximum serait communiqué au lancement de l'IPO, que celui-ci devra être pertinent, et cohérent tant vis-à-vis des autres informations présentées dans le prospectus qu'au regard des pratiques de marché.

En effet, s'agissant d'introduction en Bourse, ce prix maximum constituerait alors le seul référentiel de prix.

De plus, dès lors qu'un projet d'IPO s'articulerait autour d'une levée de fonds (émission de titres nouveaux) et que le prospectus ne présenterait qu'un prix maximum au lancement de l'offre, le montant finalement levé ne devra 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

---

<sup>9</sup> Dans le cas où cette fourchette viendrait modifier à la hausse le prix maximum pré-annoncé, une note complémentaire devra être préparée et soumise au visa de l'AMF, comme cela est déjà le cas actuellement.

cas de changement significatif des caractéristiques initialement annoncées de l'IPO, une période de révocabilité des souscriptions d'au moins deux jours de négociation serait ouverte<sup>10</sup>.

Le nouveau dispositif proposé nécessiterait seulement de publier une position actualisée s'appuyant sur l'article 212-17<sup>11</sup> du règlement général de l'AMF. En effet, ce nouveau projet de position viendrait se substituer à celle de juin 2009 relative aux règles d'encadrement du prix des IPO.

En tout état de cause, dans le cadre de ce nouveau dispositif comme en l'état actuel sur la base de la position de juin 2009 de l'AMF, « le prix définitif pourra 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 ».

Les participants au GT estiment que la proposition formulée permettra de couvrir ainsi l'ensemble des cas susceptibles de se présenter, et de traiter un grand nombre de configurations de marché, comme de sociétés.

### Proposition n° 3

A l'instar des autres pays étudiés, le GT estime qu'il conviendrait de prévoir davantage de souplesse pour la fixation de la fourchette indicative de prix, d'autant que les textes européens n'imposent que la communication d'un prix maximal ou des critères selon lesquels le prix sera déterminé.

Le groupe de travail estime que le dispositif suivant pourrait être approprié, car offrant aux émetteurs une certaine souplesse tout en restant efficient du point de vue des investisseurs :

- au lancement (soit dans le prospectus visé), une information à tout le moins sur un prix maximum d'IPO ;
- au plus tard à 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.

### Modifications à prévoir pour prendre en compte la proposition n° 3

Une telle proposition conduirait à revoir la position de l'AMF relative à l'assouplissement de la règle d'encadrement du prix lors d'une IPO publiée le 30 juin 2009.

## 5.3. L'ajustement de la pratique concernant l'information sur les critères d'appréciation de la fourchette de prix

### 5.3.1. Le dispositif applicable en France

Dans le cadre d'une introduction en bourse, le prospectus établi par l'émetteur présente, essentiellement à la demande de l'AMF, des éléments d'appréciation de la fourchette de prix.

Les notes d'opération comportent ainsi des éléments d'appréciation de la fourchette de prix s'appuyant sur des approches basées sur des critères tels que des multiples de comparables boursiers (multiples fondés sur le chiffre d'affaires, l'EBIT/EBITDA, le résultat net, etc.), des flux de trésorerie actualisés, de somme des parties, ou des multiples associés à des transactions réalisées sur des sociétés comparables.

<sup>10</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>11</sup> Article 212-17 du RGAMF : « Lorsque le prix définitif d'une offre au public et le nombre définitif de titres financiers font l'objet de l'offre ne peuvent être inclus dans le prospectus, l'émetteur doit mentionner dans le prospectus :  
1° les critères ou les conditions sur la base desquels les éléments mentionnés au premier alinéa seront déterminés ; ou  
2° le prix maximum de l'offre.  
A défaut de mention dans le prospectus de l'un des éléments mentionnés au 1° ou au 2°, l'acceptation de l'acquisition ou de la souscription des titres financiers doit pouvoir être retirée pendant au moins les deux jours de négociation qui suivent la publication du prix définitif de l'offre et du nombre définitif de titres concernés. »

Il convient de noter que cette partie du prospectus faisait souvent l'objet de discussions de la part des intermédiaires. De plus, les notes d'opération soulignent systématiquement :

- que « ces méthodes sont fournies à titre strictement indicatif et ne préjugent en aucun cas du prix de l'offre »<sup>12</sup> ;
- les difficultés d'ordre méthodologique liées aux approches multicritères présentées pour valoriser la société.

Par ailleurs, dans la plupart des cas :

- les multiples présentés ne permettent pas de porter directement un jugement sur la fourchette indicative de prix figurant dans le prospectus ;
- certaines informations synthétiques présentées, notamment au titre des comparables boursiers, pourraient être jugées trompeuses, car nécessitant d'être retraitées (tailles non comparables des actifs, profils différents des marchés, absence de retraitement de différences de « mix » d'activités ; écarts de maturité ou de déploiement de technologies propriétaires, etc.) ;
- concernant la méthode des flux de trésorerie actualisés qui permet d'apprécier la valeur intrinsèque de la société en prenant en compte ses perspectives de développement – et qui est la plus usuellement présentée et mise en avant par les analystes financiers – aucun élément chiffré n'est présenté dans le prospectus<sup>13</sup> ;
- aucune donnée chiffrée pour les exercices futurs n'était rendue publique en l'absence de prévision de résultats communiquée dans le prospectus.

Il convient cependant de noter que le grand public ne dispose en général que (i) de la fourchette indicative du prix applicable à l'offre, et (ii) de ces informations visant à permettre d'apprécier cette fourchette, pour asseoir son opinion sur le prix offert, les publications des rapports de recherche des analystes financiers en amont du lancement de l'offre, qui présentent des estimations de valorisation de la société, n'étant en aucun cas librement et gratuitement accessibles à tous.

### 5.3.2. L'évolution récente de la « pratique » au niveau européen (Q&R de l'ESMA)

*Question-réponse n°53 sur les prospectus du CESR de décembre 2007*

Dans ses questions-réponses de décembre 2007<sup>14</sup>, le CESR faisait état dans la question-réponse n° 53 de l'existence de divergences d'interprétation entre régulateurs concernant les éléments d'appréciation à présenter sur la fourchette de prix. Il apparaissait en effet que :

- selon certains Etats membres, il était nécessaire et suffisant d'indiquer « les critères selon lesquels le prix et les quantités de titres offerts seront déterminés ». Dans ce cas, en pratique, la seule mention relative à la construction du livre d'ordres répond aux exigences de l'article 8.1 de la directive Prospectus ;
- d'autres Etats membres considéraient que l'article 5.3.1 du règlement prospectus requerrait en plus des indications sur la valeur de l'action qui résulterait de l'application de méthodes d'évaluation devant être décrites dans le prospectus. Dans ce cas, les notes d'opération contiennent des informations visant à permettre d'apprécier la fourchette indicative de prix.

Cette seconde position est celle actuellement retenue par l'AMF, réaffirmée à plusieurs reprises par le Collège notamment dans le cadre d'opérations.

Le CESR précisait alors qu'il allait s'attacher à développer une approche commune des Etats membres sur ce sujet.

<sup>12</sup> Cette formulation est alors accompagnée de la mention suivante : « Le prix de l'offre résulte de la confrontation de l'offre des actions dans le cadre du placement global et des demandes émises par les investisseurs selon la technique dite de « construction du livre d'ordre » telle que développée par les usages professionnels. »

<sup>13</sup> Dans les dernières opérations, cette information est en effet limitée à la mention suivante : « la mise en œuvre de cette méthode, sur la base des hypothèses et objectifs de la société sont cohérents avec la fourchette indicative de prix proposée dans la présente note d'opération. »

<sup>14</sup> *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members (07-852) – 4th Updated Version – Q53 : Level of disclosure concerning price information (Article 8.1 Directive and item 5.3.1. of Annex III Regulation)*

Question-Réponse n°58 de l'ESMA d'octobre 2013 (avec une entrée en vigueur au 28 janvier 2014)

L'ESMA a clarifié pour les IPO l'information devant figurer dans le prospectus (Q&A relatifs aux prospectus d'octobre 2013<sup>15</sup>) en mettant en avant qu'en pratique « la méthode utilisée par les émetteurs pour déterminer le prix final repose quasiment systématiquement sur la procédure de « constitution d'un livre d'ordres » et qu'un prix maximum ou une fourchette de prix est indiqué en amont du lancement de l'offre ».

### 5.3.3. La pratique étrangère

Il n'existe pas de mécanisme de fixation du prix autre que le recours à la fourchette de prix, et la construction du livre d'ordres. Il est par ailleurs rare d'avoir à fournir de façon précise les critères d'évaluation utilisés pour déterminer la fourchette de prix.

Dans la quasi-totalité des pays européens, il est généralement fait référence à la « construction du livre d'ordres » et les prospectus ne présentent pas d'analyse des méthodes de valorisation retenues<sup>16</sup>. L'Italie fait exception en demandant, tout comme la France, une description des principaux critères de valorisation. L'Allemagne demanderait également quelques éléments d'information mais qui donneraient lieu à une présentation généralement générique et qualitative de la manière dont le prix sera déterminé par l'émetteur.

De même, aux Etats-Unis, le prospectus doit décrire « les différents éléments pris en considération dans la détermination du prix de l'offre » [Reg. S-K, Item 505], mais cette information est généralement faite de manière résumée et qualitative. Il n'est en pratique pas nécessaire de fournir des critères d'évaluation détaillés ou une analyse qualitative.

### 5.3.4. Les critères d'investissement des particuliers dans le cadre des introductions en bourse

Dans le cadre des travaux du groupe, il est apparu intéressant d'analyser la participation des particuliers aux introductions en bourse. Pour ce faire, les informations et les supports qu'ils utilisent ainsi que les indicateurs clés dont ils tiennent compte ont fait l'objet d'une analyse<sup>17</sup> : 85 % des répondants ont participé ou ont l'intention de participer à une introduction en bourse. Pour mémoire, la part des investisseurs individuels dans le capital des sociétés cotées est passée de 25 % en 1995 à 10 % en 2013<sup>18</sup>. Ces résultats peuvent être également comparés avec l'étude Havas Paris-CSA publiée le 25 juin 2014 « Actionnaires individuels – Cassons les idées reçues » soutenue par l'AMF<sup>19</sup>.

Le GT a souhaité réfléchir à l'accès des particuliers à l'information.

Accès à l'information	
Pour les particuliers	Pour les professionnels
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Au Prospectus</li> <li>▶ A la Documentation Commerciale</li> </ul>
+	+
<div style="border: 1px solid blue; padding: 5px; color: red; font-weight: bold;">                 Quelles informations sur quels supports ?             </div>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Au management</li> <li>▶ Aux rapports de recherche, en aucun cas librement accessibles à tous</li> </ul>

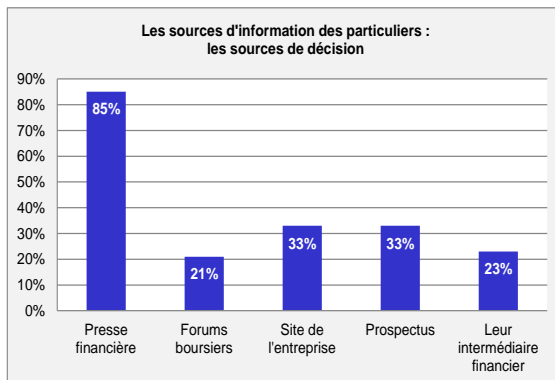
<sup>15</sup> Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members (07-852) – 20th Updated Version – Q58 : Level of disclosure concerning price information (Article 8.1 Directive and item 5.3.1. of Annex III Regulation)

<sup>16</sup> Royaume-Uni, Pays-Bas, Luxembourg, Belgique, Espagne, Suède pour l'Europe. De même que pour le Brésil.

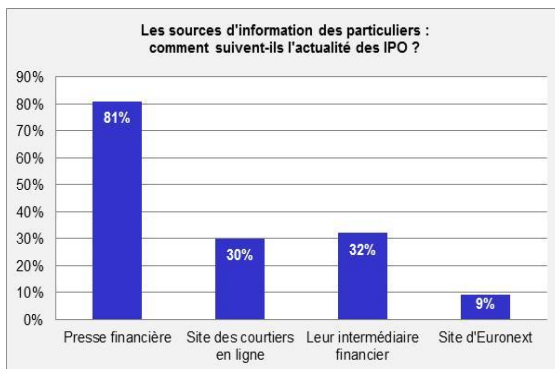
<sup>17</sup> Enquête menée du 6 au 14 mai 2014 auprès de 402 actionnaires individuels issus d'un panel de 3 230 actionnaires membres de la F2iC.

<sup>18</sup> Etude réalisée par l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE) et la société IODS à partir des données de la Banque de France.

<sup>19</sup> Cette étude dresse un portrait des actionnaires français individuels au début de l'année 2014 et les classe en cinq types, de l'actionnaire « amer » à l'actionnaire financier.

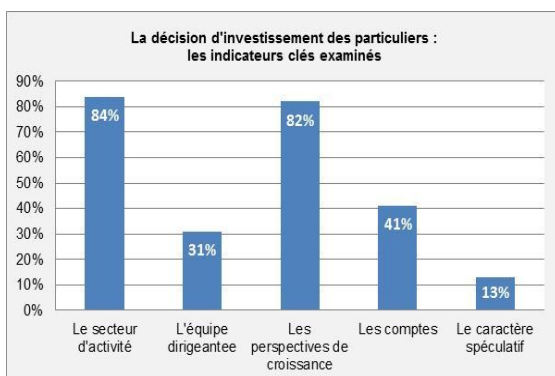
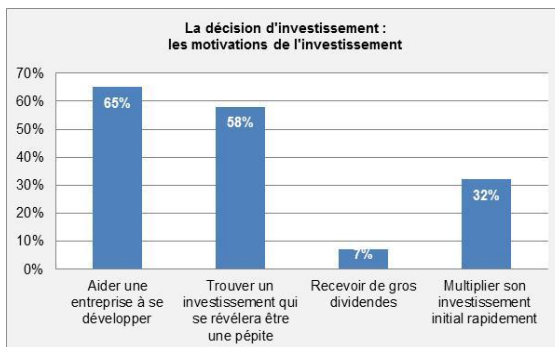


A titre liminaire, l'étude fait ressortir que « 84 % de ces personnes estiment qu'investir dans une entreprise qui s'introduit en bourse est risqué ».



La presse financière apparaît être le moyen d'information privilégié des particuliers pour investir

Pour autant, cette même étude montre que seulement un tiers des actionnaires s'estiment suffisamment informés sur les introductions en bourse et souhaiteraient des analyses financières sur les sociétés (76 %) et un site spécialement dédié aux introductions en bourse



Les critères importants retenus pour le choix d'investissement seraient essentiellement le secteur d'activité et les perspectives de croissance et, dans une moindre mesure, les comptes.

Au final, il apparaît que la valorisation de la société au moment de l'introduction en bourse n'apparaîtrait *a priori* pas comme un critère dirimant.

### 5.3.5. Les avantages et les inconvénients du dispositif français

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Donner aux particuliers des éléments de valorisation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Avoir une position divergente et moins souple par rapport aux autres Etats membres et à la pratique observée par l'ESMA</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ S'assurer en partie que la fourchette de prix donnée est « crédible »</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Disposer d'une information assez théorique et de manière générale non chiffrée</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Disposer de cette information à un moment où un élargissement de la fourchette est proposé</li> </ul>	

### 5.3.6. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail

La plupart des participants du GT contestent l'obligation de mentionner dans le prospectus des « éléments d'appréciation » du prix, considérant que la directive Prospectus<sup>20</sup> et son règlement d'application<sup>21</sup> imposent seulement des critères de « fixation » du prix ou un prix maximum.

Dans ce contexte, le GT :

- s'est interrogé sur les informations à la disposition du grand public pour asseoir son opinion sur le prix offert ;
- a examiné, notamment à la lumière de celles-ci, s'il convenait d'abandonner l'information présentée dans le prospectus visant à permettre au grand public d'apprécier la fourchette indicative de prix.

Le GT a conclu à la suite d'une présentation qui lui a été faite que les investisseurs particuliers suivent essentiellement l'actualité des IPO à travers la presse financière, et que celle-ci reste aujourd'hui la source principale de leur décision loin devant le prospectus, le recours à un intermédiaire ou les forums boursiers.

A la lumière des analyses qui ont été présentées au groupe, il apparaît que les motivations de l'investissement mises en avant dans la présentation et en particulier les indicateurs clés examinés par les investisseurs particuliers sont : le secteur d'activité, les perspectives de croissance, les comptes ou encore l'équipe dirigeante. Dès lors, il a estimé que les éléments d'appréciation du prix entourant la fourchette indicative ne sont pas spécifiquement regardés ou analysés par les investisseurs particuliers, sauf à travers les développements que pourrait faire la presse sur le sujet.

#### Proposition n° 4

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 qu'elle a été précisée par l'ESMA en octobre 2013. De plus, dans la mesure où la présentation technique des éléments d'appréciation du prix déterminant la fourchette indicative de prix n'est en pratique pas spécifiquement prise en considération ou analysée par les investisseurs particuliers, le GT a estimé qu'il y avait là une occasion d'ajuster la pratique française, et donc que l'AMF ne demande plus cette information dans les prospectus.

#### Modifications à prévoir pour prendre en compte la proposition n° 4

Une telle proposition conduit à revoir la pratique de l'AMF en la matière et ainsi à converger vers la pratique des autres pays européens, confirmée en novembre 2013 par l'ESMA, en matière de critères d'appréciation de la fourchette de prix figurant dans le prospectus.

<sup>20</sup> Article 8.1.a) de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du conseil du 4 novembre 2003.

<sup>21</sup> Article 5.3.1. de l'Annexe III du règlement (CE) n°809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE.

#### **5.4. La possibilité d'ouvrir la révocabilité des ordres dans l'OPO destinée aux particuliers**

Le GT estime nécessaire d'examiner la possibilité de mettre en place la révocabilité des ordres pour toutes les OPO et au moins pour les ordres des particuliers passés par internet dans un premier temps.

##### **5.4.1. Le dispositif applicable en France**

La non-révocabilité des ordres des particuliers s'est imposée en pratique dans une optique visant à faciliter un traitement de masse des ordres des particuliers lors des grandes opérations d'IPO et plus particulièrement lors des privatisations.

L'OPO génère des contraintes spécifiques de centralisation conduisant notamment à l'irrévocabilité des ordres transmis par les particuliers, alors que les ordres des institutionnels, gérés dans le cadre d'un livre d'ordres, sont révocables à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre.

Les contraintes techniques peuvent même, dans certains cas, conduire à une clôture anticipée de l'OPO (à jour J-1 à 17h par exemple) par rapport au PG (jour J à 13h pour le PG).

En pratique, les ordres sont transmis soit par internet, soit par téléphone, soit *via* les guichets, et remontent par les chaînes de traitement des réseaux bancaires. La part des ordres passée par internet n'a cessé de croître ces dernières années et représente désormais la majorité des ordres passés.

De façon générale, il apparaît que la proportion d'ordres passés par Internet est inversement corrélée à la taille des opérations : plus elles sont petites, plus cette proportion est importante.

##### **5.4.2. La position des intermédiaires sur le sujet**

Les intermédiaires soulignent la complexité (et le coût) de la chaîne de traitement des ordres des particuliers, circonscrivant l'irrévocabilité des ordres passés.

D'un point de vue technique, mettre en place la révocabilité des ordres nécessiterait des développements informatiques, mais ne poserait *a priori* pas de difficulté technique majeure.

C'est le cas des ordres passés par Internet et par téléphone.

Les ordres passés en agence ne pourraient probablement être révoqués qu'en agence, ce qui soulève un certain nombre de difficultés d'ordre juridique.

Une analyse plus approfondie, prenant en compte notamment les risques de contentieux, doit être menée sur les points suivants

- Possibilité de périodes de révocabilité des ordres différentes en fonction des jours / horaires d'ouverture différents selon les agences
- Possibilité de traitement différencié entre les différents types d'ordres.

### 5.4.3. La pratique étrangère

	France	Belgique	Espagne	Italie	Hong-Kong
<b>Taille minimale si offre au public</b>	Au moins 10 % de l'offre	Pas de taille minimale	Pas de taille minimale	Pas de taille minimale	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Au moins 10 % de l'offre (ce seuil ↗ en fonction du taux de sur-souscription</li> <li>■ Dérogation possible</li> </ul>
<b>Prix de l'offre</b>	Possibilité d'une décote	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Identique à l'offre institutionnelle</li> <li>■ Par dérogation, décote limitée possible</li> </ul>	Possibilité d'une décote	Possibilité d'une décote	Identique à l'offre institutionnelle
<b>Durée de l'offre</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Identique à l'offre institutionnelle</li> <li>■ Possible clôture de l'offre retail une demi-journée avant la fin de l'offre institutionnelle</li> <li>■ Au min. 5 jours</li> </ul>	Identique à l'offre institutionnelle, généralement au minimum 3 jours	Identique à l'offre institutionnelle, mais décomposée en 2 temps	Au minimum 5 jours	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Généralement 3,5 jours</li> <li>■ Extension possible</li> </ul>
<b>Clôture anticipée (vs. Offre institutionnelle)</b>	Oui avec préavis de 24 heures	Oui si précisé dans le prospectus et confidentialité du livre d'ordre garantie	Non	Non	Non
<b>Révocabilité des ordres</b>	Ordres irrévocables, sauf dans les cas prévus dans la directive prospectus	Ordres irrévocables, sauf dans les cas prévus dans la directive prospectus	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ordres soumis lors du 1<sup>er</sup> temps de l'offre révocables</li> <li>■ Ordres soumis lors du 2<sup>nd</sup> temps de l'offre irrévocables</li> </ul>	Dans la pratique, ordres irrévocables précisés dans le prospectus	Ordres irrévocables (sauf en cas de prêt sur marge)
<b>Traitement des ordres retails</b>	Traitement égalitaire	Traitement égalitaire	Traitement égalitaire	Traitement égalitaire ; le solde éventuel fait l'objet d'une allocation aléatoire	Traitement égalitaire

### 5.4.4. Les avantages et les inconvénients du dispositif français

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Faciliter pour les banques le traitement de masse des ordres des particuliers</li> <li>■ Permettre aux banques de limiter le coût de la chaîne de traitement des ordres des particuliers</li> <li>■ Permettre un traitement identique de tous les autres de l'OPO (guichet, téléphone, internet)</li> <li>■ Existence d'un mécanisme bien rodé</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Existence d'un déséquilibre entre les ordres du PG (révocables) et les ordres de l'OPO (irrévocable, avec parfois une clôture anticipée)</li> <li>■ Inadéquation avec l'évolution croissante des ordres électroniques</li> </ul>

### 5.4.5. Les pistes de réflexion proposées par le groupe de travail

Le groupe de travail a souhaité évaluer l'opportunité et la faisabilité de faire évoluer le dispositif de traitement des ordres des particuliers.

L'analyse des ordres centralisés lors des dernières introductions en bourse françaises indique en moyenne un poids beaucoup plus important des ordres passés par internet en comparaison des ordres collectés par téléphone ou en agences. Cette tendance devrait d'ailleurs être amplifiée notamment du fait du développement d'applications pour *smartphones* et tablettes.

Il est certain que la révocabilité des ordres est plus difficile à envisager pour des opérations de grande envergure comme les privatisations par exemple, où la clientèle particulière est largement sollicitée. De plus la pratique est actuellement bien rodée et ne soulève pas de difficulté particulière d'application.

Pour autant, le GT a mandaté ses représentants, membres d'établissements bancaires présentant de larges canaux de distribution, pour interroger leur réseau bancaire sur la faisabilité d'adapter rapidement les systèmes informatiques pour prévoir la révocation / annulation des ordres par internet des particuliers. Au prix de quelques développements informatiques réalisables à court terme, il s'avère que rendre révocables les ordres des particuliers ne pose de problèmes techniques insurmontables pour les ordres collectés *via* les plateformes électroniques. *A contrario*, une étude préalable voire la constitution d'un groupe *ad hoc* serait nécessaire pour envisager sa généralisation à tous les ordres (ordres passés directement au guichet ou par téléphone, ceux-ci devant ensuite être confirmés en agence) et poserait la question d'évaluer le risque de contentieux pour les banques de réseau.

Dès lors, le GT souhaite aligner au mieux la situation des investisseurs particuliers sur celle des investisseurs institutionnels. Il estime par ailleurs que même si cet alignement crée une disparité entre les investisseurs particuliers en fonction du canal utilisé pour passer leurs ordres, elle est au final plus acceptable que celle existant actuellement entre les particuliers et les institutionnels, sous réserve des risques de contentieux pour les ordres en agences des banques à réseau. On peut d'ailleurs noter qu'en pratique il existe déjà très souvent un traitement différencié entre les ordres passés par internet et ceux passés au guichet, les premiers clôturant en règle générale quelques heures après les seconds (par exemple 3 heures après pour les OPO de Coface et Elior). Aussi, s'il est clairement souligné que seuls les ordres par internet pourraient être révocables, la mise en œuvre d'une telle évolution ne peut être que favorable aux investisseurs individuels.

Dans le cadre du GT, de grands réseaux bancaires se sont engagés à avancer résolument pour offrir à court terme la possibilité de révoquer les ordres des particuliers passés par internet.

Il apparaît en revanche en première analyse que pour les ordres collectés directement en agence, cela semble poser davantage de difficultés (instruction à recueillir dans l'agence, OPO clôturant un jour où une agence est fermée...) et pourrait être éventuellement source de contentieux, comme entraîner des délais supplémentaires de centralisation.

Entre autres sujets pourraient également être étudiées les pistes suivantes :

- la possibilité de revoir le mode opératoire des ordres passés par téléphone et en particulier le fait que pour un ordre enregistré lors d'un appel téléphonique, les agences doivent ensuite récupérer les bulletins de réponses (possibilité de simplifier la prise d'ordre téléphonique en acceptant par exemple que l'enregistrement lors de la souscription puisse être conservé numériquement) ;
- l'éventualité de réfléchir à un script « normé » et précis de dialogue de souscription.

### Proposition n° 5

L'irrévocabilité des ordres transmis dans le cadre de l'OPO 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.

Le GT constate que deux-tiers à 90 % des ordres des particuliers sont désormais transmis par internet (par opposition aux ordres papiers et au guichet des agences bancaires). Le GT a dès lors souhaité que les banques à réseau, après étude des contraintes pratiques, examinent la possibilité de prévoir que les ordres des particuliers puissent être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre. A l'issue de ces travaux, le GT recommande que la possibilité de révoquer les ordres des particuliers passés par internet soit mise en œuvre concomitamment à l'ensemble des autres mesures proposées par le groupe.

## 5.5. La possibilité de donner accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF aux analystes des banques du syndicat

### 5.5.1. Le dispositif applicable en France

En France, l'accès à la présentation aux analystes pour les besoins de l'IPO est ouvert à tous les analystes de la place et non réservé aux analystes des membres du syndicat bancaire de l'IPO. La raison d'une telle approche réside dans le souci de donner une égalité d'accès à tous les analystes en amont même de l'IPO.

De façon générale, les fondements de la pratique française sont issus :

- d'une volonté d'assurer une égalité d'accès à l'information de la place :
  - ↳ invitation d'un échantillon relativement large d'analystes à la « réunion d'analystes » qui suit l'enregistrement du document de base ;
  - ↳ une réunion largement ouverte de présentation à la communauté financière, sous l'égide de la SFAF, à l'occasion du lancement de l'offre.
- d'un souci d'égalité d'informations reçues
  - ↳ cohérence avec le [Document de Base / Prospectus] :
    - ↳ des présentations à la « réunion d'analystes » ;
    - ↳ des présentations « SFAF » ;
    - ↳ des informations sur la société figurant dans les rapports d'analystes.

Au titre des éléments de contexte, on doit également noter en regard de cette proposition que, *de facto*, seuls les membres du syndicat publient une note d'analyse au moment de l'IPO<sup>22</sup>.

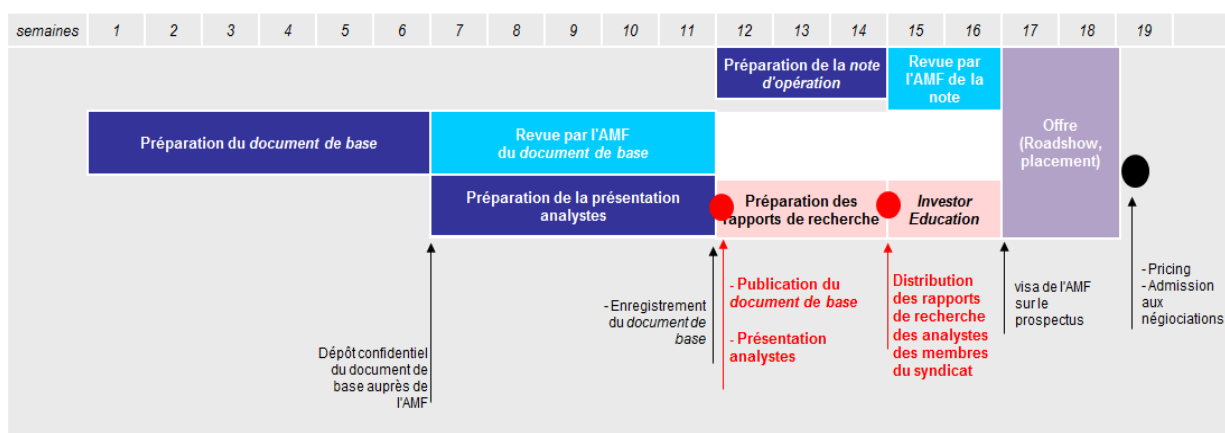
Il convient enfin de relever que le calendrier français est impacté par une séparation du prospectus en un document de base et une note d'opération qui est une pratique extrêmement courante. Le format du prospectus unique, contrairement à la pratique des autres pays européens, reste ainsi très exceptionnel.

Pour mémoire, parmi les recommandations formulées par le rapport sur l'analyse financière indépendante publié en juillet 2005 figurait notamment une recommandation relative à la « *la production d'une analyse financière indépendante en parallèle à celle des syndicats bancaires impliqués dans la distribution des titres, lors des introductions en bourse, ou pour toute société cotée, lors d'une émission significative de titres de capital ou donnant accès au capital* ». Dans les faits, on constate qu'aucune analyse hors syndicats n'a été produite, sauf à de rares exceptions où un bureau de recherche a pu souhaiter publier à l'attention de ses clients un rapport en décalage avec les rapports émis.

<sup>22</sup> Sauf rares exceptions, seuls les analystes présents dans le syndicat (ou espérant l'être dans certains cas particuliers - ex: CFAO) ont préparé une note de recherche au moment d'une introduction en bourse, les autres analystes estimant n'avoir pas d'intérêt économique à publier une note avant le début des cotations car leurs établissements ne participent pas au placement.

Le schéma suivant présente le calendrier actuel usuellement retenu dans les introductions récentes en France.

Calendrier actuel usuel en France



### 5.5.2. La pratique étrangère

Dans les autres pays européens, la réunion de présentation aux analystes est limitée aux membres du syndicat.

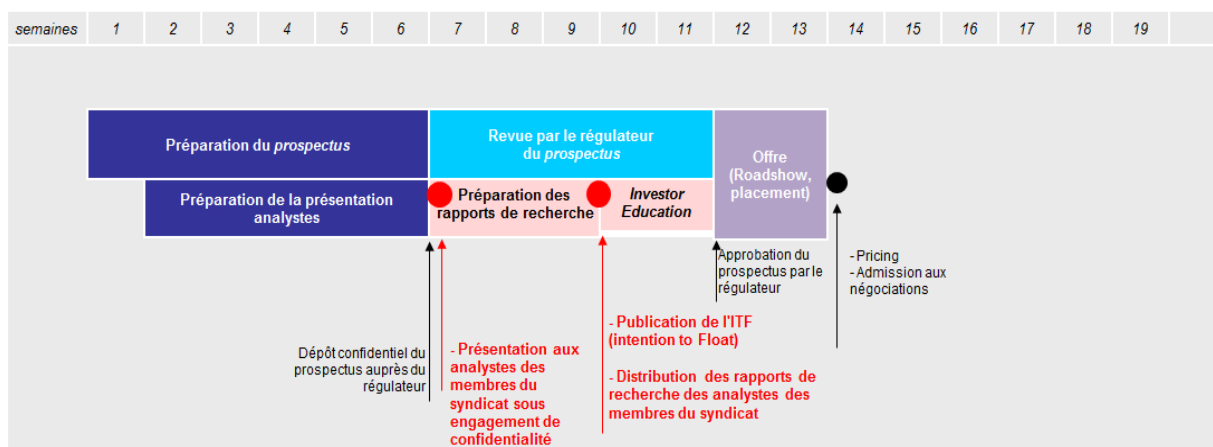
Plus précisément, dans le reste de l'Europe, il ressort que :

- les sociétés, une fois cotées, invitent, bien entendu, un public d'analystes le plus large possible à toutes leurs présentations (publications de comptes, réunions spécifiques de présentation d'une opération, « *investor days* »...);
- mais en amont de l'IPO, la réunion d'analystes est :
  - réservée aux seuls analystes des banques membres du syndicat bancaire de l'IPO ;
  - tenue avant que le projet d'IPO ne soit rendu public, sous engagement de confidentialité ;
  - le tout dans le but de permettre à ces analystes de préparer les rapports de recherche qui seront ensuite utilisés dans le cadre de la « période d'éducation » des investisseurs (ou « *PDIE* » – *pre-deal investor education*).

Par ailleurs, contrairement à la France, le format d'un prospectus unique est de règle dans les autres pays européens, la dissociation entre un document de base et une note d'opération étant tout à fait exceptionnelle.

En pratique, le calendrier usuel actuel dans les autres pays européens, est le suivant :

## Calendrier actuel usuel dans le reste de l'Europe



### 5.5.3. La présentation du dispositif alternatif présenté par les intermédiaires

Les principes de la proposition relayée par certains participants au GT, qui comporterait la tenue de deux réunions d'analystes, sont les suivants :

- une première réunion, réservée aux analystes des membres du syndicat bancaire :
  - qui serait réalisée selon des modalités comparables à la pratique hors de France, c'est-à-dire en amont de l'annonce du projet d'IPO et donc de l'enregistrement du document de base, sous engagement de confidentialité respectant, les procédures de franchissement des murailles de Chine (art. 315-15 du RGAMF) ;
  - qui permettrait à ces analystes, les seuls dont les rapports de recherche sont nécessaires au PDIE, de démarrer leurs travaux en « temps masqué » ;
  - qui permettrait de distribuer les rapports de recherche de ces analystes et donc de lancer le PDIE, très rapidement après l'enregistrement du document de base.
- une seconde information, *post* enregistrement du document de base, dévolue à tous les analystes de la place susceptibles d'être intéressés et dont la présentation ne pourrait en aucun cas contenir moins d'informations que la première.

Cette proposition est sans incidence sur la réunion ouverte de présentation à la communauté financière, sous l'égide de la SFAF, se tenant à l'occasion du lancement de l'offre (cf. 5.5.1 supra).

Les participants au GT estiment par ailleurs qu'il conviendrait de pouvoir utiliser davantage le schéma pratiqué à l'étranger avec un prospectus unique, dès lors que la dissociation entre document de base et note d'opération n'est qu'une possibilité et non une obligation. En particulier certains participants pensent que le prospectus unique serait davantage adapté pour les IPO de sociétés de petite taille qui ne sont suivies en recherche par aucun analyste hors syndicat.

Au final le dispositif serait le suivant :

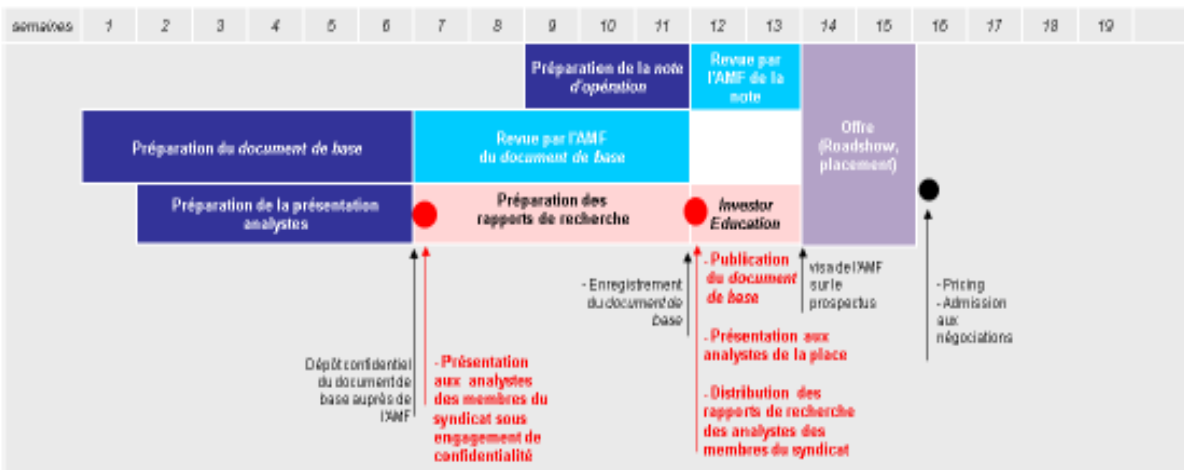
- maintien d'une information aux analystes pour l'ensemble de la place après publication du document de base<sup>23</sup>, mais ;
- ajout d'une 1<sup>ère</sup> réunion pour les analystes des banques du syndicat, sous engagement de confidentialité [...] permettant à ces analystes de disposer du temps nécessaire pour préparer leurs rapports « en temps masqué » et donc, en termes de calendrier, de « gagner » environ 3 semaines de préparation de ces rapports de recherche.

<sup>23</sup> Ou, alternativement, après publication du prospectus visé par l'AMF dans le cas d'une documentation d'IPO reposant sur un prospectus unique.

Condition à la mise en œuvre de ce dispositif, les informations données lors de la première réunion puis aux analystes pour l'ensemble de la place devront bien entendu figurer dans le document de base enregistré<sup>24</sup> par l'AMF.

Comme le montre ci-après le calendrier sur le travail parallèle des analystes du syndicat et de l'AMF sur l'information remise par la société et ses conseils aux fins de l'enregistrement du document de base, cette proposition permet *a priori* de gagner environ 3 semaines sur le calendrier total de l'IPO et donc un calage plus précis dans des marchés volatils.

**Calendrier proposé**



Cette proposition s'inscrit dans le contexte général de l'encadrement des activités d'analyse financière, et tout particulièrement s'agissant de la gestion de l'information confidentielle et des conflits d'intérêts potentiels afférents aux relations de l'analyste avec les autres activités de son établissement, avec le [futur] émetteur, et avec ses clients.

Les participants au GT ont été amenés à réfléchir sur cette proposition en analysant les points de vue des émetteurs et des analystes :

Le cadre général : l'encadrement des activités d'analyse financière	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ La gestion de l'information confidentielle</li> <li>▶ La gestion des conflits d'intérêts dans les relations de l'analyste avec les autres activités de son établissement, avec le [futur] émetteur, et avec ses clients</li> </ul>	
Point de vue des émetteurs	Point de vue des analystes
Question relative à l'obligation de figer la composition du syndicat en amont, contrainte qui s'imposerait aux sociétés souhaitant s'introduire en bourse. Devoir figer très en amont les principales thématiques de sa présentation au marché	Quid de l'« inégalité de traitement » dans le calendrier entre analystes ?

<sup>24</sup> Ou, alternativement, dans le prospectus visé par l'AMF dans le cas d'une documentation d'IPO reposant sur un prospectus unique.

#### 5.5.4. Les avantages et les inconvénients du dispositif proposé

Avantages	Inconvénients, y.c. risques associés
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Permettrait une réduction du calendrier d'exécution de l'IPO de 2 à 3 semaines</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Une approche littérale des textes actuels, l'article 223-10-1 du RG sur l'égalité d'accès à l'information ne s'applique qu'aux sociétés déjà cotées<sup>25</sup></li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ S'alignerait sur la pratique applicable dans les autres pays européens</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Décalages qui pourraient exister entre l'information qui serait donnée aux analystes financiers et l'information susceptible d'être <i>in fine</i> enregistrée par l'AMF</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Avis préalable positif des représentants des analystes financiers et des sociétés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ La question de la gestion de l'information confidentielle</li> </ul>

Considérant :

- le principe d'égalité d'accès à l'information de la place ;
- le souci d'égalité d'informations reçues ;
- les règles régissant les activités d'analyse financière ;
- les points de vue des émetteurs, du syndicat et des analystes ;

le GT a évalué la faisabilité et les conditions de mise en œuvre de la proposition alternative visant à donner un accès en amont aux analystes des banques du syndicat.

Le GT estime ainsi au final que cette proposition :

- est favorable aux sociétés souhaitant s'introduire en bourse et au marché français car elle conduit à réduire le calendrier d'IPO et donc les risques d'exécution, en permettant :
  - de mieux saisir les « fenêtres de marché » et de réduire le calendrier d'exécution d'une transaction ;
  - de maintenir le projet d'introduction en bourse confidentiel plus longtemps et donc, en cas de conditions de marché adverses, de décaler l'opération sans avoir rendu public le projet ;
  - de moins mobiliser les équipes de l'émetteur qui sont fortement sollicitées lors du processus d'introduction.
- ne pénalise pas les analystes d'établissements non membres du syndicat :
  - qui bénéficient *in fine* d'une information identique sur le fond ;
  - contrairement aux analystes des membres du syndicat dont les rapports sont nécessaires pour le lancement du PDIE, les analystes non membres du syndicat n'écrivent jamais (ou quasiment jamais) avant l'ouverture de l'offre, voire le plus souvent la 1<sup>ère</sup> cotation du titre. Ils disposent donc de toute la période de PDIE, voire de *bookbuilding* pour écrire.
- est compatible avec les principes actuels, soit :
  - le format usuel en France de prospectus séparé en un document de base et une note d'opération, étant observé qu'un prospectus unique est conforme au RGAMF ;
  - le maintien du principe d'égalité d'accès à l'information pour les analystes dès lors que l'on accepte un décalage dans le temps de l'accès à cette information.
- est compatible avec les textes actuels dans la plupart des situations :
  - l'article 315-15 du RGAMF prévoit la possibilité de faire franchir aux analystes la muraille de Chine (sous réserve du respect de certaines procédures) ;
  - l'article 223-10-1, qui prévoit que « *tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information [...]* », ne trouve pas ici à s'appliquer, le principe d'égalité d'accès étant posé formellement pour les sociétés déjà cotées, à l'exclusion donc des opérations d'IPO<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> A l'exclusion des sociétés souhaitant s'introduire en bourse (pour leurs actions) mais ayant déjà des titres (obligations par exemple) cotés sur un marché réglementé. Pour celles-ci, une modification de l'article 223-10-1 serait nécessaire au préalable à tout dispositif permettant un accès différencié aux analystes du syndicat bancaire.

<sup>26</sup> En effet, l'article 223-10-1 s'insère à la section 1 du chapitre III du Titre II du Livre II du RGAMF, l'article 223-1 disposant : « *au sens de la présente section, le terme « émetteur » désigne toute entité ou personne morale dont*

Ce travail en parallèle aboutit aussi à sécuriser la période consacrée à la rédaction d'une analyse par les analystes du syndicat. Dans le régime existant, ils sont normalement censés attendre la mise à disposition du document de base et ne disposent donc que de quelques jours. Le schéma proposé prévoit en effet que la publication des rapports de recherche n'intervienne qu'après la seconde réunion, ouverte à tous les analystes de la place, à laquelle les analystes membres du syndicat participent bien sûr.

Dans la pratique, cette proposition alternative est déjà mise en œuvre dans certains cas, principalement pour les IPO de petites sociétés, puisque, en l'absence de titres déjà cotés, cette approche ne contrevient pas aux dispositions du règlement général de l'AMF. La proposition alternative s'attache finalement à mettre en cohérence les principes avec la réalité et a vocation à ouvrir cette possibilité aux sociétés de taille plus importante.

### 5.5.5. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail

Le groupe de travail estime que cette procédure permet de réduire le calendrier d'exécution de l'opération.

Pour autant le GT est d'accord pour que cette évolution soit accompagnée de certains points d'attention :

- la documentation (projet de prospectus) doit être suffisamment avancée pour permettre la tenue de cette réunion pendant la revue du document de base par l'AMF (en particulier la stratégie, les comptes, la présentation des comptes et les rubriques « tendances » et « prévisions ») ;
- la présentation aux analystes doit être également finalisée en amont.

Condition à la mise en œuvre de ce dispositif, les informations données lors de la première réunion puis aux analystes pour l'ensemble de la place figureront dans le document de base enregistré par l'AMF<sup>27</sup>. A cette fin, les services de l'AMF souhaitent être conviés à cette réunion.

#### Proposition n° 6

Le GT est favorable à la possibilité de donner aux analystes des banques du syndicat de placement l'accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF, ce qui permettrait de mieux saisir les « fenêtres » de marché en réduisant le calendrier d'exécution de l'opération de 2 à 3 semaines, et s'alignerait sur la pratique applicable dans les autres pays d'Europe. Il estime que ce calendrier plus resserré constituerait un facteur de compétitivité de la place. Cette proposition a également reçu un avis préalable positif des représentants des analystes financiers et des sociétés, étant souligné que les informations données lors de la première réunion puis aux analystes pour l'ensemble de la place figureront dans la documentation soumise à l'AMF.

Pour permettre aux analystes non membres du syndicat de pouvoir bénéficier d'un échange approfondi avec les dirigeants, les participants s'accordent pour considérer que les sociétés candidates à la cotation doivent proposer aux analystes d'échanger avec eux à compter de la publication du document de base. Cet échange peut prendre la forme d'une réunion physique ou d'une conférence téléphonique suivant le nombre d'analystes intéressés.

#### Modifications à prévoir pour prendre en compte la proposition n° 6

Les membres du GT (i) soulignent que cette pratique est autorisée – et prévaut – dans la zone euro, et (ii) mettent en avant qu'une telle proposition est généralement compatible avec une approche littérale des textes actuels, dans la mesure où l'article 223-10-1 du RGAMF sur l'égalité d'accès à l'information ne s'applique qu'aux sociétés dont les titres financiers sont d'ores et déjà admis aux négociations.

*les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé...».*

<sup>27</sup> Ou, alternativement, dans le prospectus visé par l'AMF dans le cas d'une documentation d'IPO reposant sur un prospectus unique.

Concernant les cas particuliers des sociétés ayant des titres autres que des actions (obligations par exemple) déjà admises aux négociations sur un marché réglementé, ce dispositif nécessiterait de modifier l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF, sous réserve de prendre en compte tout particulièrement les enjeux posés en terme de confidentialité de l'information présentée dans le cadre du projet d'introduction. Cet enjeu au titre de l'information privilégiée se pose également aux cas particuliers des opérations de scission.

## 5.6. La possibilité d'utiliser la langue anglais dans les prospectus d'introduction

Ce sujet a été ouvert parce que certains acteurs de marché regrettent que l'emploi du français soit obligatoire dans les prospectus en cas d'offre de titres de capital au public, tout particulièrement lors des introductions en bourse. Cette exigence peut en effet être ressentie comme un frein à certaines opérations financières réalisables sur la place de Paris.

### 5.6.1. Le dispositif applicable en France

Pour mémoire, lors de la transposition de la directive prospectus en 2004, la France a fait, le choix de maintenir l'obligation de la rédaction du prospectus en français, dès lors qu'une offre au public de titres financiers mentionnée aux I et IV de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier est réalisée en France, ce qui inclut les introductions en bourse.

Pris en application de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier en vertu duquel « [...] *le document d'information destiné au public [prospectus] est rédigé en français ou, dans les cas définis par le règlement général [de l'AMF] dans une autre langue usuelle en matière financière [...]* », l'article 212-12 I du règlement général n'offre aucune autre possibilité que l'usage du français.

L'article 19 de la directive prospectus laisse une certaine souplesse quant à la langue dans laquelle le prospectus doit être établi. Trois situations sont distinguées :

- Lorsqu'une offre au public est faite ou une admission à la négociation sur un marché réglementé sollicitée dans l'Etat membre d'origine uniquement, le prospectus est établi dans une langue acceptée par l'autorité compétente de cet Etat membre (article 19, paragraphe 1).
- Lorsqu'en revanche, une offre au public est faite ou lorsqu'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée dans un ou plusieurs Etats membres, y compris l'Etat membre d'origine, le prospectus est établi dans une langue acceptée par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine et est également mis à la disposition soit dans une langue acceptée par les autorités compétente de chaque Etat membre d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission et la négociation, selon le cas. L'autorité compétente de chaque Etat membre d'accueil peut uniquement exiger la traduction du résumé dans sa langue officielle (article 19, paragraphe 3).
- Lorsqu'une offre au public est faite ou lorsqu'une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée dans un ou plusieurs Etats membres, à l'exclusion de l'Etat membre d'origine, le prospectus est établi soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes de ces Etats membres, soit dans une langue usuelle dans la sphère internationale, selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission, selon le cas. L'autorité compétente de chaque Etat membre d'accueil peut uniquement exiger la traduction du résumé dans sa langue officielle (article 19, paragraphe 2).

### 5.6.2. La pratique étrangère

Il n'est pas toujours aisé de bien appréhender les situations des différents pays. L'anglais est couramment utilisé pour les simples admissions de titres de capital sur un marché réglementé ou pour les prospectus de titres de créance. En revanche, les situations sont sensiblement différentes dès lors qu'il s'agit d'émissions de titres de capital ouvertes aux particuliers.

Trois familles de cas sont observables :

- un prospectus et un résumé dans la langue de l'Etat membre d'origine ;
- un prospectus pouvant être rédigé dans la langue de l'Etat membre d'origine ou en anglais, avec dans ce cas un résumé nécessairement traduit dans la langue de l'Etat membre d'origine ;
- un prospectus pouvant être rédigé dans la langue de l'Etat membre d'origine ou en anglais, sans traduction du résumé.

	Langue du Prospectus	Traduction du résumé en langue locale
<b>Royaume-Uni</b>	Anglais	N/A
<b>Pays-Bas</b>	Anglais ou néerlandais	S'il y a une offre au public, il est obligatoire d'avoir à tout le moins une traduction du résumé en néerlandais
<b>Belgique</b>	Français, néerlandais ou anglais	S'il y a une offre au public, et que le prospectus est en anglais, une traduction du résumé en français et/ou en néerlandais est obligatoire. L'émetteur peut ne traduire le résumé que dans une seule des deux langues, mais dans ce cas, il ne peut faire de publicité que dans la langue retenue pour le résumé du prospectus
<b>Allemagne</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Généralement en allemand.</li> <li>■ Néanmoins la BaFin accepte l'anglais, pour les sociétés de droit allemand dans le cas le prospectus est passeporté pour une offre au public ou une admission dans un autre Etat membre. Il y aurait ainsi un nombre croissant d'opérations qui font l'objet concomitamment d'une offre au public en Allemagne et au Luxembourg.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ N/A</li> <li>■ Dans ce cas, un résumé en allemand est nécessaire.</li> </ul>
<b>Italie</b>	Italien, obligatoire	N/A
<b>Espagne</b>	L'anglais est désormais accepté par la CNMV pour les prospectus. Dans les faits, il n'y a pas eu de prospectus uniquement en anglais en cas de tranche réservée au public.	S'il y a offre au public, il est obligatoire d'élaborer à tout le moins un résumé en espagnol.

### 5.6.3. Les avantages et les inconvénients du dispositif français

L'internationalisation toujours croissante des marchés financiers avec un actionnariat de plus en plus diversifié géographiquement, la cotation de certains émetteurs sur plusieurs marchés (multi-cotation) ou encore la réalisation d'opérations financières transfrontalières, posent avec une acuité accrue la question du régime linguistique des prospectus publiés par les émetteurs.

La nécessité de procéder à une traduction de ces documents lors du processus d'introduction en bourse peut constituer une contrainte importante (aussi bien en terme de délai, de coût, *etc.*) pour certains émetteurs français, mais aussi freiner la volonté de certains émetteurs étrangers de se coter en France<sup>28</sup>.

Dans le même temps, afin d'assurer la bonne information des investisseurs, et à l'heure où l'on souhaite un retour des investisseurs particuliers pour financer les sociétés françaises, notamment *via* la création du PEA PME, il demeure important que les informations diffusées par un émetteur le soient dans une langue accessible et compréhensible par les investisseurs concernés et donc en français.

<sup>28</sup> Ils peuvent recourir au prospectus en anglais sur le marché professionnel, mais dans ce cas ils ne peuvent notamment pas faire d'offre au public.

Constats	Conditions de mise en œuvre et risques associés
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ L'impossibilité actuelle d'élaborer un prospectus en anglais constituerait un désavantage compétitif au regard d'autres places européennes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Une analyse juridique confirmée : la loi « Toubon » (portant sur l'emploi du français) est écartée au profit des dispositions légales particulières visées par l'art. L. 421-1 du Comofi, article qui reconnaît une large marge de manœuvre à la discrétion de l'AMF</li> <li>■ Une analyse nécessaire des impacts (conséquences sur les diligences et confort des contrôleurs légaux ; conséquences sur la forme et le contenu du prospectus...)</li> <li>■ Une analyse d'opportunité: quels seraient les projets d'IPO visés (intérêts et coûts pour une société de droit français...)</li> </ul>

#### 5.6.4. Les différentes questions débattues dans le groupe de travail

En ce qui concerne la langue du prospectus, la directive laisse le choix à chaque Etat membre et ne renvoie pas à la notion de « langue officielle » mais seulement de « langue acceptée », sauf en ce qui concerne la langue du résumé. Ce simple renvoi à la notion de « langue acceptée » ne signifie pas, pour autant, que cette langue puisse être différente de la langue officielle du pays, dès lors que le droit de ce pays n'accepterait que sa langue officielle.

Dès lors, la question se pose de savoir si le droit français fait obstacle à l'usage d'une autre langue que le français en matière financière.

En vertu de l'article 2 de la Constitution du 4 octobre 1958, le français est la langue de la République. Dans le respect de la Constitution, la loi n° 94-665 du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française, plus communément appelée loi « Toubon », dispose en son article 2 : « *dans la désignation, l'offre, la présentation, le mode d'emploi ou d'utilisation, la description de l'étendue et les conditions de garantie d'un bien, d'un produit ou d'un service, ainsi que dans les factures et quittances, l'emploi de la langue française est obligatoire (...)* ».

La généralité des termes de la loi ne laisse aucun doute quant à son application aux prospectus établis à l'occasion d'une offre au public de titres financiers.

Cette analyse a été confortée par l'arrêt du Conseil d'Etat du 20 décembre 2000 qui avait censuré les dispositions des règlements COB n° 98-01 et 98-08 qui autorisaient l'établissement d'un prospectus dans une langue usuelle en matière financière (généralement en anglais), dès lors qu'il était accompagné d'un résumé en français.

Par cet arrêt, Le Conseil d'Etat a reconnu la primauté de la langue française en considérant que « *le prospectus présentant une offre d'émission ou un produit financier sur un marché soumis à la loi française doit être rédigé en langue française et que si ce document peut être accompagné d'une version traduite dans une langue étrangère, la version française ne saurait être moins complète*<sup>29</sup> ».

Face à ce constat qui mettait en péril le développement et la compétitivité de la place de Paris<sup>30</sup>, la loi n° 2001-1168 du 11 décembre 2001, portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier, dite « loi MURCEF », a assoupli le cadre juridique alors applicable en complétant l'article L. 412-1 du code monétaire et financier par les dispositions suivantes : « *ce document [le prospectus] est rédigé en français ou, dans les cas définis par le règlement mentionné ci-dessus [règlement général de l'AMF], dans une autre langue usuelle en matière financière. Il doit alors être accompagné d'un résumé rédigé en français, dans les conditions déterminées par le même règlement* ».

<sup>29</sup> Par un communiqué du 26 décembre 2000, la COB informait le marché que désormais elle n'apposerait son visa que sur des prospectus rédigés en français, indépendamment de la nationalité de l'émetteur.

<sup>30</sup> Dans son rapport au Sénat, le sénateur Philippe Marini faisait observer que la loi du 11 décembre 2001 n'opérait qu'« *un retour au droit existant avant l'arrêt du Conseil d'Etat du 20 décembre 2000* » dans l'objectif « *d'éviter des conséquences défavorables au développement de la place de Paris* ». Rapport Sénat n° 336 du 23 mai 2001, page 99.

Saisi *a priori* sur la constitutionnalité de ce nouveau texte, le Conseil constitutionnel a validé la possibilité de rédiger le prospectus dans une langue usuelle en matière financière, autre que le français<sup>31</sup>. Une réserve d'interprétation a néanmoins été émise : lorsque le document d'information visé par la COB n'est pas rédigé en français, le résumé en français qui l'accompagne doit comporter les données essentielles relatives à l'opération et à la société concernées.

Dès lors, il apparaît que l'interprétation du Conseil d'Etat, fondée sur l'article 2 de la loi Toubon, a été rendue caduque par l'intervention du législateur et du juge constitutionnel en 2001. En effet, l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, tel qu'il a été complété par la loi du 11 décembre 2001, semble faire écho aux dispositions de l'article 19 de la directive Prospectus. Aussi les dispositions du droit national ne paraissent-elles plus de nature à limiter l'utilisation d'une langue autre que le français pour l'établissement d'un prospectus<sup>32</sup>.

Cette analyse conduit donc à la possibilité pour l'AMF d'accepter l'usage d'une langue autre que le français en matière de prospectus sans aucune restriction, sous réserve d'un résumé en français dont le contenu respecte les exigences posées par le Conseil constitutionnel<sup>33</sup>. Une modification de son règlement général serait donc suffisante pour tenir compte de cette évolution législative.

En matière de prospectus, l'usage d'une langue autre que le français n'est pas subordonné à une modification de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, qui fixe le principe d'un prospectus rédigé en français, mais renvoie au règlement général de l'Autorité des marchés financiers le soin de définir les cas dans lesquels le prospectus peut être rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français.

Au cas particulier, une modification de la rédaction de l'article 212-12 I du règlement général de l'AMF serait donc suffisante.

Cet article autoriserait désormais la rédaction du prospectus dans une langue usuelle en matière financière autre que le français du prospectus établi à l'occasion d'opérations d'offre au public de titres financiers mentionnés aux I et IV de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et réalisées en France ou dans un ou plusieurs Etats membres de l'UE, y compris la France. Dans ce cas, le résumé devra être traduit en français. Cet article s'appliquerait tant aux émetteurs français qu'étrangers.

Cet assouplissement nécessitera néanmoins une refonte de la rédaction de l'article 212-12 I du règlement général qui actuellement prévoit le principe de la rédaction du prospectus en français et des cas de dérogation<sup>34</sup>.

#### **5.6.5. Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le groupe de travail**

Le GT, dans sa majorité, considère que l'impossibilité actuelle d'élaborer un prospectus d'introduction en bourse en anglais constituerait un désavantage compétitif au regard d'autres pratiques européennes, et que cela conforte l'idée selon laquelle cette piste devrait être expertisée.

---

<sup>31</sup> Décision n° 2001-452 DC du 6 décembre 2001.

<sup>32</sup> La création du compartiment professionnel du marché Euronext en 2007 n'était pas soumise à ces contraintes linguistiques, en l'absence d'offre au public des titres admis aux négociations sur ce compartiment réservé à des investisseurs qualifiés. Un prospectus peut donc être rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français sans l'exigence d'un résumé traduit en français.

<sup>33</sup> Cette analyse est confortée par un avis d'un membre du Conseil d'Etat en date du 20 juillet 2011.

<sup>34</sup> Dans un second temps, et par souci de cohérence normative, il pourrait être envisagé de revoir la rédaction de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier en supprimant le principe selon lequel le prospectus est rédigé en français. Cet article prévoirait expressément que le prospectus peut être rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français. Dans ce cas, il devra être accompagné d'un résumé en français.

Au-delà de l'aspect purement juridique et linguistique, le sujet a fait l'objet de réflexions quant à l'impact que pourrait avoir une telle évolution :

- Impact sur le format de la documentation
  - l'élaboration d'un document en anglais permettrait de se rapprocher des pratiques internationales ;
  - l'élaboration d'un prospectus en anglais n'entraîne pas pour autant l'abandon du document de base.
- Impact sur le contenu de la documentation
  - le cadre général fixé par les annexes I et III du règlement européen continuera de s'appliquer même si l'on peut supposer que l'on devrait tendre progressivement vers une plus grande convergence de la documentation et que les sociétés choisiront peut-être de ne plus suivre l'ordre des rubriques de l'annexe I, moyennant la publication d'une table de concordance ;
  - l'AMF conservera l'approche antérieurement retenue pour certaines rubriques du Prospectus et en particulier celle sur les facteurs de risque (recommandation de l'AMF du 29 octobre 2009 sur les facteurs de risque, telle que reprise dans la Position - recommandation AMF n°2009-16 relative au *Guide d'élaboration des documents de référence* telle que modifiée le 17 décembre 2013) ou la description des performances financières dans le rapport de gestion (au regard des exigences du code de commerce, art. L225-100 notamment).
- Impact sur la responsabilité portant sur le prospectus
  - la question de la traduction et de sa portée ;
  - la question de la lettre de fin de travaux (prévue à l'article L.212-15 du règlement général de l'AMF) dans le cadre d'un prospectus en anglais et qui nécessitera de mener une analyse avec les contrôleurs légaux.

Dans ce cadre, une modification du règlement général et de l'instruction 2005-11 de l'AMF est nécessaire afin de modifier en conséquence le format d'attestation sur le Prospectus et, avec les cabinets de commissariat aux comptes, de lettre de fin de travaux des contrôleurs légaux.

Par ailleurs, en termes d'opportunité, au moment même où les introductions en bourse redémarrent et où les particuliers sont susceptibles d'investir, les membres du GT estiment que les candidats à l'utilisation de la langue anglaise devront garder à l'esprit que :

- l'utilisation de l'anglais pour son Prospectus d'IPO par une société de droit français devrait être cohérente dans la durée, notamment au regard de sa stratégie actionnariale. A titre indicatif :
  - l'IPO devrait s'inscrire dans le cadre d'une offre internationale des titres (critères : existence d'un placement privé international ; double cotation) ; et/ou
  - la société devrait s'inscrire dans un écosystème international (critères : statut de société européenne ou société étrangère ; management international ; clients ou contrats internationaux ; sociétés B to B ; absence de « marque » grand public...) ; et/ou
  - la société ne cherche pas à développer un actionnariat *retail* et devrait en conséquence être modérée dans sa communication au grand public (critères : plan média restreint au relais des professionnels de marché ; pas de plan de suivi de l'actionnariat *retail*...).
- une société de droit français devra également juger de l'opportunité d'élaborer un prospectus d'IPO en anglais au regard de ses obligations à produire annuellement des comptes et un rapport de gestion en français (code de commerce).

### Proposition n°7

Au terme de l'analyse menée par le GT, il apparaît que la « loi Toubon » ne fait pas obstacle en elle-même à la rédaction d'un prospectus dans une langue autre que le français dans l'hypothèse d'offres au public de titres financiers en France, sous réserve que ce prospectus comprenne un résumé en français.

Le GT propose en conséquence que les prospectus d'introduction en bourse puissent, pour ceux qui le jugent souhaitable, être rédigés en anglais, avec un résumé en français.

### Modifications et travaux à prévoir pour prendre en compte la proposition n°7

Une modification du I de l'article 212-12 du règlement général serait nécessaire pour autoriser l'utilisation de l'anglais dans les prospectus d'IPO. Cet article autoriserait désormais la rédaction du prospectus d'IPO dans une langue usuelle en matière financière autre que le français. Dans ce cas, le résumé devrait être traduit en français. Cet article s'appliquerait tant aux émetteurs français qu'étrangers.

Afin de permettre à une société de droit français l'utilisation de l'anglais pour son Prospectus d'IPO, le règlement général et l'instruction 2005-11 de l'AMF devront également être modifiés au titre du format d'attestation sur le Prospectus et, avec les cabinets de commissariat aux comptes, de lettre de fin de travaux des contrôleurs légaux.

## **ANNEXES**

**ANNEXE 1 : Mission du groupe de travail (extrait du CP de l'AMF du 7 mars 2014)**

**ANNEXE 2 : Composition du groupe de travail IPO**

**ANNEXE 3 : Liste des contributions préparées par certains membres du groupe de travail**

**ANNEXE 4 : Introductions en bourse en France en 2013 et au 1<sup>er</sup> semestre 2014**

## **ANNEXE 1 - Mission du groupe de travail (extrait du CP de l'AMF du 7 mars 2014)**

Dans son plan stratégique 2013-2016, l'AMF a, notamment, pour objectifs d'accompagner les évolutions du financement de l'économie et de mobiliser les parties prenantes des marchés financiers au service du dynamisme de la place de Paris. Dans ce contexte, et compte tenu de la progression du nombre d'introductions en bourse, l'AMF lance un groupe de travail sur le dispositif réglementaire existant en France, en particulier au regard de la pratique d'autres pays européens.

Les échanges réguliers entre l'AMF et les intermédiaires sur des questions concrètes soulevées par certains dossiers d'introductions en bourse récents ont fait émerger les thèmes de réflexion suivants retenus par le Collège de l'AMF :

- la structuration des introductions en bourse ;
- les règles d'encadrement du prix ;
- la présentation des critères d'appréciation de la fourchette de prix ;
- l'articulation du calendrier des introductions autour de l'élaboration des rapports de recherche et de la publication du document de base.

Ces travaux seront menés au regard des préoccupations de place sur les contraintes de délais qui entourent le calendrier des introductions en bourse.

Ce groupe de travail est présidé par Monique Cohen et Jean Pierre Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF. Il est composé de représentants de banques, de conseils, d'avocats, d'investisseurs institutionnels, de prescripteurs d'introductions en bourse et de représentants de sociétés et d'investisseurs particuliers.

Les travaux du groupe devraient être soumis à consultation publique à l'automne 2014.

## ANNEXE 2 - Composition du groupe de travail IPO

### Présidents

Monique COHEN, membre du Collège  
Jean-Pierre HELLEBUYCK, membre du Collège

### Participants

Philippe AUDOUIN, Eurazeo  
Valéry BARRIER, Deutsche Bank  
Thierry BONNEAU, Universitaire  
Patrick BONVARLET, Sullivan & Cromwell  
Philippe CASSAGNES, CM-CIC Securities  
Benoît CATZARAS, Direction générale du Trésor  
Alix CAUDRILLER, Crédit Agricole  
Eric FOREST, EnterNext  
André FRANÇOIS-PONCET, BC Partners  
Pierre-Yves GAUTHIER, AlphaValue  
Florence GRÉAU, Société Générale  
Philippe HERBELIN, White & Case  
Grégoire HOPPENOT, Oddo  
Eric de LACROIX VAUBOIS, Rothschild  
Didier LE MENESTREL, Financière de l'Echiquier  
Yves MAILLOT / Jean-François TINÉ, Natixis  
Thierry OLIVE, BNP Paribas  
Yannick PETIT, Allegra Finance  
Olivier ROUSSEAU, Fonds de réserve pour les Retraites  
Isabelle SALAÜN, Nirine & Associés  
Sylvie SAUTON, J.P. Morgan  
Bertrand SENECHAL, Linklaters  
Aldo SICURANI, F2iC  
Gilles SMERTNIK, Lazard Frères  
Marie-Laurence TIBI, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton

### Représentants de l'AMF

Martine CHARBONNIER, Secrétaire générale adjoint, Directrice des émetteurs, *coordinatrice des travaux*  
Pierre VILLADARY, Responsable de pôle, Direction des émetteurs, *rapporteur*  
Maryline DUTREUIL BOULIGNAC, Conseillère technique, Direction de la régulation et des affaires internationales, *rapporteur*

Anne MARECHAL, Directrice des affaires juridiques  
Emmanuelle BLUM-BIRAUD, Directrice de division, Direction des émetteurs  
Florence PRIOURET, Directrice de division, Direction des émetteurs

**ANNEXE 3 - Liste des sujets de contributions préparées par des membres du groupe**

<b>Contribution #1</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Quels sont les déterminants du choix de la place de cotation ?</b></li> </ul>	E. de Lacroix Vaubois I. Salaün G.Smertnik
<b>Contribution #2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Etude du cadre réglementaire à l'étranger</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Les règles d'encadrement du prix des IPO</li> <li>○ L'investissement des particuliers dans les IPO</li> </ul> </li> </ul>	T. Bonneau P.Bonvarlet Ph.Herbelin B.Sénéchal M-L. Tibi
<b>Contribution #3</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Étude de la pratique à l'étranger</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Les règles d'encadrement du prix des IPO : fourchette effective &amp; étude de cas</li> <li>○ L'investissement des particuliers dans les IPO</li> </ul> </li> </ul>	F. Gréau S. Sauton V.Barrier
<b>Contribution #4</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Les ordres des OPO</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Part relative des ordres dématérialisés (vs papiers &amp; courriers)</li> <li>○ L'impossibilité d'annuler les ordres des OPO : analyse des contraintes</li> <li>○ Étude du traitement des ordres retail à l'étranger</li> </ul> </li> </ul>	Th. Olive A. Caudriller Y. Maillot
<b>Contribution # 5</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>La langue du prospectus</b></li> </ul>	T. Bonneau P. Bonvarlet Ph. Herbelin B. Sénéchal M-L. Tibi
<b>Contribution # 6</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Quels sont les indicateurs clés des particuliers pour asseoir leur décision d'investissement dans les IPO ?</b></li> <li>▪ <b>Quelles informations reçoivent les particuliers dans le cadre des IPO ? Sur quels supports ?</b></li> </ul>	A. Sicurani
<b>L'articulation du calendrier en lien avec la publication de la recherche par les analystes des banques présentatrice :</b>		
<b>Contribution # 7.1</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>L'évaluation de la proposition alternative par le syndicat</b></li> </ul>	F. Gréau
<b>Contribution # 7.2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>L'avis des sociétés</b></li> </ul>	Ph. Audouin
<b>Contribution # 7.3</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>L'avis des analystes <i>sell side</i></b></li> </ul>	P-Y Gauthier

## ANNEXE 4 - Eléments d'informations sur les introductions en bourse en 2013 et au premier semestre 2014

### Note Méthodologique :

Sont prises en compte pour les besoins de cette annexe, les introductions en bourse ayant fait l'objet d'un visa (pour admission sur un marché réglementé ou sur Alternext sur le compartiment offre au public) et les introductions sur Alternext compartiment privé, sans visa. Les introductions sur le Marché Libre ne sont pas prises en compte.

### 1° Bilan des IPO en 2013

L'année a été marquée par une relance des IPO sur Euronext à compter du 4<sup>ème</sup> trimestre 2013. Au cours des 3 premiers trimestres 2013, 16 sociétés ont été introduites en bourse, dont la répartition est la suivante :

#### Nombre d'introductions (par Marché/ Compartiment d'introduction)

	9 mois 2013	9 mois 2012
Compartiment A		1
Compartiment B	1	1
Compartiment C	5	4
Compartiment Professionnel	4	1
Comp. Valeurs étrangères		
<b>Euronext</b>	<b>10</b>	<b>7</b>
<b>Alternext</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>16</b>	<b>14</b>

Source Avis Nyse Euronext

En comparaison avec 2012, on note donc sur les 9 premiers mois de 2013 une relative stabilité du nombre d'introductions en bourse.

#### Parmi les 16 sociétés introduites au cours des 9 premiers mois de 2013 :

- **6 d'entre elles ont choisi l'offre d'actions au public** : 5 sur Euronext C et 1 sur Alternext (SPINEGUARD), dont une par voie de passeport (société belge cotée à la fois à Bruxelles et Paris) ;
- **10 ont choisi la cotation directe** (4 sociétés admises sur le compartiment professionnel, 4 par placement privé sur Alternext, 1 suite à un transfert sur marché réglementé, et 1 par scission – FNAC).

Le marché des introductions en bourse reste toujours difficile sur la période. Ainsi, sur les 6 sociétés ayant réalisées leur IPO par offre au public, il est à noter que 5 introductions ont été réalisées en bas de la fourchette, et 1 en milieu de fourchette.

Le public a souscrit entre 5 % et 30 % de l'offre, avec un taux de service toujours égal à 100 %.

Raison sociale	Cpt	Date	Procédure	Fourchette (€)	Prix (€)	Total titres offerts	OPO	PLCT	Taux service OPO	% souscrit via OPO
EKINOPS	Cpt C	25/04/2013	OPO/PLCT	6,11/7,47	6,11	1 102 915	166 791	936 124	100 %	15,12 %
ERYTECH PHARMA	Cpt C	30/04/2013	OPO/PLCT	10,5/12,7	11,60	1 524 334	282 595	1 157 989	100 %	18,54 %
YMAGIS	Cpt C	30/04/2013	OPO/PLCT	7,65/9,65	7,65	1 512 667	67 086	1 445 581	100 %	4,43 %
SPINEGUARD	Altoffre	23/04/2013	OPO/PLCT	7,29/8,91	7,29	1 111 112	352 930	758 182	100 %	31,76 %
OREGE	Cpt C	04/07/2013	OPO/PLCT	3,24/3,96	3,24	6 211 420	231 617	5 979 803	100 %	3,73 %
CARDIO3 BIOSCIENCES	Cpt C	04/07/2013	OPO/PLCT	16,65/19	16,65	1 381 500	147 769	1 233 731	100 %	10,69 %

Sur le seul quatrième trimestre 2013, il y a eu 10 sociétés introduites à la bourse de Paris. Leur répartition est la suivante :

**Introductions**  
**Marché/ Compartiment d'introduction**

	4 <sup>ème</sup> trimestre 2013	4 <sup>ème</sup> trimestre 2012
Compartiment A	2	
Compartiment B	1	
Compartiment C	3	1
Compartiment Professionnel		1
Compartiment Valeurs étrangères		
<b>Total Euronext</b>	<b>6</b>	<b>2</b>
<b>Total Alternext</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

Source Avis Nyse Euronext

En comparaison avec le 4<sup>ème</sup> trimestre 2012, on note donc une légère hausse des mouvements : 10 introductions sur le 4<sup>ème</sup> trimestre 2013 contre 6 sur la même période en 2012.

Surtout, **on note sur le trimestre, un retour des opérations significatives** (avec 2 admissions sur le compartiment A – Tarkett et Numericable), **et davantage d'introduction en bourse par appel au marché.**

Ainsi, parmi les 10 sociétés introduites au 4<sup>ème</sup> trimestre 2013 :

- 7 ont choisi l'offre au public d'actions (2 sur le compartiment A, 1 sur le compartiment B, 3 sur le compartiment C, 1 sur le compartiment Offre au public d'Alternext)
- 3 ont choisi la cotation directe (par placement privé sur Alternext), dont 2 suite à un transfert du Marché Libre.

De plus, au 4<sup>ème</sup> trimestre, sur les 7 sociétés ayant réalisées leur IPO par offre au public, il convient de noter que 3 introductions ont été réalisées en haut de la fourchette, et 3 au-dessus du cours pivot.

Raison Sociale	Cpt	Date	Procédure	Fourchette (€)	Prix (€)	Total titres offerts	OPO	PLCT	Taux service OPO	% souscrit via OPO
MND	Cpt C	17/10/2013	OPO/PLCT	5,48/6,48	6,08	3 480 262	735 426	2 744 836	100 %	21,13 %
BLUE SOLUTIONS	Cpt B	29/10/2013	OPO/PLCT	12,00/14,50	14,50	2 833 832	288 383	2 595 449	100 %	10,17 %
NUMERICABLE GROUP	Cpt A	07/11/2013	OPO/PLCT	20,30/24,80	24,80	26 297 335	2 280 403	24 016 932	100 %	8,67 %
IMPLANET	Cpt C	19/11/2013	OPO/PLCT	6,08/7,42	7,20	1 959 259	278 000	1 681 259	100 %	14,19 %
TARKETT SA	Cpt A	21/11/2013	OPO/PLCT	27,75/33,90	29,00	15 918 765	2 229 404	13 689 361	100 %	14,00 %
MEDTECH	Cpt C	27/11/2013	OPO/PLCT	27,00/33,00	27,00	740 741	407 021	333 720	100 %	54,94 %
CARBIOS	Altoffre	13/12/2013	OPO/PLCT	11,48/14,03	14,03	934 959	842 597	92 362	100 %	90,12 %

Au total, 26 introductions en bourse ont été menées à bien au cours de l'exercice 2013 (contre 20 en 2012).

**2° Bilan des IPO du premier semestre 2014 :**

**Le premier semestre 2014 est marqué par une reprise significative des introductions en Bourse.** En comparaison avec le premier semestre 2013, on note en effet une très forte augmentation des mouvements, avec 30 introductions sur la période, contre 12 sur la même période de 2013.

Leur répartition est la suivante :

**Introductions  
Marché/ Compartiment d'introduction**

	1 <sup>er</sup> semestre 2014	1 <sup>er</sup> semestre 2013
Compartiment A	5	
Compartiment B	2	1
Compartiment C	10	3
Compartiment Professionnel		
Comp. Valeurs étrangères		4
<b>Euronext</b>	<b>17</b>	<b>8</b>
<b>Alternext</b>	<b>13</b>	<b>4</b>
<b>TOTAL</b>	<b>30</b>	<b>12</b>

Source Avis Nyse Euronext

Parmi les 30 sociétés introduites au 1<sup>er</sup> semestre 2014 :

- 22 ont choisi l'offre au public d'actions (5 sur Euronext A, 1 sur Euronext B, 10 sur Euronext C et 6 sur le compartiment Offre au public d'Alternext) ;
- 8 ont choisi la cotation directe (2 par placement privé sur Alternext, 1 par transfert d'Euronext vers Alternext, 1 par transfert d'Alternext vers Euronext, 4 par transfert du ML vers Alternext)

Il est à noter que parmi ces introductions, 22 sociétés ont été introduites par offre au public.

6 l'ont été dans le haut de la fourchette, 8 dans le milieu, et 8 dans le bas de fourchette indicative.

Raison sociale	Cpt	Date	Procédure	Fourchette (€)	Prix (€)	Total titres offerts	OPO	PLCT	Taux service OPO	% souscrit via OPO
CROSSJECT	Altoffre	14/02/2014	OPO/PLCT	7,21/8,38	8,38	2 034 615	406 923	1 627 692	100 %	20 %
GAZTRANSPORT ET TECHNIGAZ	Cpt A	26/02/2014	OPO/PLCT	41,00/50,00	46,00	13 500 000	873 592	12 626 408	100 %	6,47 %
MCPHY ENERGY	Cpt C	19/03/2014	OPO/PLCT	6,75/8,25	8,25	3 880 215	600 000	3 280 615	100 %	15,46 %
ONCODESIGN	Altoffre	27/03/2014	OPO/PLCT	6,42/7,34	7,34	1 749 394	699 758	1 049 636	100 %	40 %
GENOMIC VISION	Cpt C	01/04/2014	OPO/PLCT	13,50/16,50	15,00	1 533 332	230 000	1 303 332	20 %	15,00 %
GENTICEL	Cpt C	03/04/2014	OPO/PLCT	6,75/8,25	7,90	5 022 151	1 492 066	3 530 085	58 %	29,71 %
SUPERSONIC IMAGINE	Cpt B	09/04/2014	OPO/PLCT	11,70/14,30	11,70	4 273 504	688 212	3 585 292	100 %	16,10 %
FERMENTALG	Cpt C	10/04/2014	OPO/PLCT	7,37/9,00	9,00	4 486 091	448 609	4 037 482	41 %	9,99 %
TXCELL	Cpt C	11/04/2014	OPO/PLCT	5,58/6,82	5,58	2 903 226	350 132	2 553 094	100 %	12,06 %
AWOX	Cpt C	14/04/2014	OPO/PLCT	15,86/19,38	19,38	1 275 965	221 907	1 054 058	20 %	17,39 %
THERACLION	Altoffre	17/04/2014	OPO/PLCT	13,15/15,95	14,50	750 120	323 618	426 502	100 %	43,14 %
MAINSTAY MEDICAL INTERNATIONAL LTD	Cpt C	28/04/2014	OPO/PLCT via un passeport	20,00/27,00	21,15	851 175	16 783	834 392	100 %	1,97 %

Rapport du groupe de travail AMF sur les introductions en bourse

Raison sociale	Cpt	Date	Procédure	Fourchette (€)	Prix (€)	Total titres offerts	OPO	PLCT	Taux service OPO	% souscrit via OPO
INNOVEOX	Altoffre	30/04/2014	OPO/PLCT	7,50/8,50	8,00	1 782 500	1 170 756	611 744	95 %	65,68 %
VISIATIV	Altoffre	22/05/2014	OPO/PLCT	9,78/11,94	10,86	753 522	224 242	529 280	54 %	29,75 %
ANEVIA	Altoffre	28/05/2014	OPO/PLCT	9,93/12,13	12,13	561 478	100 000	500 650	21 %	16,10 %
ELIOR	Cpt A	10/06/2014	OPO/PLCT	14,35/17,50	14,75	57 401 522	661 297	56 740 225	100 %	1,97 %
PIXIUM VISION	Cpt C	17/06/2014	OPO/PLCT	8,28/10,12	8,28	4 166 666	508 319	3 658 347	85 %	12,20 %
SERGEFERRARI GROUP	Cpt C	19/06/2014	OPO/PLCT	10,96/13,38	12,00	2 752 672	323 561	2 429 111	48 %	11,75 %
EURONEXT N.V.	Cpt A	19/06/2014	OPO/PLCT via un passeport	19,00/25,00	20,00	46 459 704	1 395 998	45 063 706	100 %	3,00 %
COFACE	Cpt A	26/06/2014	OPO/PLCT	9,60/11,20	10,40	91987426	2 546 251	77 442 816	100 %	3,18 %
WORLDLINE	Cpt A	27/06/2014	OPO/PLCT	16,40/20,00	16,40	35 040 793	1 332 007	33 708 786	100 %	3,80 %
ASK	Cpt C	28/06/2014	OPO/PLCT	7,70/9,30	7,70	2 845 221	575 811	2 269 410	100 %	20,24 %

**Liste des sociétés introduites en bourse en 2013 et au 1<sup>er</sup> semestre 2014 :**

Raison sociale	Nationalité	Compartiment	Date	Procédure	Visa
SPINEWAY	FRANÇAISE	ALTPRIV	13/02/2013	COTATION DIRECTE	non
INFOSYS LIMITED	INDIENNE	Compartiment Professionnel	20/02/2013	COTATION DIRECTE	oui
ELI LILLY AND COMPANY	AMERICAINE	Compartiment Professionnel	25/03/2013	COTATION DIRECTE	oui
SPINEGUARD	FRANÇAISE	ALTOFFRE	23/04/2013	OPO/PLCT	oui
EKINOPS	FRANÇAISE	Compartiment C	25/04/2013	OPO/PLCT	oui
ERYTECH PHARMA	FRANÇAISE	Compartiment C	30/04/2013	OPO/PLCT	oui
YMAGIS	FRANÇAISE	Compartiment C	30/04/2013	OPO/PLCT	oui
CONSTELLIUM N.V.	NEERLANDAISE	Compartiment Professionnel	27/05/2013	COTATION DIRECTE	oui
BIOAMBER	AMERICAINE	Compartiment Professionnel	11/06/2013	COTATION DIRECTE	oui
GROUPE FNAC	FRANÇAISE	Compartiment B	20/06/2013	COTATION DIRECTE SUITE A SCISSION	oui
GLOBAL ECOPOWER	FRANÇAISE	ALTPRIV	24/06/2013	TRANSFERT DU ML PAR COTATION DIRECTE	non
DELTA DRONE	FRANÇAISE	ALTPRIV	28/06/2013	COTATION DIRECTE	non
CARDIO3 BIOSCIENCES	BELGE	Compartiment C	04/07/2013	OPO/PLCT	oui
OREGE	FRANÇAISE	Compartiment C	04/07/2013	OPO/PLCT suite à transfert du ML	oui
MEDICAL DEVICE WORKS	BELGE	ALTPRIV	30/08/2013	COTATION DIRECTE	non
DELFINGEN	FRANÇAISE	ALTOFFRE	19/09/2013	TRANSFERT D'EURONEXT PAR COTATION DIRECTE	non
MONTAGNE ET NEIGE DEVELOPPEMENT	FRANÇAISE	Compartiment C	17/10/2013	OPO/PLCT	oui
BLUE SOLUTIONS	FRANÇAISE	Compartiment B	29/10/2013	OPO/PLCT	oui
NUMERICABLE GROUP	FRANÇAISE	Compartiment A	07/11/2013	OPO/PLCT	oui
ROCTOOL	FRANÇAISE	ALTPRIV	13/11/2013		non
IMPLANET	FRANÇAISE	Compartiment C	19/11/2013	OPO/PLCT	oui
TARKETT SA	FRANÇAISE	Compartiment A	21/11/2013	OPO/PLCT	oui
MEDTECH	FRANÇAISE	Compartiment C	27/11/2013	OPO/PLCT	oui
ENTREPRENDRE	FRANÇAISE	ALTPRIV	09/12/2013	TRANSFERT DU ML PAR COTATION DIRECTE	non
CARBIOS	FRANÇAISE	ALTOFFRE	13/12/2013	OPO/PLCT	oui
FIGEAC AERO	FRANÇAISE	ALTPRIV	23/12/2013	COTATION DIRECTE	non
CYBERGUN	FRANÇAISE	ALTOFFRE	29/01/2014	TRANSFERT SUR ALTERNEXT PAR COTATION DIRECTE	non
UMANIS	FRANÇAISE	ALTOFFRE	05/02/2014	TRANSFERT SUR ALTERNEXT PAR COTATION DIRECTE	non

Raison sociale	Nationalité	Compartiment	Date	Procédure	Visa
CROSSJECT	FRANÇAISE	ALTOFFRE	17/02/2014	OPO/PLCT	oui
GAZTRANSPORT ET TECHNIGAZ	FRANÇAISE	Compartiment A	26/02/2014	OPO/PLCT	oui
MCPHY ENERGY	FRANÇAISE	Compartiment C	19/03/2014	OPO/PLCT	oui
ONCODESIGN	FRANÇAISE	ALTOFFRE	27/03/2014	OPO/PLCT	oui
GENOMIC VISION	FRANÇAISE	Compartiment C	01/04/2014	OPO/PLCT	oui
GENTICEL	FRANÇAISE	Compartiment C	03/04/2014	OPO/PLCT	oui
SUPERSONIC IMAGINE	FRANÇAISE	Compartiment B	09/04/2014	OPO/PLCT	oui
QUANTUM GENOMICS	FRANÇAISE	ALTPRIV	10/04/2014	Cotation directe suite à transfert du ML	non
FERMENTALG	FRANÇAISE	Compartiment C	11/04/2014	OPO/PLCT	oui
TXCELL	FRANÇAISE	Compartiment C	11/04/2014	OPO/PLCT	oui
AWOX	FRANÇAISE	Compartiment C	14/04/2014	OPO/PLCT	oui
GENFIT	FRANÇAISE	Compartiment B	17/04/2014	Cotation directe suite à transfert d'Alternext	oui
THERACLION	FRANÇAISE	ALTOFFRE	17/04/2014	OPO/PLCT	oui
MAINSTAY MEDICAL INTERNATIONAL PLC	IRLANDAISE	Compartiment C	28/04/2014	OPO/PLCT via un passeport	non
INNOVEOX	FRANÇAISE	ALTOFFRE	30/04/2014	OPO/PLCT	oui
REALITES	FRANÇAISE	ALTPRIV	12/05/2014	Cotation directe	non
KINDY	FRANÇAISE	ALTOFFRE	20/05/2014	Cotation directe suite à transfert d'Euronext	oui
VISIATIV	FRANÇAISE	ALTOFFRE	22/05/2014	OPO/PLCT	oui
ANEVIA	FRANÇAISE	ALTOFFRE	28/05/2014	OPO/PLCT	oui
ELIOR	FRANÇAISE	Compartiment A	10/06/2014	OPO/PLCT	oui
REORLD MEDIA	FRANÇAISE	ALTPRIV	16/06/2014	Cotation directe	non
PIXIUM VISION	FRANÇAISE	Compartiment C	17/06/2014	OPO/PLCT	oui
BLUELINEA	FRANÇAISE	ALTPRIV	17/06/2014	Cotation directe suite à transfert du ML	non
SERGEFERRARI GROUP	FRANÇAISE	Compartiment C	19/06/2014	OPO/PLCT	oui
EURONEXT N.V.	NEERLANDAISE	Compartiment A	19/06/2014	OPO/PLCT via un passeport	non
COFACE	FRANÇAISE	Compartiment A	26/06/2014	OPO/PLCT	oui
WORLDLINE	FRANÇAISE	Compartiment A	26/06/2014	OPO/PLCT	oui
ASK	FRANÇAISE	Compartiment C	26/06/2014	OPO/PLCT	oui