



REVUE DES SOCIÉTÉS

Juillet-Août 2024 - n° 7-8

JURISPRUDENCE

Sociétés en général

Pouvoir de céder
l'unique fonds social :
triomphe des statuts
Com. 13 mars 2024,
note Jean-François Barbiéri p. 431

Sociétés anonymes

Pas de vote consultatif sur la
dissociation des pouvoirs du PDG
T. com. Nanterre, 23 mai 2024,
note Dominique Schmidt p. 437

Sociétés par actions simplifiées

Clauses statutaires d'exclusion
et droit de participer aux décisions
collectives : l'ajustement
de la portée du réputé non écrit
Com. 29 mai 2024,
note Louis-Marie Savatier p. 441

Droit des sociétés cotées

Composition administrative
Com. 10 mai 2024,
note Thierry Bonneau p. 449

Droit pénal des sociétés

L'extension du principe de transfert
de la responsabilité pénale en cas
de fusion-absorption aux SARL
Crim. 22 mai 2023,
note Haritini Matsopoulou p. 457

ÉTUDE

La loi visant à accroître
le financement des entreprises
et l'attractivité de la France
(L. n° 2024-537 du 13 juin 2024)
___ Dispositions concernant le droit des sociétés
Alain Couret p. 419

CHRONIQUES

Chronique de droit des marchés
financiers
*___ L'ESMA consulte sur l'application
des normes ESRS : un chantier réglementaire
qui lui donnera une grande influence !*
Pierre-Henri Conac,
et Anne-Catherine Muller p. 465

Lefebvre Dalloz

DA|LOZ



Version numérique incluse*



Autre indice relevé par la poursuite, dont la portée est jugée quasi nulle par la Commission des sanctions, il s'agit du caractère opportun des opérations, cet indice doit être relativisé « dès lors qu'il est par hypothèse, toujours vérifié »²², faute de quoi il n'y aurait pas de poursuite...²³

Enfin, sur l'absence d'autre explication plausible au comportement suspect, lequel ne pourrait s'expliquer que par la détention de l'information privilégiée, cet indice, largement critiqué car il repose sur un fait négatif, peut être contrecarré par la fourniture d'explications positives du comportement. Tel a été le cas dans les deux affaires,

l'initié secondaire présumé ayant fourni des explications convaincantes à son investissement²⁴.

Ces deux décisions viennent rappeler que la preuve par faisceau d'indices, laquelle représente une facilité en l'absence d'éléments tangibles pour établir l'existence de comportements occultes, se doit d'être rigoureuse, en cette matière quasi-pénale, le doute profitant au mis en cause, l'affaiblissement des indices étant de nature à mettre à mal toute la construction probatoire.

A.-C. Muller

(22) *Ibid.*, n° 2, § 69.

(23) Dans la première décision, afin de caractériser le caractère opportun des opérations, la Commission des sanctions a recherché une éventuelle précipitation à acquérir les titres, laquelle attesterait indirectement de la détention de l'information privilégiée, contribuant à donner un caractère opportun aux opérations, mais cela n'a pas été caractérisé, *decis. comm.* n° 1, § 138.

(24) *Ibid.*, n° 1, § 112 à 115 ; *Ibid.*, n° 2, § 70 à 80.

III. Franchisements de seuil et déclarations d'intention

(...)

IV. Offres publiques et offres publiques de retrait

Modification historique du règlement général de l'AMF en vue de rendre optionnelle la tranche « retail » dans les introductions en bourse

Arrêté du 27 mars 2024, portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, NOR : ECOT2408319A : JO 31 mars 2024

La concurrence entre places financières a conduit l'AMF à supprimer l'ancienne obligation de prévoir une tranche pour les investisseurs personnes physiques (*retail*) lors d'une introduction en bourse sur le marché réglementé d'Euronext Paris¹. Cette obligation avait pour but de favoriser l'actionnariat individuel².

L'article 315-6, alinéa 2, du règlement général de l'AMF prévoyait que le prestataire chef de file devait faire ses meilleurs efforts pour qu'il soit répondu de façon significative aux demandes formulées par les investisseurs personnes physiques, cet objectif étant réputé atteint lorsqu'une part minimale de 10 % était mise sur le marché à disposition des investisseurs particuliers. Cette obligation, introduite en 2000 par le Conseil des Marchés Financiers (CMF) visait à permettre aux actionnaires individuels de souscrire lors de l'introduction en bourse et de ne pas être écarté par les investisseurs institutionnels³. Il s'agissait donc d'une mesure destinée à favoriser la démocratisation de l'actionnariat.

Cette tranche était contestée depuis longtemps. D'une part, elle implique de maintenir l'offre au public pendant au moins six jours ouvrables puisqu'il s'agit du délai minimum entre la mise à disposition du prospectus et la fin de l'offre en application du règlement Prospectus⁴. Ceci créait donc un risque d'exécution puisque le placement privé auprès d'investisseurs institutionnels peut être beaucoup plus rapide. D'autre part, elle rendait plus complexe le montage de l'opération. En effet, les émetteurs étaient conduits à structurer ces opérations en prévoyant deux tranches : une offre à prix ouvert (OPO) auprès des investisseurs particuliers en France et un placement global auprès d'investisseurs institutionnels en France et hors de France. Or, l'OPO implique de fixer un prix maximum et ultérieurement une fourchette de prix qui peut être modifiée si le prix à maximum est dépassé, ce qui implique de soumettre un supplément à l'AMF.

(1) V. aussi O. De Vilmorin et A. Berdou, La tranche « retail » devient optionnelle dans les introductions en bourse, *BJB*, Mai-Juin 2024, p. 38.

(2) J.-J. Daigre, De la sélection discrétionnaire des investisseurs lors d'une introduction ou d'une émission en bourse, in *Mélanges AEDBF-France IV*, 2004, Rev. Banque éditions, p. 135 s.

(3) *Decis.* n° 2000-01 relative à l'application des règles de bonne conduite à l'occasion de l'introduction de sociétés en bourse, art. 7. *Revue mensuelle du CMF*, mai 2000, n° 28, p. 6.

(4) *Règl. (UE) 2017/1129* du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, art. 21-1.

Un rapport sur les introductions en bourse de 2014 avait conclu que « Les participants au GT (Groupe de travail) estiment que le maintien d'une tranche « retail » obligatoire ne leur pose pas de difficulté, en ce qu'elle permet un traitement équitable des ordres des particuliers et aux émetteurs de diversifier la structure de leur actionariat, même s'ils sont nombreux à estimer que la suppression, le cas échéant, de cette obligation de faire une offre aux particuliers ne devrait pas conduire à la disparition en pratique de ce type d'offre »⁵. Le rapport appelait toutefois à une « plus grande flexibilité dans sa mise en œuvre ».

Enfin, cette tranche présentait un autre inconvénient du point de vue de la protection des épargnants. En effet, les introductions en bourse peuvent être dangereuses pour les investisseurs individuels, en raison du risque plus élevé de surévaluation. D'ailleurs, la tranche « retail » est généralement plus importante dans les petites introductions en bourse qui sont généralement encore plus dangereuses.

La doctrine avait critiqué le maintien de cette obligation. Ainsi, Anne-Catherine Muller s'étonnait « de cette volonté de maintenir envers et contre tout les investisseurs personnes physiques comme participants au marché primaire. La retentissante introduction en bourse aux USA de l'action Facebook incite pourtant à davantage de retenue et il serait parfaitement concevable de n'ouvrir aux investisseurs personnes physiques que le marché secondaire, ce qui leur donnerait davantage de recul »⁶. Un autre auteur estimait que « Si la mission de l'AMF consiste à protéger l'épargne publique, pourquoi vouloir à toute force s'assurer que les membres les plus « vulnérables » du public (pour reprendre l'expression d'un des participants à la consultation) investissent directement dans des titres qui sont sur le point d'être cotés, mais sur lesquels – par définition – on ne dispose pas encore du recul nécessaire puisque leur marché est en devenir ? »⁷. En fait, l'obligation pouvait se retourner contre ceux-là même qu'elle était en théorie destinée à favoriser. Dans un contexte de concurrence entre places financières, notamment avec Amsterdam, et alors que le rôle des investisseurs individuels français a perdu de l'importance, une remise en cause semblait inéluctable. La lutte contre la surtransposition de directives et règlements européens « en l'absence d'enjeu majeur de protection des épargnants » pesait aussi dans la même direction.

Ainsi, Paris Europlace avait demandé en juin 2021 de supprimer cette obligation. Un rapport notait que « Afin de permettre dans certains cas la réalisation très rapide d'opérations d'IPOs ou pour des augmentations de capital, autoriser les émetteurs, sous réserve de ne pas dépasser un certain seuil de capital, à prévoir des opérations sans tranche retail ou envisager un dispositif de clôture anticipée de ces opérations (à J+3 au lieu de J+6) »⁸. Dans le cadre de la Consultation de la commission européenne de 2021 sur le *Listing Act*, l'AMF avait alors suggéré une réduction de la période de souscription à trois jours ouvrables. Cette suggestion avait été reprise, sous une forme légèrement différente, dans la proposition de modification du règlement Prospectus et a été maintenue dans la version finale adoptée en juin 2024. Celle-ci prévoit que : « Dans le cas d'une première offre au public d'une catégorie d'actions qui est admise à la négociation sur un marché réglementé pour la première fois, le prospectus est mis à la disposition du public au moins trois jours ouvrables avant la clôture de l'offre ». Toutefois, l'AMF a décidé d'agir sans attendre l'entrée en vigueur du règlement Prospectus modifié.

Dès lors, la question qui se posait à l'AMF était de savoir s'il convenait de supprimer la tranche retail et de prévoir ou non le régime applicable s'il était exercé à titre d'option ? Il était prudent de maintenir un régime applicable en cas de tranche retail. Ceci, d'autant plus, qu'une majorité d'émetteurs devrait continuer à la maintenir. L'AMF s'est donc limitée à supprimer les alinéas 1 et 2 de l'article 315-6 et de maintenir l'alinéa 3. Devenu alinéa unique, il dispose que « Lorsque l'offre s'adresse à toute catégorie d'investisseurs, le prestataire chef de file s'attache à éviter un déséquilibre manifeste, aux dépens des investisseurs particuliers, entre le service de la demande qu'ils formulent et le service de la demande des investisseurs institutionnels. 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 ».

P.-H. Conac

(5) AMF, Rapp. final sur les introductions en bourse, Groupe de travail présidé par M. Cohen et J.-P. Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF, 1^{er} déc. 2014, p. 12.

(6) A.-C. Muller, Rapport final sur les introductions en bourse, Rev. sociétés 2015. 61.

(7) F. Martin Laprade, Bilan critique de la consultation publique de l'AMF sur les introductions en bourse, BJB, janv. 2015, p. 14.

(8) Europlace, Émetteurs – Le choix de de Place de Paris, Rapp. du Groupe de travail, juin 2021.

V. Gouvernance des sociétés cotées

Rapport annuel 2023 de l'AMF (V. Actualités, p. 417)