

JURISPRUDENCE

Sociétés en général

- Reprise des actes :
encore des précisions
Com. 28 mai 2025,
note Jean-Baptiste Barbiéri p. 595
- Pacte comissoire
et évaluation de la valeur
des titres nantis
Com. 18 juin 2025,
note Thierry Bonneau p. 597

Sociétés à responsabilité limitée

- Le délai pour statuer sur une
demande d'agrément dans une
SARL est-il un délai préfix ?
Com. 2 avr. 2025,
note Armel Le Ruyet p. 610

Droit des sociétés cotées

- Contestation d'opérations
de visite et saisies de l'Autorité
des marchés financiers
Com. 2 avr. 2025,
note Éric Dezeuze
et Anne Guilberteaud p. 614

Droit fiscal des sociétés

- Caducité des ordonnances
du juge des libertés
et de la détention rendues
sur le fondement
de l'article L. 16 B du LPF
Com. 2 avr. 2025,
note Xavier Cabannes p. 625



Lefebvre Dalloz

REVUE DES SOCIÉTÉS

Octobre 2025 - n° 10

DOSSIER

- Loi n° 2025-391 du 30 avril 2025
dite loi DDADUE
- Les aspects de droit des sociétés
Bruno Dondero p. 579
 - Les bénéficiaires effectifs
Jérôme Lasserre-Capdeville p. 585
 - La loi DDADUE et les crypto-actifs
Pauline Pailler p. 590

CHRONIQUES

- Chronique de droit des marchés
financiers
- *L'EFRAG ouvre une consultation
publique pour simplifier les ESRS :
un effort encore insuffisant !*
- Pierre-Henri Conac,
Bénédicte François,
Anne-Catherine Muller
et Johan Prorok p. 629

IV. Offres publiques et offres publiques de retrait

Le Forum IPO et Paris Europlace proposent à l'AMF des mesures pour renforcer l'attractivité de la place en matière d'introductions en bourse : le recueil réglementaire unique laisse bien un espace aux superviseurs nationaux

Paris Europlace, Forum IPO, Recommandations du Groupe de Travail sur les évolutions possibles des pratiques IPO en France, Mai 2025

La baisse structurelle des introductions en bourse (*Initial Public Offering* ou IPO) en Europe, à l'exception notable de la Suède, continue à inquiéter les législateurs européen et nationaux, les superviseurs et les praticiens. En effet, les introductions en bourse sont concurrencées par les fonds de *private equity* et par la bourse américaine qui offrent tous deux de meilleures valorisations. En même temps, les fonds de *private equity* sont aussi des pourvoyeurs d'introductions en bourse et il s'agit donc de les convaincre de le faire davantage. Le législateur européen a pris conscience du problème et y a réagi par le biais du *Listing Act* d'octobre 2024 en assouplissant les règles relatives aux prospectus.

Les États membres peuvent aussi faciliter l'attractivité de leurs marchés pour essayer d'attirer ces opérations. En effet, malgré les ambitions de l'Union de l'épargne et des investissements (UEI), la concurrence entre les États membres est rude et le restera. L'AMF avait déjà été sensible à cette question puisqu'un rapport sur les introductions en bourse avait été publié par un groupe de travail présidé par deux membres du collège en 2014¹. Il avait conduit à une modification du règlement général en 2015.

Aussi, à la demande de l'AMF, un Forum IPO sur l'évolution des pratiques en la matière a été constitué et a préparé un rapport de place qui a été publié aussi sous l'égide de Paris Europlace. Ce groupe de travail comprenait des banquiers, Euronext, des avocats et juristes et des représentants des investisseurs. Il a conduit près de 60 entretiens auprès des professionnels du secteur.

Le rapport contient un certain nombre de constats et de recommandations. Ainsi, le prospectus tripartite, avec la publication d'un document d'enregistrement avant l'offre, constitue une pratique appréciée de la place. Il permet de préparer l'opération d'introduction en amont et de fiabiliser l'information du prospectus. Le prospectus tripartite constitue une pratique française car le prospectus unique est privilégié dans les autres États membres.

L'anglais peut être utilisé comme langue du prospectus mais dans ce cas, l'AMF souhaitait que, par cohérence, l'offre ne soit pas largement destinée aux investisseurs individuels. Le rapport note que les introductions des-

tinées à ces derniers devraient néanmoins pouvoir être conduites sur la base d'un prospectus rédigé en anglais.

En cas de recours à un document d'enregistrement, il n'est alors pas nécessaire de publier un communiqué relatif à une *Intention to Float* (ITF) comme dans le cas des IPO qui reposent sur un prospect unique. En effet, l'ITF contient les informations pertinentes et privilégiées qui ont été communiquées aux analystes qui préparent l'IPO. Le document de référence remplit ce rôle.

Dans certains États membres, l'autorité compétente émet un *nihil obstat* à l'émetteur et à ses conseils sur le projet de prospectus, avant la distribution des rapports de recherche. Il s'agit de rassurer l'émetteur et ses conseils sur le fait que les informations contenues dans le projet ne feront pas l'objet d'une modification par l'autorité, ce qui affecterait les analyses financières qui accompagnent l'opération.

La phase de présentation et d'échange avec les investisseurs (*Pre-Deal Investor Education* ou PDIE) constitue une étape importante du processus d'IPO. Il s'agit de la période durant laquelle sont organisées des réunions entre les investisseurs potentiels et les analystes du syndicat bancaire. Ceci est grandement facilité par le recours au prospectus tripartite puisque les échanges peuvent se fonder sur le document d'enregistrement. Ces échanges interviennent avant l'ouverture du *book-building* et facilitent la construction du carnet d'ordres. Néanmoins, le rapport propose que la période minimale de cinq jours entre l'approbation du document d'enregistrement et l'approbation du prospectus ne soit plus exigée par l'AMF.

Afin de faciliter la promotion de l'IPO, les analystes des banques membres du syndicat, soumis à une condition de confidentialité, sont invités à une présentation pendant la phase de revue du prospectus, afin de les aider à préparer leur note. L'AMF exige en plus la tenue d'une réunion d'analystes après l'approbation du document d'enregistrement. Or, celle-ci n'attire pas les analystes qui ne sont pas issus du syndicat bancaire. De ce fait, le rapport propose de supprimer cette obligation.

Le rapport note une autre spécificité française mais qu'il souhaite conserver. Il s'agit de l'exigence de délivrance à l'AMF d'une Attestation PSI et d'une lettre de fin de travaux. En effet, cette exigence est un gage de qualité pour les investisseurs.

(1) 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.

Le rapport s'intéresse aussi à l'articulation entre l'approbation du prospectus et la fixation des termes définitifs de l'offre. La pratique en France est celle d'une approbation du prospectus avant le placement des titres (approbation *a priori*). Le rapport note que l'AMF a toujours su répondre rapidement en cas de besoin d'un supplément au prospectus. Si le prospectus est approuvé au moment de la fixation des termes de l'offre (approbation *a posteriori*), le rapport suggère que l'AMF délivre un *nihil obstat* sur le projet de prospectus, comme c'est la pratique en matière obligatoire.

En ce qui concerne les des règles d'encadrement du prix et de la taille de l'offre, celles-ci résultent principalement du règlement Prospectus. L'AMF recommande que soit communiquée une fourchette de prix de +/- 15 % au plus tard trois jours de bourse avant la clôture de l'offre. Bien qu'elle ne constitue pas une contrainte en pratique, la fourchette « finale » étant beaucoup plus réduite, le rapport suggère à l'AMF de supprimer cette recommandation au nom de la lutte contre la surtransposition (*goldplating*).

Il est positif que l'AMF soutienne les efforts d'attractivité de la place et satisfaisant pour les services concernés de l'AMF que cela soit reconnu officiellement. Il n'en demeure pas moins que le coût de la réglementation, une fois coté, constitue un obstacle important. Il est même disproportionné pour les PME qui sont la cote de de-

main. Il y a aussi un manque de fonds spécialisés dans les PME car la liquidité est concentrée sur les grandes capitalisations ou dans les ETF indiciels. L'augmentation du nombre d'introductions en bourse constitue donc un défi car les causes du déclin sont nombreuses.

Cet effort d'attractivité ne doit pas concerner que la France mais l'UE également. En effet, le président de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) vient d'annoncer, sous l'impulsion de l'administration Trump, une politique vigoureuse pour attirer les IPO sous le slogan "*Make IPOs great again*". Il a déclaré que la SEC ne bloquerait plus les IPOs d'entreprises qui interdisent aux actionnaires d'intenter des recours collectifs (*class actions*)². Ces poursuites seraient soumises à une procédure d'arbitrage. Il s'agirait d'un changement de philosophie et un recul considérable de la protection des investisseurs aux États-Unis. Néanmoins, l'impact devrait être limité car le droit du Delaware où sont incorporées la plupart des sociétés cotées interdit cette clause. Néanmoins, d'autres États fédérés, comme le Texas ou le Nevada, pourraient en profiter. La concurrence devrait se renforcer aux États-Unis au détriment de la protection des investisseurs. Il faut souhaiter que cette mauvaise approche ne s'exporte pas vers l'Europe, mais cela est peu probable. La compétitivité ne peut pas se faire au détriment des investisseurs.

P.-H. Conac

(2) www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-091725-open-meeting-statement-policy-statement-concerning-mandatory-arbitration-amendments-rule-431.

V. Gouvernance des sociétés cotées

(...)