

FAUT-IL RENDRE OPTIONNELLE LA TRANCHE « RETAIL » LORS D'UNE INTRODUCTION EN BOURSE ?

Faut-il supprimer l'obligation pour les émetteurs lors d'une introduction en bourse de prévoir qu'une partie du montant global de l'opération soit destinée aux investisseurs de détail ?

Cette obligation spécifiquement française, a été insérée dans le RG AMF dans le but de favoriser un traitement équilibré entre les différentes catégories d'investisseurs et d'assurer que les investisseurs de détail puissent accéder aux opérations d'introduction en bourse.

Elle est énoncée à l'article 315-6 alinéa 2 du règlement général de l'Autorité de marchés financiers (RG AMF)¹ qui dispose que : « *Le prestataire chef de file fait ses meilleurs efforts pour qu'il soit répondu de façon significative aux demandes formulées par les investisseurs personnes physiques. 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.* » Autrement dit, cet article met en place une obligation de moyens pour les émetteurs de réserver aux investisseurs de détail une tranche de 10% du montant global de l'opération lors d'une introduction en bourse.

Dans une optique de consolidation de l'attractivité de la Place financière de Paris, en particulier à la suite du Brexit et de la crise sanitaire, et alors que cette obligation n'est pas prévue par la réglementation européenne, un Groupe de Travail « Attractivité pour les émetteurs », mis en place par Paris Europlace, a publié un rapport en juin 2021 dans lequel est formulée une recommandation afin de rendre optionnelle la tranche réservée aux investisseurs de détail ou de réduire le délai de clôture anticipée de l'offre².

Compte tenu des enjeux attachés à cette question, l'AMAFI estime souhaitable de préciser sa position.

Elle rappelle tout d'abord que l'obligation de réserver une tranche du montant des opérations d'introduction en bourse aux investisseurs de détail encourage leur participation à des marchés financiers dont on mesure de plus en plus l'importance, non seulement dans le financement de l'économie, mais aussi pour la recherche par les épargnants de rendements leur permettant de faire face à certains défis, et notamment à celui de la retraite. Cette obligation participe de ce fait aux efforts qui sont déployés pour que l'épargne de ces investisseurs soit davantage orientée vers les marchés financiers.

Néanmoins, comme l'a relevé Paris Europlace, cette obligation comporte également un aspect concurrentiel dans la mesure où elle peut s'avérer assez contraignante pour les émetteurs qui souhaitent s'introduire sur un marché financier français ou procéder à une augmentation de capital car elle complexifie le montage de leur opération d'appel au marché. Ainsi, en cas d'introduction en bourse, pour prendre en compte cette obligation de moyens, les émetteurs sont généralement conduits à structurer leur opération en la scindant en deux offres :

¹ Ancien article 315-35 du RG AMF

² https://paris-europlace.com/sites/default/files/public/ressources/emetteurs_-_rapport_complet.pdf, p. 23.

- Une offre à prix ouvert auprès du public en France (« OPO »), qui permet de respecter la tranche réservée aux investisseurs de détail ;
- Un placement global auprès d'investisseurs institutionnels établis en France ou hors de France (« PG »).

La faculté de réaliser un placement privé auprès des investisseurs institutionnels est une alternative. Néanmoins, elle ne répond pas à toutes les situations et comporte certaines contraintes, notamment le fait que l'entreprise est alors cotée uniquement sur le marché professionnel, autre spécificité française, et fait face à des limitations pour la suite de son parcours boursier.

Cette complexité accrue ne peut être considérée comme souhaitable dans un environnement où la concurrence entre places financières est réelle, non seulement au sein de l'Union européenne mais aussi face à une City qui affiche des ambitions très fortes en ce domaine³. Cette situation peut ainsi inciter certains émetteurs qui ne cherchent pas à cibler des investisseurs de détail à choisir une autre place de cotation.

Néanmoins, on ne peut occulter que la concurrence entre places ne s'établit pas sur ce seul facteur mais sur une combinaison d'éléments, tels que la liquidité qu'offre le marché ou encore le cadre juridique et fiscal dans lequel il opère.

Ainsi, l'AMAFI considère que, si l'obligation de réserver une tranche de l'opération aux investisseurs de détail peut être l'un des facteurs considérés dans la décision d'un émetteur de réaliser son opération en France, elle ne représente toutefois pas à elle seule un enjeu de compétitivité majeur, au regard de l'importance de préserver l'accès de ces investisseurs de détail aux opérations d'appel au marché.

En revanche, sur ce plan de la compétitivité, notamment avec le Royaume Uni, l'Association estime essentiel que la France œuvre en vue de réduire la durée des offres dans les introductions en bourse que prévoit aujourd'hui la réglementation européenne.

Il est en effet prévu à [l'article 21.1 alinéa 2 du règlement \(UE\) 2017/1129](#) du 14 juin 2017, dit règlement Prospectus⁴, 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 six jours ouvrables avant la clôture de l'offre.* ».

Autrement dit, en application de cet article, le prospectus est publié au moins 6 jours ouvrables avant la clôture de l'offre. Cette disposition a pour objectif de permettre aux investisseurs de disposer d'un temps suffisant pour prendre connaissance de l'offre de façon détaillée afin de souscrire de façon entièrement éclairée.

Sur ce point, l'AMAFI considère qu'il est nécessaire que l'article 21.1 alinéa 2 du règlement Prospectus soit modifié. Elle estime que ce délai de 6 jours doit être réduit à 3 jours. Réduire ce délai permettrait, dans des marchés dont la volatilité est désormais beaucoup plus élevée, de réduire les risques liés à ces mouvements de marché, ce qui stabiliserait l'offre et rendrait le processus d'introduction en bourse plus rapide et ainsi plus gérable pour les émetteurs.



³ Cf. le rapport « [UK Secondary Capital Raising Review](#) » publié en juillet 2022 par la Financial Conduct Authority (FCA).

⁴ Règlement (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, et abrogeant la directive 2003/71/CE.