

**CHAPITRE 11**  
**–**  
**LES ÉMISSIONS**  
**ET LES OPÉRATIONS SUR TITRES**

## INTRODUCTION

Ce chapitre présente les caractéristiques des marchés primaire et secondaire qu'il s'agisse des marchés actions ou des marchés obligations.

Il détaille les réglementations sur l'émission des titres financiers et sur les informations à fournir aux investisseurs. Les principes, les acteurs et le cadre réglementaire du financement participatif sont présentés aussi dans ce chapitre.

Enfin ce chapitre détaille les règles relatives aux introductions en bourse, aux offres au public et les placements privés.

## SOMMAIRE DU CHAPITRE

<b>G</b>	<b>LES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ PRIMAIRE, SONDAGES DE MARCHÉ, LA SYNDICATION ET L'ADJUDICATION PRIMAIRE, L'ÉMETTEUR, FINANCEMENT PARTICIPATIF.....</b>	<b>469</b>
	1. Le marché primaire.....	469
	2. L'émetteur (réglementation sur l'émission, prospectus, informations obligatoires à donner aux investisseurs, AG) .....	472
	3. Le financement participatif ( <i>crowdfunding</i> ) .....	476
	<b>Pour aller plus loin .....</b>	<b>478</b>
<b>G</b>	<b>LES INTRODUCTIONS EN BOURSE, LES OFFRES AU PUBLIC ET LES PLACEMENTS PRIVÉS.....</b>	<b>479</b>
	1. Le cadre des fusions et acquisitions .....	479
	2. Les offres publiques .....	480
	3. L'offre publique de retrait (OPR) .....	485
	4. L'offre publique de retrait obligatoire .....	485
	5. Les éléments sur les introductions en bourse.....	487
	6. Les opérations sur titres (OST) .....	491
	7. Le régime des rachats d'actions.....	494
	<b>Pour aller plus loin .....</b>	<b>494</b>

# LES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ PRIMAIRE, SONDAGES DE MARCHÉ, LA SYNDICATION ET L'ADJUDICATION PRIMAIRE, L'ÉMETTEUR, FINANCEMENT PARTICIPATIF

## 1. LE MARCHÉ PRIMAIRE

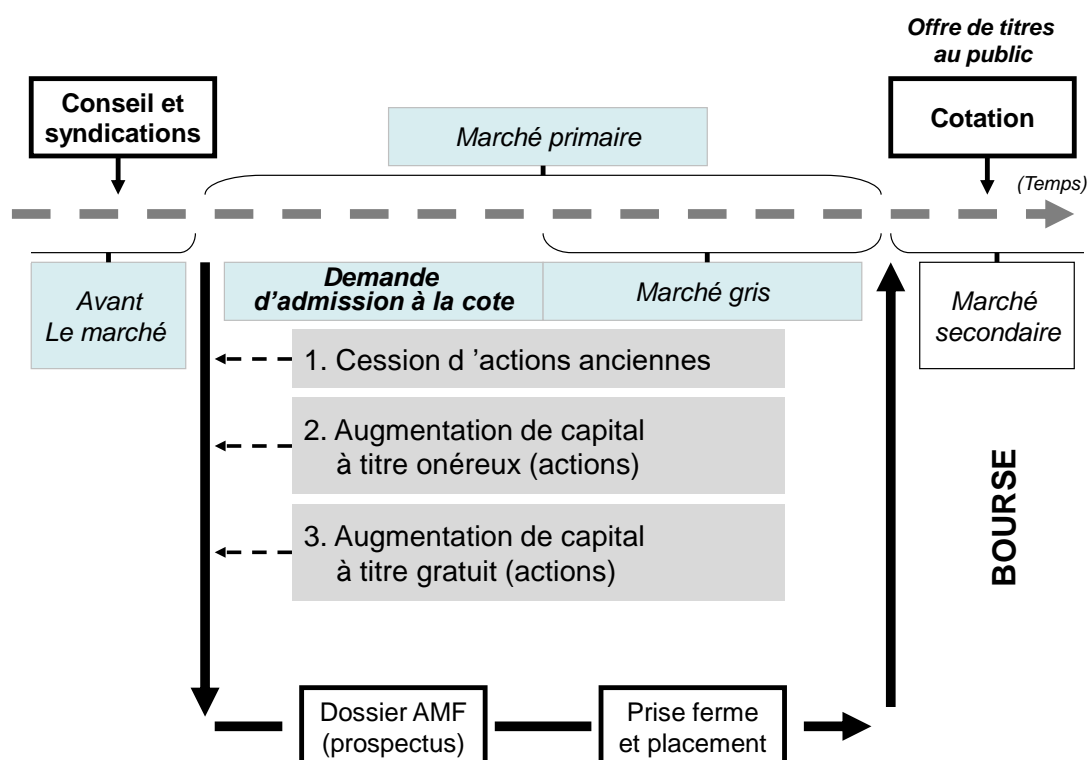
La partition « marché primaire - marché secondaire » est une partition chronologique. La période durant laquelle un titre est coté (négocié) en bourse est dénommée « marché secondaire ».

Pour y accéder, le titre doit suivre au préalable une procédure « d'introduction » en bourse : c'est la mise en vente du titre neuf par l'émetteur ou période du « marché primaire ».

On bascule de l'une à l'autre le jour où le public accède au titre, le premier jour de cotation.

### 1.1. Les caractéristiques du marché primaire actions

#### *Le marché primaire des actions*



## 1.2. La diffusion des titres dans le public

La diffusion des titres, sur le marché primaire, est assurée par un syndicat d'émission composé de banques et de négociateurs pour compte de tiers (*brokers*) français ou étrangers. Il est choisi par la société qui souhaite s'introduire.

Le syndicat d'émission est constitué de trois éléments :

- le syndicat de direction avec un chef de file ;
- le syndicat de garantie ;
- le syndicat de placement.

### ■ Le syndicat de direction

Le **chef de file a différentes responsabilités** dans une introduction.

- Il établit le dossier d'émission et en définit, les modalités avec l'émetteur, telles :
  - la part de son capital à céder ;
  - le marché de cotation ;
  - le prix d'émission ;
  - la période opportune.
- Il est en relation avec les différentes autorités de tutelle et de marché pour obtenir les autorisations d'appel public à l'épargne et de cotation.
- Il organise l'émission en choisissant la liste des participants à la syndication.
- Il fixe les barèmes de commissions qui vont rémunérer tous les intervenants.
- Il est, souvent, chargé de surveiller le marché des titres, dès leur inscription à la cote, sur une période définie avec l'émetteur.

### ■ Le syndicat de garantie

#### • Le placement privé ou garanti

La diffusion des titres, lorsqu'elle n'est pas simultanée avec la cotation, peut prendre la forme d'un **placement privé**. Ce sont les membres du syndicat de garantie qui proposent aux actionnaires cédants une **prise ferme de la totalité de l'émission**.

En cas de conjoncture particulièrement défavorable, les titres offerts pourraient ne pas trouver preneur, entraînant l'échec de l'introduction. **La prise ferme par la banque introductrice garantit la bonne fin de l'opération.**

Il n'y a pas de centralisation des offres et des demandes auprès d'une entreprise de marché ; la répartition des titres est effectuée de manière discrétionnaire auprès d'investisseurs institutionnels.

L'établissement responsable du placement devra fournir à l'entreprise de marché gérant la cotation en Bourse, un état récapitulatif détaillé du placement des titres.

#### • La procédure mixte

**La prise ferme par le syndicat de garantie est partielle.** Il y a association d'un placement auprès d'institutionnels avec une **diffusion auprès de personnes physiques** en leur proposant des titres à prix fixe. Le prix proposé aux particuliers ne pourra être inférieur au prix de placement.

### ■ Le syndicat de placement

Il est constitué des banques assurant le placement des titres lors d'une introduction en bourse, d'une augmentation de capital.

Il fait souscrire l'émission aux investisseurs et a un rôle d'information du chef de file sur la demande potentielle du marché.

### ■ Les sondages de marché

Il est d'usage et d'ailleurs recommandé par l'AMF que la société émettrice réalise des sondages aléatoires de marché auprès des investisseurs avant de procéder à des émissions. Un prestataire de services d'investissement peut en effet diffuser aux futurs investisseurs des informations privilégiées, sous réserve de les informer du caractère privilégié et d'obtenir leur accord.

Ces sondages restent confidentiels et leur dépouillement n'est pas communiqué au public. Ils servent à la société émettrice à affiner les caractéristiques de son émission (prix, quantité, durée, etc.) avant de procéder à l'émission.

(Voir aussi le Chapitre 4, *La réglementation Abus de marché*, le paragraphe 2.5 *Les sondages de marché*.)

### 1.3. Le marché primaire obligataire

#### 1.3.1. Introduction des obligations

Le marché primaire obligataire commence dès que les conditions de l'emprunt sont connues et s'achève à la date à laquelle les titres sont payés à l'émetteur.

##### ■ La syndication

**La plupart des émissions obligataires sont émises par le biais de la syndication.** Les États émettent, généralement, par adjudication mais recourent quelquefois à la syndication, par exemple pour le lancement de nouveaux types de titres.

L'émetteur, conseillé par les chefs de file, détermine les conditions de l'emprunt (durée, taux facial...) et donne une indication de prix au moment où est ouvert le livre d'ordres. Cette indication de prix se fait en fonction de la différence entre le taux de rendement global du titre (taux actuariel) et un taux de référence, qui est, depuis quelques années, le taux de *swap* sur une durée équivalente à celle de l'emprunt.

Lorsque les souscriptions dans le livre d'ordres sont suffisamment importantes, une réunion est organisée entre l'émetteur et les banques pour fixer définitivement le prix et répartir les titres en cas de sursouscription. Après avoir fixé le *spread* par rapport au taux de *swap*, le taux de *swap* est constaté sur le marché ; on en déduit le taux actuariel du titre puis son prix (appelé prix réoffert).

**Les banques sont rémunérées par des commissions que leur verse l'émetteur.**

##### ■ L'adjudication

Depuis 1986, l'État français utilise pour ses émissions la procédure d'adjudication ou mise aux enchères. Cependant lorsqu'il crée des produits nouveaux (ex. : OAT indexées sur l'inflation créées en 1998), il préfère pour la première émission utiliser une procédure de syndication.

La participation aux adjudications est possible pour toutes les banques, mais ce sont surtout les banques ayant le statut de Spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) qui y participent. Les SVT sont en effet obligés d'obtenir un certain pourcentage de titres sur le marché primaire et sont donc régulièrement présents aux adjudications.

Les soumissionnaires aux adjudications sont servis aux prix demandés<sup>216</sup>, l'État donnant la priorité aux demandes effectuées aux prix les plus élevés.

Les adjudications d'OAT (obligations assimilables du Trésor) à long terme (à partir de 7 ans) ont lieu le premier jeudi du mois tandis que les adjudications d'OAT à moyen terme (2 à 7 ans) ont lieu le troisième jeudi du mois.

Le règlement des titres intervient le mardi suivant.

##### ■ L'assimilation

**L'assimilation consiste à émettre de nouveaux titres, sans pour autant, créer une nouvelle ligne de cotation.** Ces titres viennent augmenter l'encours d'un emprunt existant et en a toutes les caractéristiques : même taux de coupon, même nominal, même date de remboursement.

(Pour plus de détails, cf. le Chapitre 7, *Les différents types d'obligations et leurs risques*.)

La différence du niveau des taux entre la date d'émission de la ligne originelle et le nouvel emprunt assimilé est répercutée dans le prix ou sur le premier coupon pour obtenir un taux actuariel proche des taux en vigueur lors de l'assimilation.

<sup>216</sup> Technique dite à la hollandaise.

La technique de l'assimilation a d'abord été utilisée par l'État pour émettre ses OAT puis par d'autres émetteurs. Elle permet d'avoir moins de lignes obligataires différentes. Les encours des lignes sont, alors, plus élevés et la liquidité meilleure.

### 1.3.2. Le marché « gris » obligataire

**Le marché « gris » des obligations** est un trait d'union entre le marché primaire et secondaire.

C'est un marché non officiel et de gré à gré entre investisseurs institutionnels. L'opération d'introduction et ses conditions étant déjà annoncées, des négociateurs pour compte de tiers (brokers) spécialisés sur ce marché proposent des fourchettes de prix indicatives qui donnent la tendance du marché sur l'opération d'introduction.

## 2. L'ÉMETTEUR (RÈGLEMENTATION SUR L'ÉMISSION, PROSPECTUS, INFORMATIONS OBLIGATOIRES À DONNER AUX INVESTISSEURS, AG)

Conformément à la Directive Prospectus, l'ordonnance 2009-80 du 23 janvier 2009 a supprimé « l'appel public à l'épargne » pour le remplacer par deux notions distinctes en termes de réglementation :

- l'offre au public de titres financiers ;
- l'admission aux négociations sur un marché réglementé.

**Les contrats financiers ne sont pas soumis à cette réglementation<sup>217</sup>.**

### 2.1. L'offre au public de titres financiers

Selon le Code monétaire et financier, l'offre au public est constituée par l'une des opérations suivantes :

- une communication présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres ;
- un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers.

Un des grands avantages pour l'émetteur est qu'il n'est plus soumis au régime juridique spécifique des sociétés cotées et notamment, des conditions minimales de fonds propres et d'informations périodiques. La rédaction du prospectus, visé par l'AMF, demeure obligatoire.

Antérieurement, seules les sociétés anonymes ou en commandite par actions pouvaient bénéficier de l'appel public à l'épargne, désormais, tout type d'émetteur peut faire une offre au public de titres financiers puisque l'admission aux négociations n'est plus liée.

Le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, en vue de procéder à leur vente, est pour un prestataire de services d'investissement une prise ferme.

Rechercher des souscripteurs pour le compte d'un émetteur sans lui garantir un montant de souscription relève du service de placement non garanti.

### 2.2. Admission aux négociations sur un marché réglementé

Ce statut de société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé est étendu aux systèmes multilatéraux de négociation, tel Euronext Growth (ex-Alternext), qui se soumettent à la réglementation protégeant les investisseurs des délits d'initiés, manipulations de cours et fausses informations.

C'est la cotation sur ces marchés qui impliquera désormais des obligations permanentes pour les émetteurs, les règles d'admission étant fixées par les entreprises de marché elles-mêmes.

<sup>217</sup> Cf. le Chapitre 7, *Les différents instruments financiers, leurs risques et leurs rendements*, paragraphe 1, pour la définition des contrats financiers.

## 2.3. Le prospectus

Il est publié, lors de certaines opérations spécifiques telles que l'introduction en bourse ou l'augmentation de capital. Visé par l'AMF<sup>218</sup>, il contient toutes les informations nécessaires à l'investisseur pour juger l'opération.

Il **peut prendre la forme d'un document unique** incluant un résumé ou **être scindé en trois documents**, un résumé, le document de référence et une note d'opération visée par l'AMF, fournissant les renseignements relatifs à l'opération.

Il comprend notamment :

- des renseignements sur la société (forme juridique, objet social, statuts, particularités sur les droits de vote...) ;
- des données sur le capital (répartition du capital et des droits de vote, existence d'obligations convertibles ou remboursables en actions, bons de souscriptions...) ;
- des données économiques (chiffre d'affaires, résultats, effectifs, filiales, perspectives...) ;
- les comptes de la société et, le cas échéant, du groupe ;
- des informations sur l'endettement, la trésorerie, la politique de distribution de dividendes, les faits exceptionnels et litiges, les risques encourus... ;
- les perspectives d'évolution ;
- des renseignements sur l'introduction elle-même (nombre et nature des titres offerts, modalités de détermination du prix, calendrier de l'opération modalités de souscription) ou sur l'augmentation de capital.

Les commissaires aux comptes de l'émetteur doivent attester que les informations prévisionnelles, estimées ou *pro-forma*, éventuellement présentées dans le prospectus ont été adéquatement établies.

Le Règlement européen Prospectus III du 30 juin 2017 a simplifié la présentation de l'information, particulièrement pour trois types d'émetteurs :

- les PME ;
- les émetteurs fréquents ;
- les émetteurs obligataires.

**Les principales dispositions sont les suivantes :**

- le relèvement des seuils de déclenchement de l'obligation d'établir un prospectus d'offre au public à partir d'un million d'euros. En France, depuis juillet 2018, ce seuil est relevé à 8 millions d'euros et s'accompagne de l'obligation de produire un document d'information synthétique pour les offres de titres non cotés ouvertes au public sous ce seuil ;
- la mise en place d'un « document d'enregistrement universel » (*Universal registration document* – URD), pour disposer d'une information annuelle complète et pour les entreprises, de bénéficier d'une procédure accélérée d'approbation (5 jours) lorsqu'elles intègrent ce document dans un prospectus ;
- un résumé de maximum 7 pages et de 15 facteurs de risque ;
- un dispositif allégé pour les émissions secondaires (puisque l'information périodique et permanente est déjà disponible) ;
- un prospectus simplifié, « prospectus de croissance de l'Union », dédié aux PME cotées sur les marchés non réglementés et aux petites offres de sociétés non cotées.

<sup>218</sup> Dans les dix jours de négociation.

■ Information à fournir pour une offre ouverte au public de titres cotés et non cotés d'un montant inférieur à 8 millions d'euros

		Document d'information synthétique*	Document d'information réglementaire synthétique**
Titres non cotés	Offre « en direct »	X	
	Site Internet de <i>crowdfunding</i>		X

		Introduction en bourse inférieure à 8 M€	Offre secondaire inférieure à 8 M€
Titres cotés	Euronext	<b>Prospectus</b> revu préalablement par l'AMF	Pas de prospectus***
	Euronext Growth	<b>Pas de prospectus</b> mais document d'information revu préalablement par Euronext	
	Euronext Access	<b>Pas de prospectus</b> mais document d'information si prévu par les règles de marché	

\* Précisions dans l'instruction AMF 2018-07

\*\* Précisions dans l'instruction AMF 2014-12

\*\*\* Position AMF 2013-03

Source : AMF

## 2.4. Les informations obligatoires à donner aux investisseurs

Le Règlement général de l'AMF impose une diffusion effective et intégrale de l'information réglementée par voie électronique. Les informations obligatoires diffèrent selon le marché de cotation.

Marché de cotation	Information permanente	Information périodique
<b>Marché organisé réglementé Euronext</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les événements pouvant influencer le cours de bourse</li> <li>• Les modifications de statuts</li> <li>• Les modifications du capital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le chiffre d'affaires trimestriel</li> <li>• Le rapport semestriel</li> <li>• Les comptes annuels ou le document de référence<sup>219</sup> comprenant le rapport financier annuel sur le site de la société et de l'AMF</li> <li>• Le rapport sur le gouvernement d'entreprise (informations relatives au gouvernement d'entreprise, détails sur la rémunération des mandataires sociaux et détails sur les éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'OPE / OPA)</li> <li>• Insertion depuis le 20 janvier 2018 d'une déclaration de performance extra-financière dans le rapport de gestion (manière dont les sociétés prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leur activité)</li> </ul>

<sup>219</sup> Pour plus de détails, voir le Chapitre 12, *Les obligations d'information financière des sociétés cotées*.



<b>SMN organisé et non réglementé</b> <b>Euronext Growth</b> (ex-Alternext)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les événements pouvant influencer le cours de bourse</li> <li>• Les modifications de statuts</li> <li>• Les modifications du capital</li> </ul>	Mettre à disposition sur le site d'Euronext : <ul style="list-style-type: none"> <li>• le rapport semestriel non audité ;</li> <li>• les comptes annuels audités ou le document de référence ;</li> <li>• le rapport sur le gouvernement d'entreprise (informations relatives au gouvernement d'entreprise, détails sur la rémunération des mandataires sociaux et détails sur les éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'OPE / OPA) ;</li> <li>• insertion depuis le 20 janvier 2018 d'une déclaration de performance extra-financière dans le rapport de gestion (manière dont les sociétés prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leur activité)</li> </ul>
<b>Marché non organisé et non réglementé</b> <b>Euronext Access</b> (ex-Marché libre)	Aucune obligation	Mettre à disposition sur le site d'Euronext Access le rapport sur le gouvernement d'entreprise, les comptes annuels audités ou le document de référence

## 2.5. Les Assemblées générales

La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a instauré un dispositif de transparence sur les acquisitions et cessions temporaires de titres afin d'empêcher les abus dans l'usage des droits de vote lors des assemblées générales.

Les emprunteurs de titres ont l'obligation et uniquement en période d'assemblées d'actionnaires de se déclarer auprès de l'AMF si le nombre d'actions empruntées est supérieur à 0,50 % des droits de vote de la société. Cette déclaration doit se faire au plus tard le 3<sup>e</sup> jour ouvré précédant l'assemblée générale et être publiée sur le marché. En cas de manquement, les actions empruntées sont privées de droit de vote.

Il existe deux types d'assemblées générales, ordinaire et extraordinaire.

### 2.5.1. L'Assemblée générale ordinaire (AGO)

Les décisions prises par l'AGO concernent les actes de gestion courante de l'entreprise. Elle se réunit **tous les ans**, dans les six mois, qui suivent la fin de l'exercice écoulé, **les décisions sont prises à la majorité simple** (la moitié des voix plus une).

Les actionnaires doivent se prononcer sur les propositions suivantes :

- la présentation du rapport de gestion par le Conseil de direction ;
- la présentation des rapports des commissaires aux comptes ;
- l'approbation des comptes ;
- l'affectation des bénéfices réalisés par l'entreprise : répartition entre réserves et distribution de dividendes ;
- l'élection des membres du Conseil de direction (Conseil d'administration ou Directoire et Conseil de surveillance).

### 2.5.2. L'Assemblée générale extraordinaire (AGE)

L'AGE se réunit de façon exceptionnelle lorsque des décisions particulièrement importantes doivent être prises par les actionnaires.

Sont soumis à l'assemblée générale extraordinaire :

- les modifications de statuts ;
- l'augmentation ou la réduction de capital ;
- la création d'actions de catégories différentes ;
- le changement de dénomination, forme sociale ou adresse du siège social.

Les **décisions y sont prises à la majorité qualifiée des 2/3 des voix.**

Lorsque des décisions à prendre concerneront à la fois l'AGO et l'AGE, il y aura alors « **Assemblée générale mixte** ».

Un actionnaire peut se faire représenter par un autre actionnaire, son conjoint ou un administrateur.

S'il ne peut assister à l'assemblée, possibilité lui est donnée de voter par correspondance au moyen d'un formulaire.

Aujourd'hui, les actionnaires peuvent aussi voter par voie de signature électronique si les statuts de la société le prévoient.

Pour exercer ce droit de vote en connaissance de cause, l'actionnaire a un **droit à l'information**.

Il peut se faire communiquer tous les documents indispensables à son information : comptes annuels, chiffres d'affaires trimestriels...

### 3. LE FINANCEMENT PARTICIPATIF (*CROWDFUNDING*)

#### 3.1. Définition

Le nom de ce mode de financement est composé de *crowd*, foule et *funding*, financement, soit le financement par la foule.

Le procédé consiste à récolter des fonds souvent d'un montant faible auprès des particuliers (réseaux sociaux, amis, internautes...) pour financer des projets culturels (musique, film, édition, etc.) ou entrepreneuriaux.

Il fonctionne principalement via Internet. Sans le *crowdfunding*, ces projets n'auraient pas pu bénéficier des financements traditionnels (ex. : prêts bancaires). Avec le *crowdfunding*, il est possible et peu coûteux de rejoindre un réseau de personnes voulant soutenir un projet commun.

#### 3.2. Les différentes formes du financement participatif

Il peut prendre trois formes :

- des prêts à titre gratuit ou rémunérés ;
- une souscription de titres (actions, obligations, minibons<sup>220</sup>). L'investisseur acquiert des titres de capital ou de créances d'une entreprise soutenue dans le cadre de ce dispositif ;
- un don ou une contribution pouvant avoir des contreparties en nature (places de spectacles, etc.) ou en numéraire (sur les bénéfices éventuels du projet concerné).

#### 3.3. Les règles applicables

Selon les modalités de financement retenues, **le financement participatif relève potentiellement de plusieurs activités réglementées** (fourniture de services d'investissement, offre au public de titres financiers, réalisation d'opérations de banque et fourniture de services de paiement). **Les opérateurs seront donc soumis dans ces cas au respect des exigences en termes de capital, d'agrément ou d'immatriculation.**

Le cadre juridique actuel du financement participatif est précisé par le Code monétaire et financier.

---

<sup>220</sup> Les minibons sont nominatifs.

## ■ Remarque :

Le Règlement européen 2020/1503 relatif aux prestataires européens de service de financement participatif du 7 octobre 2020 porte sur l'agrément que devront obtenir ces prestataires. Après obtention de cet agrément, ils pourront offrir des solutions de financement soit par le biais de souscription de titres (*crowdequity*) soit par des prêts avec intérêts (*crowdlending*).

L'entrée en vigueur de ce Règlement est attendue pour novembre 2021. À partir de cette date, les plateformes de financement participatif disposeront d'un an pour obtenir leur agrément.

Ce nouveau régime remplacerait les statuts français actuels (conseiller en financement participatif et intermédiaire en financement participatif).

Actuellement en France, existent deux catégories d'acteurs :

- **Les conseils en investissements participatifs**

Les conseillers en investissements participatifs sont des intermédiaires exerçant, à titre habituel, une activité de conseil en investissements via Internet portant sur des offres d'actions ou d'obligations émises par des sociétés par actions.

Le conseiller en investissements participatifs doit s'inscrire auprès du registre de l'ORIAS. Il est tenu de s'affilier à une association agréée. Il est soumis au contrôle de l'AMF.

- **Les intermédiaires en financement participatif**

Ils regroupent les nombreux types de plateformes de prêts et dons actuels :

- donation (Ulule, *United donation*) ;
- microcrédit (*Babyloan*) ;
- prêts aux particuliers ou aux entreprises (Spear) ;
- financement d'entreprises (Axanago).

**Les intermédiaires en financement participatif (IFP)** sont des personnes morales qui, à titre habituel et via une plateforme Internet, mettent en relation des porteurs de projets et des investisseurs en vue de réaliser une opération de prêt. Dans le cadre de leur activité d'intermédiation, les intermédiaires en financement participatif sont soumis au contrôle de l'ACPR ainsi qu'à celui de la DGCCRF.

Le Code monétaire encadre notamment les plafonds applicables aux prêts et emprunts. Les plateformes de financement sont autorisées à accorder des prêts rémunérés jusqu'à un million d'euros. Un crédit ne peut excéder 1 000 euros par porteur et par projet afin de diversifier le risque.

### 3.4. Les risques encourus

Le financement participatif comporte notamment les risques suivants :

- risque de perte de tout ou partie du capital investi ou des fonds prêtés ;
- difficultés à connaître la valeur de cession des titres non cotés et, en raison d'une absence de liquidité, cession difficile de ces titres ;
- risque de détournement des paiements effectués via une plateforme ;
- absence de garantie sur l'affectation des fonds collectés au projet à financer.

L'ACPR et l'AMF recommandent aux particuliers de se renseigner avant de s'engager sur la nature de l'opération proposée ainsi que sur les obligations pesant sur la plateforme de financement participatif et sur le porteur de projet.

### 3.5. Informations à fournir dans le cadre du financement participatif

L'instruction n° 2014-12 de l'AMF détaille les informations que l'émetteur ou le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement devra fournir aux investisseurs via la plate-forme Internet. Il s'agit principalement de :

- la présentation de l'émetteur et du projet ;
- les modalités de souscription et les frais associés ;
- les informations réglementaires dans la perspective d'une revente ultérieure des titres souscrits.

Ces informations doivent figurer dans le document d'information réglementaire synthétique qui doit être transmise par voie électronique aux investisseurs préalablement à toute souscription.

Lors de la souscription, l'investisseur doit certifier avoir pris connaissance du document d'information et l'émetteur doit avoir reçu cette attestation avant d'accepter la souscription.

Enfin, en cas de modification du document d'information, la même procédure que celle décrite ci-dessus doit recommencer. Néanmoins, dans ce cas, l'investisseur se voit offrir la possibilité d'annuler dans un délai raisonnable sa souscription. En l'absence de réaction de l'investisseur pendant ce délai, la modification est réputée acceptée par l'investisseur et les souscriptions peuvent être traitées et instruites par l'émetteur.

## Pour aller plus loin

- Site Internet AMF : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)
- Règlement européen 2020/1503 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs et modifiant le Règlement (UE) 2017/1129 et la Directive (UE) 2019/1937, du 7 octobre 2020
- Ordonnance n° 2014-559 relative au financement participatif, 30 mai 2014
- Ordonnance n° 2017-1162 portant mesures de simplification et de clarification des obligations d'information à la charge des sociétés anonymes et des sociétés en commandite par actions, 12 juillet 2017
- Ordonnance n° 2017-1180 relative à la publication d'informations non financières par certaines grandes entreprises et certains groupes d'entreprises, 19 juillet 2017
- Code monétaire et financier
- AMF et ACPR :
  - Guide du financement participatif (*crowdfunding*) à destination du grand public
  - Position DOC-2013-3, Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un minibon soumis au visa de l'AMF, 4 février 2013
  - Instruction DOC-2014-12, Informations à fournir aux investisseurs par l'émetteur et le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement dans le cadre du financement participatif, 1<sup>er</sup> octobre 2014
  - Instruction DOC-2018-07, Informations à fournir aux investisseurs dans le cadre d'une offre ouverte au public d'un montant inférieur à 8 millions d'euros, 19 juillet 2018



# LES INTRODUCTIONS EN BOURSE, LES OFFRES AU PUBLIC ET LES PLACEMENTS PRIVÉS

## 1. LE CADRE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

### 1.1. Définition

Une fusion est une mise en commun du patrimoine de deux ou plusieurs sociétés qui aboutit à la constitution d'une nouvelle entreprise.

Il existe plusieurs types juridiques de fusions ayant des conséquences juridiques et fiscales différentes :

- la fusion absorption ;
- l'apport de titres ;
- l'apport partiel des actifs.

Les opérations de fusions et acquisitions sont financées soit par :

- achat avec sortie de trésorerie (la société peut puiser dans ses fonds propres ou recourir à un endettement) ;
- achat en titres (l'acquéreur échange une partie de ses propres titres contre ceux de la société acquise) ;
- un mixte de liquidités et de titres.

Afin d'éviter les concentrations d'entreprise et donc les monopoles, les autorités de tutelle des marchés financiers ont réglementé ces opérations pour les sociétés cotées en bourse afin de préserver une véritable concurrence.

Il existe donc une Directive européenne relatives aux offres publiques d'acquisition du 24 avril 2004 transposée en droit français le 20 mai 2006 et régulièrement réaménagée.

De plus, certaines opérations nécessitent l'autorisation de la Commission européenne.

### 1.2. La fusion et l'absorption

Lors d'une fusion-absorption, la société dissoute amène à la société absorbante ou nouvelle son patrimoine entier, actif et passif compris. Les actionnaires reçoivent en échange de leurs actions des actions de la société absorbante ou de la nouvelle société.

Comptablement, les fusions et acquisitions sont traitées par la norme IFRS n° 5.

Deux éléments sont, principalement, à prendre en compte :

- la méthode de valorisation des apports ;
- le traitement du boni ou mali de liquidation.

### 1.2.1. La méthode de valorisation des apports

Il existe deux approches selon la situation de contrôle capitalistique au moment de l'opération et du sens dans laquelle elle est réalisée.

	Valeur comptable	Valeur réelle
<b>Opérations avec des entités sous contrôle commun</b>		
• sens mère / filiale	X	
• sens filiale / mère	X	
<b>Opérations avec des entités sous contrôle distinct</b>		
• sens mère / filiale	X	
• sens filiale / mère		X

### 1.2.2. Le traitement du boni ou mali de liquidation pour les sociétés cotées

Une société ayant déjà une participation dans la société qu'elle absorbe reçoit, en échange de sa participation, ses propres titres.

Ne pouvant les conserver, elle doit les annuler ce qui entraîne un boni ou un mali de liquidation qui correspond à la différence entre le prix antérieur d'acquisition de ces titres et leur valeur d'apport au moment de l'opération.

- **Le boni de fusion** est comptabilisé comme **une prime de fusion** complémentaire sans imposition fiscale (coût historique de l'actif – valeur réelle).
- **Le mali de fusion** est considéré comme un **écart d'acquisition net ou goodwill**, la société cible a pris de la valeur. Il peut être déprécié ou amorti également sans impact fiscal.

À la suite d'une fusion-absorption, la valeur de l'actif économique et le résultat d'exploitation restent inchangés.

### 1.2.3. Le sursis d'imposition

Sous certaines conditions, la plus-value résultant d'un apport de titres à une société, peut bénéficier du sursis d'imposition.

En effet un mécanisme de sursis d'imposition est prévu pour les échanges de titres qui résultent d'une offre publique d'achat, d'une fusion, d'une scission, de l'absorption d'un FCP par une SICAV, d'un apport de titres à une société soumise à l'impôt sur les sociétés.

Toutefois, lorsque l'échange implique le versement d'une soulte, celle-ci ne doit pas excéder 10 % de la valeur nominale des titres reçus en échange sinon le sursis ne s'applique pas et la plus-value est immédiatement imposable.

**L'opération** est considérée comme présentant un caractère « intercalaire » et n'entre pas dans le calcul de l'impôt sur le revenu au titre de l'année de l'échange mais, **sera prise en compte lors de la cession ultérieure**.

## 2. LES OFFRES PUBLIQUES

### 2.1. La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010

La loi de régulation bancaire et financière a introduit trois modifications majeures dans le régime des offres publiques :

- l'abaissement du seuil déclencheur des offres publiques obligatoires à 30 % (cf. dans le Chapitre 12, *Les obligations d'information financière des sociétés cotées*) ;
- l'information des emprunteurs lors des acquisitions temporaires de titres (cf. dans le Chapitre 11, *Les assemblées générales* et dans le Chapitre 12, *Les obligations d'information financière des sociétés cotées*, le paragraphe sur les informations concernant les franchissements de seuil) ;
- l'institution de l'offre publique obligatoire à la place de la garantie de cours sur Euronext Growth (voir dans le paragraphe 5 le tableau présentant les éléments d'une introduction en bourse).

Ces modifications s'appliquent depuis le 1<sup>er</sup> février 2011. D'autres textes réglementaires sont venus depuis préciser certains points.

Ainsi, le 17 juin 2020, l'AMF a publié un guide d'élaboration des prospectus et des informations à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers.

Trois parties composent ce guide :

- information à fournir dans les prospectus approuvés par l'AMF ;
- information à fournir en cas de dispense de prospectus ;
- positions et recommandations de l'AMF et de l'ESMA sur les émissions et admissions de titres de capital et donnant accès au capital.

## 2.2. Les différents types d'offres

On distingue sept types d'offres.

### ■ L'offre publique d'achat (OPA) ou Offre publique d'acquisition d'achat

L'initiateur de l'offre propose aux actionnaires de racheter leurs titres à un prix d'achat déterminé.

### ■ L'offre publique d'échange (OPE)

L'initiateur de l'offre propose aux actionnaires d'échanger leurs titres contre d'autres titres (actions ou obligations) et non contre des espèces. Il est prévu une option en numéraire obligatoire lorsque les titres remis en échange ne sont pas liquides.

### ■ L'offre publique de retrait (OPR) ou *squeeze-out* (en anglais)

Elle est utilisée lorsqu'il n'y a presque plus de titres en circulation sur le marché. La société propose, alors, de racheter ses propres titres en général à bon prix, ce qui entraînera la radiation de la valeur de la cotation en bourse.

L'offre de retrait peut être présentée lorsque 90 % des droits de vote sont détenus par une ou plusieurs personnes agissant de concert.

Depuis la loi du 31 décembre 1993, les sociétés ont la possibilité de faire suivre ce type d'offre publique de retrait d'une offre publique de retrait obligatoire. Les détenteurs de titres qui n'ont pas voulu les présenter à l'offre se verront « dessaisir » de leurs titres contre une indemnisation versée par la société.

### ■ L'offre publique de rachat de titres de capital

L'offre publique de rachat permet à la société de racheter ses propres titres en vue de **réduire son capital social** dans une certaine proportion. Elle permet une distribution exceptionnelle de la trésorerie excédentaire de la société ainsi qu'une augmentation du bénéfice et actif nets par action.

### ■ L'offre à prix minimal (OPM)

Dans ce type d'offre, l'avis d'Euronext publié au moins cinq jours de bourse à l'avance, précisera :

- le nombre de titres émis à la disposition du marché ;
- le prix minimal en deçà duquel les actionnaires cédants ne sont pas vendeurs.

Tous les ordres seront servis à un cours unique établi par Euronext après confrontation des ordres d'achat et de vente.

### ■ L'offre à prix fixe (OPF)

La principale caractéristique de ce type d'offre est que l'émetteur propose ses titres sur le marché à un **prix fixe**.

Ce prix sera appliqué indépendamment du nombre de titres demandés. Si le prix est en dessous de ce que le marché était prêt à payer, le cours augmentera fortement dans les premières séances post-introduction.

Plusieurs catégories d'ordres (A, B, C, etc.) existent. La catégorie A est servie en priorité.

Cette technique n'est plus fréquemment utilisée de nos jours.

## ■ L'offre à prix ouvert (OPO)

L'offre à prix ouvert (OPO) consiste à mettre des titres financiers sur le marché (placement auprès des particuliers) en fixant une fourchette de prix *a priori*. L'OPO est utilisée pour les particuliers alors que pour les institutionnels on utilise plutôt le mode placement (c'est-à-dire mise en place d'un livre d'ordre). Le prix de l'OPO est défini à la fin de l'offre en fonction du résultat du placement. L'OPO est aujourd'hui la méthode la plus fréquemment utilisée pour le placement aux particuliers.

## 2.3. Les caractéristiques des offres publiques d'achat ou d'échange

C'est la procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir tous les titres d'une société inscrite sur un marché réglementé.

Dans la pratique, les sommes à investir atteignent de tels montants que seules des personnes morales (entreprises ou banques) pratiquent de telles opérations.

La détention de 30 % du capital d'une entreprise oblige l'acquéreur à déposer une offre publique auprès de l'AMF (cf. dans le Chapitre 12, *Les obligations d'information financière des sociétés cotées*, le paragraphe *L'information concernant le franchissement de seuil*).

### 2.3.1. Motivations

La **société acheteuse, dite « initiatrice »**, peut avoir conclu un accord avec les dirigeants de la **société dite « cible »**. On dit alors que **l'offre est amicale**. Il ne reste plus qu'à convaincre les autres actionnaires en leur proposant, généralement, une reprise de leurs titres à des **conditions attractives**.

La société initiatrice peut aussi lancer une offre par surprise ou contre le souhait des dirigeants de la société visée. On dit alors que **l'offre est inamicale ou hostile**.

Les motifs peuvent être les suivants :

- l'élargissement d'une part de marché ;
- l'acquisition d'une activité complémentaire ;
- un souhait de diversification ;
- l'élimination d'un concurrent.

### 2.3.2. Financement

Il pourra être réalisé par :

- prélèvement sur la trésorerie de l'entreprise acheteuse ;
- un crédit accordé par des banques commerciales ;
- l'émission d'un emprunt ;
- une augmentation de capital (notamment dans le cas d'une offre publique d'échange).

Dans tous les cas de figures, l'AMF précise que l'établissement présentateur de l'offre garantit le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur.

### 2.3.3. Réglementation

L'AMF est désormais la seule autorité de contrôle des offres publiques pour les émetteurs français dans le cadre d'une fusion et acquisition.

Son champ de compétence territoriale est très large puisqu'il couvre les sociétés dont le siège statutaire est établi dans l'Espace économique européen (Union européenne, Islande, Liechtenstein et Norvège).

La société initiatrice doit obligatoirement consulter son comité d'entreprise avant le dépôt du projet d'offre à l'AMF.



## 2.3.4. La procédure normale

### ■ Dépôt du projet d'offre auprès de l'AMF

#### • Le dossier

Le dossier doit contenir les éléments suivants :

- l'objectif poursuivi par l'initiateur ;
- le nombre de titres de la société cible déjà détenus par l'initiateur ou de concert ;
- éventuellement, le seuil de caducité de l'offre, c'est-à-dire le nombre minimal de titres devant être présentés à l'offre pour que l'initiateur y donne une suite positive ;
- le prix proposé (pour une offre publique d'achat) ou les parités d'échange (pour une offre publique d'échange).

Au plus tard lors de son dépôt à l'AMF, le projet d'offre doit être publié par l'initiateur. Dès ce communiqué, l'AMF peut demander à Euronext la **suspension de la cotation** des titres de la société cible. La reprise des cotations intervient après la publication de l'avis de conformité de l'AMF.

#### • La note d'information

L'initiateur doit aussi déposer un **projet de note d'information** qui sera publiée par l'AMF après son accord. Cette note d'information de l'initiateur doit comporter les éléments suivants :

- l'identification de l'initiateur ;
- l'exposé de ses intentions pour les mois à venir ;
- le teneur de l'offre, justifiant prix ou parité ;
- les conditions de financement ;
- les accords éventuels (si action de concert).

L'AMF oblige la société initiatrice à faire une offre sur **la totalité des titres donnant un accès immédiat ou différé au capital** de la société cible.

Ceci implique :

- les actions ordinaires ;
- les actions de préférence ;
- les valeurs mobilières composées donnant un accès différé au capital : les obligations convertibles, échangeables ou remboursables en actions (ou CI), les obligations à bons de souscription d'actions ;
- les bons de souscription d'actions.

La société peut faire cette offre alors qu'elle ne possède encore aucun titre. Il s'agit, en effet, de placer tous les actionnaires sur un pied d'égalité et l'AMF y veille à travers sa réglementation.

#### • La déclaration de non-conformité de l'offre

À compter de la publication des principales dispositions de l'offre publique, l'AMF dispose d'un **délai de dix jours** pour contrôler la régularité des transactions et de l'information aux actionnaires minoritaires ainsi que **la conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui équivaut à un visa de la note d'information**.

Cette note d'information, rédigée par la société « initiatrice » est publiée dès son dépôt à l'AMF et dans un journal d'information financière à diffusion nationale.

#### • Le dispositif anti-rumeur, l'offre interdite

À défaut de communication des caractéristiques du projet d'offre publique dans le délai imparti ou, en l'absence de dépôt, les sociétés potentiellement acquéreuses et concernées par des rumeurs d'offres publiques sont réputées ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'offre et elles sont donc soumises aux mêmes dispositions que les personnes ayant déclaré leurs intentions de ne pas déposer de projet d'offre.

Il leur est alors **interdit de déposer un projet d'offre dans les six mois** suivant la date initiale fixée pour la communication de leurs intentions.

Il leur est également interdit, pendant ce même délai, de se placer en situation les obligeant à déposer un projet (détenue de 30 % du capital).

En outre, elles doivent déclarer immédiatement tout accroissement de participation d'au moins 2 % du capital ou des droits de vote dans la société cible potentielle.

- **La note en réponse de la société cible**

En l'absence de désignation d'un expert indépendant, la société cible dépose sa note de réponse auprès de l'AMF, cinq jours de bourse après la déclaration de conformité.

Lorsqu'un expert indépendant a été désigné, le projet de note en réponse doit être déposé au plus tard le vingtième jour de bourse suivant le début de la période d'offre.

Comme pour le projet d'offre, le projet de note en réponse est mis aussitôt à la disposition du public, sur le site Internet de l'AMF.

**L'AMF dispose d'un délai de cinq jours** de bourse suivant le dépôt de la réponse de la société cible pour délivrer la **déclaration de conformité** sauf dans le cas de la désignation d'un expert indépendant.

À compter de l'accord de l'AMF, la société cible doit communiquer sa note à l'initiateur. Une publication dans au moins un quotidien d'informations économiques et financières est obligatoire.

- **L'ouverture et le déroulement de l'offre**

L'offre est ouverte dès le lendemain de la publication dans un journal financier de la note d'information et de la note en réponse de la société cible agréés par l'AMF de manière à ce que le marché dispose de la totalité de l'information.

L'AMF fixe et publie le calendrier de l'offre, soit les dates d'ouverture, de clôture et de publication des résultats ; ces résultats lui sont transmis par l'entreprise de marché (Euronext en France).

**La durée de l'offre ne peut être inférieure à 25 jours de bourse, sans pouvoir excéder 35 jours de bourse.**

Les actionnaires de la société visée adressent leurs ordres **révocables** jusqu'au jour de clôture inclus, auprès des intermédiaires qui les transmettent à Euronext.

## ■ L'offre concurrente

Une offre concurrente est une offre publique émanant d'une personne physique ou morale agissant seule ou de concert avec d'autres et portant sur la même société que celle visée par l'offre initiale.

L'initiateur de l'offre concurrente doit déposer sa demande à l'AMF **au moins cinq jours avant la clôture** de l'offre initiale.

À chaque nouvelle offre publique concurrente, Euronext publie un avis de suspension des cotations.

Cette démarche rend nuls et non avenue les ordres de présentation des titres à l'offre antérieure.

L'initiateur de l'offre antérieure fait alors connaître à l'AMF, dans un délai de cinq jours de bourse :

- s'il maintient son offre ;
- ou s'il modifie les termes de son offre (généralement par une surenchère).

## ■ Les surenchères

Une surenchère représente une augmentation du premier prix proposé et accepté par l'AMF. Pour être déclarée recevable, une offre publique concurrente ou une surenchère doit améliorer significativement les conditions antérieurement proposées d'au moins 2 % si l'offre est en numéraire.

Ainsi l'initiateur peut renchérir sur les termes de son offre précédente, même en l'absence d'une offre concurrente.

Dans ce cas, Euronext publie un avis de dépôt de surenchère.

Les actionnaires ont à choisir entre plusieurs offres sauf si le ou les initiateurs précédents ont retiré leur offre.

L'initiateur peut renoncer à son offre publique dans le délai de cinq jours de négociation suivant la publication d'une offre ou d'une surenchère concurrente.

## ■ Le résultat de l'offre

Le résultat de l'offre est constaté par Euronext et publié par l'AMF **neuf jours de négociation** au plus tard après la date de clôture. L'avis précise le résultat de l'opération, à savoir :

- une « offre sans suite » si le nombre de titres présentés est inférieur au nombre minimal que s'était imposé l'initiateur. Dans ce cas, les titres sont restitués aux actionnaires, l'AMF publie la date de cette restitution ;
- une « offre positive » (le nombre de titres acquis est alors publié).

## 3. L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT (OPR)

L'offre publique de retrait est un droit de retrait offert aux minoritaires lorsque :

- le marché des titres devient trop étroit ;
- les actionnaires majoritaires veulent radier les titres de la cote ;
- des modifications substantielles des statuts, de la forme, des actifs ou de l'activité de la société sont envisagées.

### 3.1. Les cas les plus courants prévus par l'AMF

- La société est contrôlée à hauteur de 90 % des droits de vote par un actionnaire, agissant seul ou de concert. La demande de retrait peut être présentée :
  - par un actionnaire minoritaire qui, ainsi, saisit le Conseil pour que l'actionnaire majoritaire fasse une offre ;
  - par l'actionnaire (ou le groupe) majoritaire qui déposera un projet d'offre de retrait visant la totalité des titres de capital (ou donnant accès au capital) non encore détenus par lui.
- La société, qui est contrôlée à hauteur de  $\frac{2}{3}$  des droits de vote par un ou plusieurs actionnaires, passe en société en commandite par actions.

### 3.2. Déroulement de l'offre

L'initiateur doit déposer un projet de note d'information soumise au visa de l'AMF et publiée par elle. La note précise les éléments d'appréciation du prix, les caractéristiques de la société visée, les motifs, conditions et conséquences de l'opération ainsi que les modalités de son financement.

Cette opération est réalisée par achat sur le marché au prix de l'offre pendant une période de dix jours de négociation minimum.

L'entreprise de marché, Euronext, centralise les ordres et publie les résultats de l'offre de retrait.

L'initiateur précise alors à l'AMF s'il se réserve la faculté, à l'issue de l'offre et en fonction des résultats, de demander que l'ensemble des titres restant – quelle que soit leur nature – de la société visée soit radié du marché.

## 4. L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT OBLIGATOIRE

L'offre publique de retrait obligatoire a été introduite par la loi du 31 décembre 1993. Elle oblige les actionnaires à rendre leurs titres.

Dans le cas d'une offre publique de retrait normale, les actionnaires ont en effet le choix de conserver leurs titres. Il en résulte une liquidité encore plus faible du titre à l'issue de l'offre et c'est la société elle-même qui cherche sa radiation.

## 4.1. Conditions

Le retrait obligatoire est obligatoirement consécutif à une offre de retrait simple. Bien que le retrait obligatoire reste un choix pour la société, cette faculté est largement utilisée par les sociétés.

### ■ Prix proposé

Il sera au moins égal au prix de l'offre de retrait. L'initiateur doit fournir une évaluation des titres effectuée selon des méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs.

Pour une plus grande équité, l'initiateur devra aussi faire appel à un expert indépendant, méthode dite de *fairness opinion* dans les pays anglo-saxons. L'AMF considère que ne peut être considérée comme indépendante une personne ayant accompli une mission rémunérée au service de l'initiateur dans les deux années précédant l'opération.

## 4.2. Déroulement de l'offre

L'AMF doit approuver le choix de l'expert indépendant et formuler une décision favorable sur le retrait obligatoire. La société doit publier un avis dans un journal d'annonces légales du lieu de son siège social.

Les fonds destinés au rachat des titres sont bloqués durant dix ans, dans un compte ouvert à cet effet, dans un établissement centralisateur.

Les actionnaires minoritaires sont crédités du montant leur revenant et, en contrepartie, l'actionnaire majoritaire reçoit les titres restants.

En l'absence d'identification des actionnaires (comme dans le cas de certaines successions), les fonds sont versés à la Caisse des dépôts et consignations au-delà de ce délai de dix ans et pour une période de trente ans.

## 4.3. L'expertise indépendante et l'attestation d'équité

### 4.3.1. Offre obligatoirement soumise à expertise indépendante

La société visée doit désigner un expert indépendant si :

- la société cible est contrôlée par l'initiateur avant le lancement de l'opération ;
- les dirigeants de la cible ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- l'actionnaire qui contrôle la cible n'apporte pas ses titres à l'offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres ;
- il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur son prix ou sa parité ;
- l'offre porte sur des instruments financiers de natures différentes ;
- l'acquisition de la cible est rémunérée autrement que par des espèces ou des actions ;
- une augmentation de capital réservée, avec décote, est réalisée et permet à un actionnaire d'obtenir le contrôle de la société visée.

### 4.3.2. La finalité de l'expertise indépendante

Pour être choisi, l'expert indépendant ne doit pas, lui-même, être en conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre et leurs conseils, notamment :

- absence d'intervention de façon répétée avec les établissements présentateurs de l'offre ;
- absence de tout lien passé ou futur susceptible d'affecter son indépendance et donc son jugement.

## ■ Le rapport d'expertise

Son élaboration, compte tenu de la complexité de l'opération et de la qualité des informations à fournir, requiert au minimum un délai de quinze jours de bourse.

L'émetteur doit le diffuser aux actionnaires au moins dix jours avant l'Assemblée générale appelée à autoriser l'opération.

## ■ Association des experts indépendants

Les experts indépendants doivent appartenir à une association professionnelle reconnue par l'AMF.

L'association doit, notamment, déposer un Code de déontologie des principes fondamentaux à respecter par ses membres.

## 4.4. Le placement privé

Le placement privé désigne une émission de titres (ou un prêt) qu'une entreprise choisit de réserver à un nombre limité d'investisseurs.

Depuis 2013, le placement privé est encadré par une charte de bonne conduite :

- le placement privé doit être souscrit et libéré à l'émission ;
- il est remboursable *in fine* ou par amortissement ;
- les contrats types sont de droit français.

Cette pratique du placement privé est plus souple qu'une offre au public de titres financiers, soumise aux contrôles de l'AMF et exigeant un recours à la publicité.

C'est donc une solution alternative à la fois pour :

- des entreprises qui n'ont pas accès aux marchés obligataires conventionnels. Le placement privé leur permet de placer leurs dettes à long terme sans l'obligation de dévoiler des informations financières sensibles ;
- des investisseurs institutionnels souhaitant accroître la rentabilité de leurs placements dans des conditions de sécurité assurées.

## 5. LES ÉLÉMENTS SUR LES INTRODUCTIONS EN BOURSE

### 5.1. Les introductions en bourse d'actions

Il y a **trois façons de réaliser une introduction d'actions en bourse** mais dans chacun des cas, les **actions sont proposées au public pour la première fois**. C'est en cela qu'il s'agit donc bien d'une **introduction**.

- **La première possibilité** revient à mettre en vente, dans le public, **une partie des actions existantes non cotées**. Ici l'introduction se réalise sans changement de taille du capital donc sans création de titres nouveaux. C'est une **nouvelle répartition du capital**.
- **La deuxième possibilité** consiste à **augmenter le capital en numéraire**, sans que les actionnaires anciens aient à se dessaisir d'une partie de leurs titres. Le capital change de taille car il y a « émission » de titres nouveaux.
- **La troisième possibilité** est une **introduction mixte** qui combine les deux possibilités précédentes et qui est **la méthode la plus courante**.

### 5.2. Les principaux motifs d'une introduction en bourse

Les motifs qui incitent une société à s'introduire en Bourse sont d'ordres divers cependant on les peut regrouper en trois grandes catégories.

#### ■ Raisons économiques

Pour une entreprise, la raison principale d'une introduction en bourse est **un besoin de financement** pour développer son activité.

## ■ Raisons patrimoniales

Dans le cas d'entreprises familiales, la **succession peut poser des problèmes** d'ordres divers. Deux possibilités peuvent se présenter :

- trouver un actionnaire « de poids » souhaitant entrer dans le capital ;
- s'introduire en bourse et céder des titres à une multitude d'actionnaires.

## ■ Raisons liées à l'image de marque

Lors d'une introduction, l'**impact de notoriété est toujours important**. Il est admis que les sociétés cotées sont parmi les meilleures du secteur d'activité qu'elles représentent.

### 5.3. Les conditions d'admission sur le marché d'Euronext

**En France**, c'est l'**entreprise de marché** (Euronext) qui **détient le pouvoir de décider l'admission d'une valeur à la bourse française**.

Seules les **sociétés anonymes** et les **sociétés en commandite par actions** peuvent être admises à la cotation sur un marché boursier.

Après avoir délibéré sur la demande d'admission, le Conseil d'administration d'Euronext notifie sa décision à l'AMF qui dispose alors d'un délai de cinq jours à réception de cette notification pour s'opposer à la décision d'admission.

La durée de validité d'une décision d'admission est de trois mois.

Ce pouvoir de décision s'applique :

- aux titres de sociétés françaises ;
- aux titres de sociétés étrangères d'un pays membre de l'OCDE<sup>221</sup>.

**Le dossier d'admission diffère suivant le marché de cotation.** Euronext propose en France **trois marchés différents** (cf. dans le Chapitre 9, *Les lieux et les modes d'exécution des ordres*) :

- **le marché réglementé**, Euronext ;
- **le système multilatéral de négociation** (SMN) organisé et non réglementé, Euronext Growth (ex-Alternext).

Une société peut accéder à Euronext Growth soit par :

- **cotation directe**, si elle produit un document d'information non visé par l'AMF mais similaire au prospectus et justifie d'un placement privé :
  - auprès d'au moins cinq investisseurs qualifiés,
  - dans les deux ans maximum précédant la cotation,
  - pour un montant minimum de cinq millions d'euros,
- **admission aux cotations** ;
- **le système multilatéral de négociation (SMN) non organisé et non réglementé, le Euronext Access** (ex-Marché libre) : l'introduction d'une valeur s'effectue à l'initiative et sous la responsabilité de l'intermédiaire chargé de la négociation. **Il n'assure pas la protection des actionnaires minoritaires.**

Afin de fournir des informations transparentes aux investisseurs, toutes les sociétés cotées sur les marchés réglementés d'Euronext et d'Euronext Growth sont tenues de déclarer dans leur intégralité les informations susceptibles d'influencer le marché de leurs titres.

En outre, toutes les entreprises doivent se conformer à la Directive européenne Transparence (31 décembre 2004 révisée juin 2013) conçue pour améliorer la transparence des informations des marchés de capitaux réglementés de l'Union européenne (cf. Chapitre 12, *Les obligations d'information financière des sociétés cotées*).

Ses principales dispositions portent sur :

- l'information financière : publication obligatoire de rapports financiers annuels et semestriels ;
- la déclaration des transactions des principaux actionnaires ;
- la diffusion et le stockage des informations réglementées.

<sup>221</sup> OCDE : Organisation pour la coopération et le développement économiques, cf. le glossaire pour une présentation de cette organisation.

	EURONEXT	EURONEXT GROWTH (ex-ALTERNEXT)		EURONEXT ACCESS (ex-Marché libre)
		Offre au public (accès aux investisseurs qualifiés et aux particuliers)	Placement privé (accès seulement aux investisseurs qualifiés)	
DOSSIER D'ADMISSION				
Documents généraux	<ul style="list-style-type: none"><li>• Prospectus européen visé par l'AMF</li><li>• Liste des établissements chargés du service financier</li><li>• Liste des membres du CA* ou CS*</li><li>• Composition de l'actionnariat</li><li>• Liste des actionnaires ayant acquis des titres depuis moins d'un an</li><li>• Rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne</li><li>• Liste d'initiés et comité d'audit obligatoires</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Prospectus européen visé par l'AMF ou document d'information sans visa en cas de placement privé de 2,5 Mds€ auprès de plusieurs investisseurs qualifiés certifiés sur 2 ans</li><li>• Liste des établissements chargés du service financier</li><li>• Liste des membres du CA* ou CS*</li><li>• Composition de l'actionnariat</li><li>• Liste des actionnaires ayant acquis des titres depuis moins d'un an</li><li>• Liste d'initiés et comité d'audit obligatoires</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Prospectus européen visé par l'AMF dans le cas d'un placement public</li><li>• Liste des établissements chargés du service financier</li><li>• Liste des membres du CA* ou CS*</li><li>• Composition de l'actionnariat</li></ul>	
Documents financiers	<ul style="list-style-type: none"><li>• États financiers certifiés sur 3 ans</li><li>• Principe du « say on pay » sur les rémunérations avec vote contraignant <i>ex ante</i> sur la politique de rémunération et <i>ex post</i> sur les rémunérations versées</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• États financiers sur 2 ans sans obligation de résultat positif</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• États financiers sur 2 ans (recommandé)</li><li>• Chiffre d'affaires minimum recommandé : 5 M€</li></ul>	
Documents juridiques	<ul style="list-style-type: none"><li>• Statuts mis à jour</li><li>• Procès-verbaux des AG* sur 3 ans</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Statuts mis à jour</li><li>• Procès-verbaux des AG* sur 2 ans</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Statuts mis à jour</li><li>• Procès-verbaux des AG* sur 2 ans</li></ul>	
ENGAGEMENTS PRIS PAR LES SOCIÉTÉS CANDIDATES				
Flottant	<ul style="list-style-type: none"><li>• 25 % du capital ou 5 % représentant au moins 5 M€</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2,5 M€</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2,5 M€ par an (3 investisseurs au minimum)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Pas de minimum</li></ul>
Suivi de la société	<ul style="list-style-type: none"><li>• Un <i>listing agent</i>**</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Un <i>listing sponsor</i>*** obligatoire</li></ul>		<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Listing sponsor</i>*** recommandé</li></ul>
Protection des minoritaires	<ul style="list-style-type: none"><li>• Publication des dix seuils (% du capital et/ou des droits de vote)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Publication des seuils : 50 % et 95 % du capital et/ou des droits de vote avec procédure d'offre publique obligatoire</li></ul>		<ul style="list-style-type: none"><li>• Pas de garantie</li><li>• Délit de manipulation de cours sanctionné par l'AMF</li></ul>
Obligations post introduction	<ul style="list-style-type: none"><li>• Comptes annuels (dans les 4 mois suivant la clôture de l'exercice) et comptes semi-annuels (dans les 2 mois)</li><li>• Chiffres d'affaires trimestriels</li><li>• Information sensible</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Comptes annuels (dans les 4 mois suivant la clôture de l'exercice) et comptes semi-annuels (revue limitée, dans les 4 mois)</li><li>• Information sensible</li></ul>		

\* CA : conseil d'administration, CS : conseil de surveillance, AG : assemblée générale

\*\* *Listing agent*, personne morale qui aide l'émetteur dans le processus d'admission à la cote de ses titres sur les marchés réglementés d'Euronext

\*\*\* *Listing sponsor*, coordinateur entre la société cotée et Euronext

## 5.4. Le Marché EnterNext

Le 23 mai 2013, Euronext a lancé officiellement une nouvelle filiale, EnterNext, localisée en France, ayant pour objet d'assurer la promotion et le développement du marché des PME-ETI de moins d'un milliard d'euros de capitalisation (cf. aussi dans le Chapitre 9, *Les lieux et modes d'exécution des ordres*).

Le périmètre d'EnterNext englobe les valeurs des compartiments B et C d'Euronext ainsi que celles cotées sur Euronext Growth pour chacun des pays de la zone Euronext, soit environ 750 valeurs.

## 5.5. Les modes de fixation du prix d'émission

Euronext dispose de trois procédures de première cotation :

- la cotation directe ;
- l'offre à prix minimal ;
- l'offre à prix ferme et sa variante l'offre à prix ouvert.

La première cotation des titres sera annoncée par un **avis d'Euronext** précisant :

- l'identité de la collectivité émettrice ;
- la liste des intermédiaires chargés de suivre l'opération ;
- le nombre, la nature et les caractéristiques des titres admis ;
- le prix stipulé par l'émetteur ou par les vendeurs ;
- la procédure de la première cotation choisie.

### ■ La cotation directe

Procédure peu utilisée, elle l'est essentiellement lors d'un transfert de titres d'un marché à un autre. La société introduit les titres à **un cours connu à l'avance** par les souscripteurs.

Cette procédure de cotation directe est la plus rapide en termes de délais d'annonce. Il suffit de deux jours de bourse pour annoncer l'introduction du titre, contre cinq jours pour les autres offres.

Il est nécessaire de suivre quotidiennement l'avancée de l'introduction afin de réévaluer éventuellement son prix d'offre.

La cotation directe est applicable dans les cas suivants :

- titres de sociétés françaises émanant de la fusion de sociétés déjà cotées ;
- titres de sociétés précédemment cotées sur Euronext Access (ex-Marché libre) ;
- titres de créances émis en France par un émetteur français ;
- valeurs étrangères cotées sur leur place d'origine.

De façon plus large, cette procédure s'applique à toute valeur assimilable à un titre déjà coté.

Elle est réalisée dans les conditions de négociation et de cotation habituellement pratiquées sur le marché.

L'avis d'Euronext indique :

- le nombre de titres offerts ;
- le prix minimum pour les vendeurs ;
- la fourchette de variation maximale autorisée (selon les usages  $\pm 10\%$ ) ;
- la réduction maximale pouvant être appliquée par ordre (minimum 4 %) ;
- si les ordres d'achat peuvent être libellés à cours limité ou au marché.



## 6. LES OPÉRATIONS SUR TITRES (OST)

Les opérations sur titres regroupent tous les événements relatifs à la vie des titres d'un émetteur, qu'il s'agisse d'obligations ou d'actions.

Les opérations sur titres résultent des informations fournies par l'émetteur, notamment le pourcentage de participation. Le teneur de compte conservateur recense les bénéfices et diffuse à l'émetteur l'information réglementaire selon la nature de l'opération.

### ■ Deux grands types d'opérations sur titres

#### • Les opérations sur titres automatiques ne nécessitant pas l'accord des titulaires des titres

Il s'agit des opérations qui s'imposent au titulaire suite à une décision de l'émetteur seul ou bien après décision de l'Assemblée générale des actionnaires. Figurent dans ces opérations, sans que la liste soit exhaustive, les dividendes, les intérêts, les remboursements, les regroupements d'actions, etc.

#### • Les opérations optionnelles nécessitant l'intervention des titulaires des titres

Les clients doivent faire connaître leur volonté. Figurent au rang de ces opérations, sans que la liste soit exhaustive, les émissions de titres avec droit préférentiel de souscription ou par attribution de bons de souscription, les paiements de dividendes ou d'intérêts avec option titres, etc.

Les opérations sur titres peuvent avoir plusieurs origines, prendre plusieurs formes, être automatiques ou optionnelles. Certaines interviennent à date « fixe » (coupons, remboursements). D'autres sont exceptionnelles (souscription, offre publique d'achat...).

### ■ Les acteurs

- La société émettrice initie les opérations.
- Le centralisateur est l'intermédiaire financier désigné par l'émetteur pour réaliser l'opération sur titres.
- Le teneur de compte conservateur enregistre tous les événements dans la vie du portefeuille et fait valoir les droits du porteur, de l'information à la comptabilisation des opérations.
- Le dépositaire central gère les flux en fonction des positions des différents teneurs de compte conservateur.
- Les diffuseurs de données (FININFO – TELEKURS) sont des entités qui, selon des modalités définies, transmettent un certain nombre d'informations des sociétés, cours, coupons, opérations sur titres, etc.).

### ■ Au niveau européen

Un ensemble de standards OST de distribution et d'organisation a été défini. Chaque pays s'est engagé à les déployer dans ses infrastructures. L'adaptation à ces standards constitue un prérequis pour que le marché puisse rejoindre « Target 2 Securities ».

### ■ Les formes d'opérations sur titres

Opérations sur titres de distribution (espèces et titres)	Opérations sur titres distribution espèces
	Opérations sur titres distribution titres (avec ou sans option)
Opérations sur titres de réorganisation	<ul style="list-style-type: none"><li>• Détachement de coupon</li><li>• Paiement de dividendes</li><li>• Paiement d'intérêts</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Paiement optionnel (titres / espèces)</li><li>• Coupon à option de réinvestissement</li><li>• Attribution gratuite avec détachement de droit</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Assimilation</li><li>• Division</li><li>• Remboursement</li><li>• Souscription avec ou sans détachement de droit</li></ul>

## 6.1. Les dividendes

### 6.1.1. Définition

Lorsqu'une société réalise des bénéfices, ceux-ci sont d'abord soumis au taux de l'impôt sur les sociétés. Le montant du dividende est proposé par le Conseil d'administration et l'assemblée générale des actionnaires doit alors se prononcer sur l'affectation de la somme restant après impôt.

Deux solutions existent :

- **distribuer** cette somme aux actionnaires ;
- **la mettre en réserve**, la société conservant ainsi cette somme pour ses **besoins de financement**.

Dans la majorité des cas, le bénéfice après impôt est pour partie mis en réserve et pour partie distribué aux actionnaires.

La somme revenant ainsi à chaque action s'appelle le **dividende**. Ce dividende est par nature fonction des résultats de l'entreprise, et **n'est pas identique d'une année sur l'autre**. **C'est la raison pour laquelle l'action se définit comme une valeur à revenu variable.**

### 6.1.2. Le paiement du dividende

Depuis 1983, les sociétés peuvent proposer à leurs actionnaires **une option pour le paiement du dividende en espèces ou en actions nouvelles**. **L'Assemblée générale ordinaire vote l'option** qui est ensuite exercée par chaque actionnaire.

Dans la grande majorité des cas, les dividendes prennent la forme d'un versement en numéraire. Une entreprise ne réalisant pas de bénéfices peut tout de même verser un dividende annuel. Dans ce cas, elle doit puiser dans ses réserves.

## 6.2. Le *split*

Une société qui juge le cours en bourse de son titre trop élevé peut procéder à une division de la valeur nominale de ses actions, opération que les anglo-saxons appellent un *split*.  
Il n'y a pas d'augmentation de capital.

Un *split* rend donc la valeur unitaire de l'action plus faible et favorise l'accès à la valeur mobilière pour les particuliers. On dit que cette opération sur titres augmente la liquidité du titre.

Exemple : une société a émis 200 000 titres qui cotent 100 € chacun, soit un capital de 20 000 000 €. Elle décide de diviser la valeur par 5 soit 20 €

- mais dans le même temps, elle multiplie le nombre de titres par 5
- soit 1 000 000 de titres.

Le capital est toujours de 20 000 000 € = 1 000 000 titres x 20 €.

## 6.3. Les variations de capital

### 6.3.1. Les augmentations de capital

Pour faire face à l'augmentation de ses besoins financiers, l'entreprise pourra décider d'augmenter son capital social, valeur de référence. C'est le minimum de valeur au-dessous duquel la société ne devrait pas descendre.

Les augmentations de capital peuvent prendre deux formes :

- l'augmentation de capital en numéraire ;
- l'augmentation de capital à titre gratuit.

## ■ L'augmentation de capital en numéraire

Par cette procédure, l'entreprise décide d'émettre des actions nouvelles dont la valeur nominale sera la même que celle des actions anciennes mais dont le prix de souscription sera proche du cours de la bourse, néanmoins inférieur à celui-ci.

- **Le droit préférentiel de souscription des actionnaires**

À chaque action ancienne est attaché un droit de souscription qui permet à l'actionnaire de participer à l'augmentation de capital et donc de ne pas diluer sa part dans le capital nouveau. Ce **droit préférentiel de souscription est négociable**. Les cours des droits de souscription varient en fonction de l'offre et de la demande et sont naturellement influencés par la tendance du marché.

En cas de décision de suppression du droit préférentiel de souscription soit par l'assemblée générale soit dans les statuts, **les actionnaires anciens voient leur participation diminuer mécaniquement au profit des actionnaires nouveaux**.

Cependant :

- **les actions à créer** doivent conférer les mêmes droits que les anciennes, donc leur être **assimilables** ;
- il peut être prévu un **délai prioritaire de souscription dont la durée minimale est fixée à cinq jours** de bourse. Ce délai représente un substitut partiel au droit préférentiel de souscription car il n'est pas négociable n'étant pas un instrument financier.

## ■ L'augmentation de capital à titre gratuit

Les réserves constituées par la société peuvent être incorporées au capital social. Cette façon de procéder constitue aux yeux des tiers une garantie sur la solvabilité de la société. Elle permet aussi d'accroître la liquidité du marché.

Deux modalités peuvent être retenues :

- **Élévation de la valeur nominale**

L'augmentation de capital issue de cette procédure se traduit par un transfert comptable dans les livres de la société. Elle laisse le nombre d'actions existant inchangé et n'a pas de répercussion sur le cours de Bourse.

- **Distribution d'actions gratuites**

La société va émettre gratuitement des actions nouvelles qui seront délivrées aux actionnaires anciens.

**À chaque action ancienne est attaché un droit d'attribution négociable en bourse**. En général, **il reste coté très longtemps** et, même s'il cesse de l'être, l'actionnaire ne saurait le perdre puisque la loi l'autorise à en demander le produit pendant 30 ans.

Les cours des droits d'attribution varient, aussi, en fonction de l'offre et de la demande et sont influencés par la tendance du marché.

### 6.3.2. Les augmentations de capital optionnelles

Celles-ci peuvent prendre trois formes.

- Le paiement du dividende en actions (voir les détails dans le paragraphe *Dividende supra* de ce même chapitre).
- Les obligations convertibles ou échangeables en actions, exemple, les OCÉANES (pour les détails voir le Chapitre 7, *Les instruments financiers et les risques*).
- Les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) (pour les détails voir le Chapitre 7, *Les instruments financiers et les risques*).

### 6.3.3. Les réductions de capital

Les réductions de capital d'une société cotée en bourse peuvent s'effectuer de deux façons :

- offre publique de rachat ;
- programme de rachat.

Dans les deux cas, l'opération doit être validée par l'assemblée générale.

## ■ Présentation

Décidé lors d'une Assemblée générale extraordinaire, elle doit porter sur un nombre de titres déterminé qui **ne peut dépasser le seuil de 10 % du capital par période de vingt-quatre mois**. Le rachat pour annulation d'actions **n'est autorisé que sur les marchés réglementés** (Euronext) et non pas organisés comme Euronext Growth.

## ■ Intérêts des actionnaires

**Le rachat destruction** améliore, **à court terme et mécaniquement, le bénéfice par action**. Il est potentiellement de nature à entraîner une hausse des cours de bourse.

## 7. LE RÉGIME DES RACHATS D'ACTIONS

L'émetteur doit respecter quatre conditions :

- vouloir réduire le capital ;
- couvrir certaines obligations ;
- informer le marché ;
- intervenir conformément à la réglementation.

## ■ Objectifs du rachat d'actions

L'émetteur ne peut utiliser un tel régime que pour répondre à l'un des deux objectifs suivants :

- réduire le capital de l'émetteur ;
- lui permettre de couvrir des obligations liées à des titres de créances ou des programmes de *stock-options* ou toute autre forme d'allocations aux salariés.

## ■ Information du marché

L'émetteur doit publier toutes les opérations effectuées dans le cadre du programme de rachat d'actions, au plus tard le septième jour de bourse suivant leur date d'exécution.

## ■ Conditions d'intervention

Le Règlement européen impose :

- une contrainte sur le prix d'intervention : l'émetteur doit racheter les actions à un prix supérieur à celui de la dernière opération indépendante ;
- que le volume des opérations de rachat ne représente pas plus de 25 % du volume quotidien moyen des actions négociées sur le marché réglementé.

## ■ Les restrictions

Les émetteurs ayant lancé un programme de rachat d'actions devront s'abstenir de céder des actions propres pendant toute la durée du programme.

## Pour aller plus loin

### ■ Directive européenne Transparence, 31 décembre 2004, révisée en juin 2013

### ■ AMF :

- Règlement général
- Panorama synthétique des principales obligations des émetteurs, guide à destination des ETI / PME, obligations sur les marchés Euronext et Euronext Growth (ex-Alternext), octobre 2017

### ■ Règlement d'EURONEXT