

Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Vice-président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Actualité réglementaire

Fesco - Stabilization and allotment : a european supervisory approach

Consultative paper n° 00-099b, 15 septembre 2000 ; voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 1057 et suiv.

Le fonctionnement du marché primaire reste souvent méconnu. Sans doute est-ce dû à ses spécificités parmi lesquelles il faut mentionner l'importance des pratiques et des usages des banques internationales. Pourtant, le montant des capitaux échangés en font un segment particulièrement important des marchés de capitaux. Doit-on y voir l'une des raisons qui ont motivé les régulateurs européens réunis au sein du Fesco pour tenter d'encadrer les pratiques propres à ce marché ? L'on doit, à cet égard, se féliciter de l'initiative de ces régulateurs dans la mesure où ils se sont intéressés à des opérations qui jusqu'alors faisaient l'objet d'une réglementation quasi-inexistante dans la plupart des pays de l'Union européenne. Le document élaboré par le Fesco s'inscrit plus largement dans la démarche qu'il s'est assigné de développer des approches communes dans le processus d'offre internationale d'instruments financiers : il porte sur deux pratiques qui jusqu'à présent manquent de transparence et sont susceptibles de générer inégalités et déséquilibres : la stabilisation (ou régulation) de cours et les allocations dans le cadre du placement de titres.

Stabilisation. Celle-ci est définie par le Fesco comme tout achat ou offre d'achat de titres émanant d'un prestataire de services d'investissement impliqué dans l'offre publique, afin de soutenir le cours, et qui, dès lors que les règles nationales sont respectées, ne constitue pas une pratique abusive de marché (l'on notera que le Fesco s'est parallèlement attaché à définir les pratiques de marchés abusives dans un autre document – Fesco 99-0961 – «Market Abuse» – que nous étudierons dans une prochaine chronique). Il est ici nécessaire de rappeler dès à

présent que les interventions de stabilisation sont faites, avant toute autre considération, dans l'intérêt du marché et principalement des investisseurs. Les propositions établies par le Fesco s'appliquent tant aux titres de capital ou donnant accès directement ou indirectement au capital, qu'aux titres de dette. Les régulateurs précisent dès l'introduction que les opérations de stabilisation sont nécessaires pour le marché pour au moins trois raisons : elles préviennent l'accentuation de la chute des cours en cas d'ordres de vente massifs ; elles contribuent à la définition de prix pertinents ; elles contribuent également au processus de distribution en améliorant la confiance des investisseurs quant à la liquidité du marché sur des prix plus stables. Mais, dans le même temps, la stabilisation peut avoir des effets néfastes pour le marché : en effet, elle affecte la formation des prix et donc porte en germe une manipulation de cours ; de plus, le stabilisateur peut bénéficier d'informations privilégiées, ou peut abuser de sa situation pour diffuser de fausses informations ; et enfin l'investisseur n'est pas toujours informé du recours à la stabilisation et du risque sur les cours que fait peser un éventuel retrait du stabilisateur. Tous ces éléments convergent vers la nécessité de dégager des standards de marché qui mettraient le prestataire de services d'investissement à l'abri des délits et manquements boursiers précités et qui assureraient une meilleure information de l'investisseur. Les standards proposés par le Fesco sont les suivants :

- la stabilisation ne peut intervenir que dans le cadre d'une offre primaire ou secondaire afin de soutenir le prix des titres sur le marché secondaire sur une durée limitée commençant après la première cotation. Deux limites encadrent ces autorisations : une limite de temps, dans la mesure où ces opérations sont restreintes à 30 voire 60 jours à partir du début du *trading* ; une limite de prix, dans la mesure où les opérations de stabilisation doivent être réalisées au-dessus du prix d'offre. Si les titres achetés dans ce cadre peuvent être utilisés en vue de couvrir une «sur-allocation», cela ne doit pas perturber la formation des prix ;

- une entité unique au sein du syndicat doit assumer la responsabilité de la stabilisation ;
- la possibilité de mettre en œuvre des pratiques de stabilisation doit être mentionnée dans le prospectus d'émission. Les activités de stabilisation doivent être révélées au marché et enregistrées. Le prospectus doit révéler les accords de stabilisation, leur nature optionnelle, leur durée, l'identité du *stabilization manager*. Les transactions doivent être publiquement identifiables comme venant de ce dernier, à moins que leur globalité soit annoncée en fin de séance ;
- l'option de «sur-allocation» ne peut être exercée que dans les cas prévus à cet effet ; la «sur-allocation» et l'option de «sur-allocation» doivent figurer dans le prospectus. A cet égard, le Fesco propose deux définitions : la «facilité de «sur-allocation» est entendue comme l'attribution de titres supplémentaires par l'émetteur aux membres du syndicat dans les conditions de l'émission originale ; l'«option de «sur-allocation»» (souvent appelée en pratique «*Greenshoe option*», du nom de la première société à en avoir bénéficié), pour sa part, est définie comme la possibilité offerte au syndicat d'acheter un certain nombre de titres auprès de l'émetteur, au prix initial, sur un intervalle limité après la fin de la période d'offre. En général, la «faculté de «sur-allocation»» porte sur 15 % de l'offre initiale. L'«offre de «sur-allocation»», pour sa part, est souvent exercable entre 30 et 60 jours à compter de la fin de l'offre. Deux scénarios se présentent alors : soit le prix de marché a baissé en dessous du prix d'offre ; dans ce cas la position «*short*» est couverte à partir de titres acquis sur le marché. Soit le prix de marché est au-dessus du prix d'offre ; dans ce cas l'option dite de «*greenshoe*» est exercée, et l'émetteur émet le nombre de titres requis pour financer la «sur-allocation».

Stabilisation et «sur-allocation» sont liées : dans un sens positif, car la possibilité de faire face à une demande plus importante régule les cours ; dans un sens négatif, car la mise en place de la «facilité de «sur-allocation»» non couvertes par une «option de «sur-allocation»» fait courir un risque au prestataire qui peut être tenté de mettre en œuvre sa mission de stabilisation pour faire fléchir le cours en vue de se procurer les titres sur le marché. Le Fesco déduit de ces observations qu'il convient de mettre en place une certaine transparence sur ces pratiques. C'est ainsi qu'il estime que le prospectus d'émission doit mentionner l'existence d'une «facilité de «sur-allocation»» et d'une «*greenshoe*» en indiquant le nombre de titres affectés à ces options, et les périodes d'exercice de l'option, étant entendu que l'option de «sur-allocation» ne peut être exercée que si les titres ont été alloués aux bénéficiaires de l'option.

Les règles proposées par le Fesco consistent en une synthèse de ce qui peut être considéré comme les meilleures pratiques sur les marchés primaires, notamment aux Etats-Unis d'Amérique et en Grande-Bretagne. En France, les opérations de stabilisation étaient réglementées par le Règlement Cob n° 90-04 qui instituait une présomption de légitimité des opérations sous réserve du respect de certaines conditions. Son abrogation par le Règlement 98-03 relatif aux procédures de rachat d'actions par une société dans le cadre d'un programme de rachat a laissé un vide en matière de stabilisation dans la mesure où ce dernier Règlement ne

s'applique pas aux opérations sur le marché primaire. D'une manière générale, les professionnels du marché primaire sont favorables à une clarification minimale des règles devant entourer la stabilisation, et ce afin d'éviter d'encourir le risque d'être sanctionné, et ce d'autant plus depuis l'abrogation du Règlement Cob n° 90-04. Toutefois, le souhait des professionnels réside dans une réglementation qui en resterait au stade des principes et la détermination d'un cadre général, afin d'éviter que ces règles, en devenant trop contraignantes par rapport aux nécessités de mise en œuvre d'une politique de stabilisation, aillent ainsi à l'encontre de l'objectif poursuivi, incitant les professionnels à ne plus prévoir de mécanismes de stabilisation. L'exemple le plus flagrant de règles trop strictes, au risque d'être contre-productives, réside dans l'obligation d'un «*reporting*» quotidien à destination du marché, mis à la charge de l'agent en charge de la stabilisation. En effet, le principe même d'une publicité, quant à l'existence d'un mécanisme de stabilisation, peut inciter certains investisseurs à prendre des positions spéculatives intégrant l'intervention de l'agent au titre de la stabilisation dont il est chargé. L'objectif d'un «*reporting*» ne doit pas être la recherche d'une transparence envers le marché, mais la transparence à l'égard des autorités leur permettant d'exercer un contrôle a posteriori. En effet, le résultat d'une stabilisation s'apprécie sur plusieurs jours, voire sur plusieurs semaines ; si bien qu'une information brute, transmise au public au jour le jour, pourrait aboutir à un effet inverse à celui recherché, en portant à sa connaissance des positions isolées porteuses d'informations parcellaires et qui en tout état de cause peuvent ne pas être représentatives de la stratégie de stabilisation poursuivie par l'agent sur la durée.

Allocation. Les propositions du Fesco relatives à la réglementation des pratiques d'allocation de titres ne concernent que les seuls titres de capital et titres équivalents. Le placement de titres dans le public peut conduire à privilégier certains investisseurs ou types d'investisseurs plutôt que d'autres. Le Fesco reconnaît qu'un traitement équitable des investisseurs ne s'oppose pas à ce que l'émetteur accorde ou non un traitement préférentiel à certains groupes d'investisseurs ou à certains investisseurs. Si la stabilisation des cours à l'issue d'une introduction en bourse ne bénéficie plus aujourd'hui en France d'un encadrement réglementaire, tel n'est pas le cas des pratiques d'allocation de titres qui font l'objet de la décision CMF n° 2000-01 relative aux règles de bonne conduite lors des introductions en bourse (cf. cette chronique, *Banque & droit* n° 71, p. 34).

L'on distingue schématiquement deux pratiques d'allocation de titres selon les pays : la première pratique permet un traitement préférentiel des clients du chef de file ; la deuxième méthode exige au contraire un traitement égalitaire de tous les investisseurs. Selon le Fesco, quelle que soit la méthode, les pratiques d'allocation doivent respecter les principes suivants : premièrement, les investisseurs doivent être traités équitablement ; deuxièmement, le mode d'allocation des titres doit être indiqué dans le prospectus, et troisièmement enfin, les résultats de l'offre et des allocations de titres doivent être rendus publics. S'agissant plus particulièrement de la répartition des titres dans le cadre de l'allocation, le texte des régulateurs précise que la classification doit être effectuée selon des critères clairs, le processus d'allocation devant être

transparent : ainsi, une seule personne doit être en charge de la répartition des titres au sein du syndicat, le choix de la méthode de répartition – qui doit être identique tout au long de la procédure – doit se faire en tenant compte des caractéristiques du marché. Le texte proposé prévoit deux niveaux de transparence, l'une vis-à-vis du public, et l'autre vis-à-vis des autorités de régulation. Vis-à-vis du public, le Fesco prévoit que le volume définitif de l'offre ainsi que les allocations entre différentes tranches soient rendus publique à la fin de la période d'offre. Si des traitements préférentiels ont été annoncés dans le prospectus, la tranche allouée doit être révélée. Un état de la demande doit également être produit (en cours d'offre sur une base volontaire). Vis-à-vis du régulateur, le document précise que les bénéficiaires de la «*free retention*», des programmes «*friends and family*» et les allocations aux employés des membres du syndicat doivent leur être communiquées.

S'agissant du pré-placement des titres avant l'ouverture de la période d'offre, il est indiqué que les opérations de pré-placement, qui doivent être publiques, doivent mentionner dans le prospectus, les éléments suivants : les principaux critères d'allocation ; les conditions de modification des tranches («*claw-back*») ; les méthodes d'allocation pour la tranche investisseurs particuliers ; une cible minimale par personne ; le traitement préférentiel de certains investisseurs, et le pourcentage de l'offre qui leur est réservé ; le traitement préférentiel des clients du chef de file ; le montant réservé pour la «*free retention*» (qui peut être définie comme le contingent de titres laissé à la totale et complète discrétion du chef de file, hors méthodes d'allocation) ; les conditions de suspension de l'offre et celles de restitution de l'excès payé par les clients.

En définitive, le texte proposé par le Fesco s'inspire assez largement de la réglementation française en la matière. Si ces propositions ne posent pas de difficultés particulières vis-à-vis de la clientèle de personnes physiques, elles ne semblent toutefois pas du tout adaptées à la clientèle professionnelle. A cet égard, l'on peut rappeler les règles et pratiques en vigueur sur le marché français : s'agissant des allocations faites aux investisseurs institutionnels dans le cadre d'un placement garanti, les dispositions concernant la construction du livre d'ordres et les critères d'allocation font l'objet d'une description synthétique dans les prospectus d'opération en France. Cette présentation, qui peut varier suivant les types d'opération, paraît dans l'ensemble correspondre à ce qui doit être donné aux investisseurs sur les procédures de traitement de la demande. S'agissant des allocations faites aux particuliers, dès lors que l'opération est centralisée par une entreprise de marché, les règles de répartition des titres en vigueur sur le marché français garantissent aux investisseurs, quel que soit l'établissement auprès duquel ils choisissent de déposer leurs ordres, un traitement strictement égalitaire de la demande avec un maximum de transparence. Il faut noter en outre que cette technique, tout en assurant, avec la plus grande rigueur et en toute transparence, le respect du principe de traitement équitable, est d'une grande souplesse dans son application et permet d'effectuer des allocations différenciées selon des modalités relativement sophistiquées : réservations, souscriptions prioritaires et/ou octroi d'avantages spécifiques pour certaines catégories, plafonnements, etc.

Il serait donc tout à fait opportun, à l'échelle européenne, de retenir ce standard pour les opérations visant un large public. Cette recommandation ne doit cependant pas remettre en cause la possibilité prévue par Fesco de réserver une tranche du placement garanti au traitement de la demande des particuliers. Il faut simplement reconnaître que, dans ce cas, les techniques d'allocation mises en œuvre, pour les particuliers, n'ont probablement pas le même degré d'efficacité et de rigueur qu'une centralisation des demandes effectuée par une entreprise de marché sous le contrôle du régulateur. ■