



Communication CBFA_2010_29 du 20 décembre 2010

Déroulement des offres publiques d'obligations corporate

Champ d'application:

Les "bonnes pratiques" dont question ci-dessous sont applicables aux offres publiques d'obligations corporate qui se déroulent en Belgique.

Résumé/Objectifs:

A l'occasion de certaines offres publiques d'obligations corporate récentes, la CBFA a été avisée de problèmes liés au déroulement de l'offre, à savoir principalement, la réception d'ordres avant l'ouverture officielle de l'offre publique, l'impossibilité pour les investisseurs particuliers de souscrire aux guichets des membres du syndicat de placement alors que le prospectus prévoit que l'offre est ouverte au public sans restrictions, le non-respect du délai légal de mise à disposition du prospectus et l'utilisation de la notice visée à l'article 31 du règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE, ci-après "le règlement 809/2004", à des fins promotionnelles. La CBFA a dès lors décidé de publier un ensemble de "bonnes pratiques" afin d'apporter une solution aux problèmes constatés.

Madame,
Monsieur,

1. Introduction

A l'occasion de certaines offres publiques d'obligations corporate récentes, la CBFA a été avisée de problèmes liés au déroulement de l'offre, à savoir principalement, la réception d'ordres avant l'ouverture officielle de l'offre publique, l'impossibilité pour les investisseurs particuliers de souscrire aux guichets des membres du syndicat de placement alors que le prospectus prévoit que l'offre est ouverte au public sans restrictions, le non-respect du délai légal de mise à disposition du prospectus et l'utilisation de la notice visée à l'article 31 du règlement (CE) n°809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE, ci-après "le règlement 809/2004", à des fins promotionnelles.

La CBFA a dès lors décidé de publier un ensemble de "bonnes pratiques" afin d'apporter une solution aux problèmes constatés. Le respect de ces "bonnes pratiques" fera l'objet d'une évaluation à intervalle régulier.

En vue de l'élaboration de ces "bonnes pratiques" la CBFA a procédé à une consultation auprès des principaux intermédiaires financiers actifs dans ce segment en Belgique.

La CBFA renvoie également aux dispositions de la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés (ci-après "la loi du 16 juin 2006") et de l'arrêté royal du 17 mai 2007 relatif aux pratiques de marché primaire (ci-après "l'arrêté royal du 17 mai 2007") qui s'appliquent aux offres publiques d'obligations.

On rappellera enfin que les banques et les entreprises d'investissement sont tenues de gérer les différents conflits d'intérêts qui peuvent se poser en leur sein dans le cadre d'offres publiques¹ ainsi que, lorsqu'elles fournissent des services d'investissement à des clients, de respecter l'ensemble des règles de conduite prévues en droit belge. Ceci implique notamment qu'elles doivent, en vertu de l'article 27, § 1er, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après "la loi du 2 août 2002"), agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts desdits clients. Il s'agit là d'un devoir général de diligence qui doit guider les banques et les entreprises d'investissement dans leurs contacts avec leurs clients.

2. "Pré-souscriptions" reçues avant l'ouverture officielle de l'offre publique et avant la mise à disposition du prospectus provoquant une clôture anticipée de l'offre à très bref délai.

Dans le cadre de certaines offres publiques d'obligations, des investisseurs particuliers se sont plaints de ne pas avoir pu obtenir d'obligations alors qu'ils se sont présentés aux guichets d'une banque membre du syndicat de placement à la première heure le jour de l'ouverture de l'offre. Par ailleurs, certaines offres ont été clôturées de manière anticipée quelques heures après leur ouverture officielle.

D'après les explications fournies par les intermédiaires financiers consultés, il semblerait que les banques acceptent que des clients fassent part de leur intention de souscrire à l'offre par courriel, sms ou téléphone quelques jours avant l'ouverture de l'offre, et ce dès la parution de l'avis annonçant l'offre dans la presse ou suite à l'envoi de documents promotionnels relatifs à l'offre. Ces "pré-souscriptions" ne peuvent cependant pas être introduites dans le système avant l'ouverture de l'offre et elles sont donc encodées par le personnel de l'agence dès l'ouverture de l'offre. Ceci peut expliquer que les clients qui se présentent aux guichets le matin de l'ouverture de l'offre n'obtiennent plus de titres.

La CBFA considère que ce système de "pré-souscriptions" doit en réalité être assimilé à la réception de souscriptions en dehors de la période d'offre, et souvent à un moment où le prospectus n'est pas encore disponible, ce qui constitue une offre irrégulière.

L'empressement à souscrire à ce type de placement, relativement rare et souvent apprécié par les investisseurs, semble être en partie généré par la méthode d'allocation des obligations qui prévoit que les souscriptions sont servies dans l'ordre où elles arrivent (méthode d'allocation dite "first come, first served").

La CBFA relève que les campagnes marketing faites en amont de l'offre accentuent le problème des présouscriptions. Celles-ci sont autorisées toutefois par la Directive Prospectus et la loi du 16 juin 2006 à condition que les informations données soient compatibles avec les informations devant figurer dans le prospectus si celui-ci est publié ultérieurement (article 58 de la loi du 16 juin 2006) et que celui-ci soit effectivement mis à la disposition du public en temps utile.

C'est pourquoi la CBFA recommande aux intermédiaires d'adopter des règles d'allocation qui permettent d'éviter les problèmes liés à la méthode "first come, first served", telle qu'appliquée actuellement, et qui mettent tous les investisseurs potentiels sur un pied d'égalité.

La CBFA estime qu'une méthode d'allocation basée sur un système de réduction proportionnelle des ordres en cas de sursouscription permet de rencontrer ces préoccupations.

Les banques identifient comme problème potentiel à un système d'allocation impliquant une réduction proportionnelle des ordres le fait que les clients risquent de gonfler leurs ordres afin d'être certains d'obtenir la quantité de titres souhaitée. Ce risque ne doit pas être surévalué: dans les offres d'actions où ce problème s'est posé au début de la décennie, il y a eu une auto-régulation. Par ailleurs, il appartient aux intermédiaires d'attirer l'attention de leurs clients sur le risque de recevoir une position disproportionnée par rapport à la taille de leur portefeuille. Enfin, l'on pourrait suggérer de demander aux clients de payer au moment de la souscription afin d'éviter le risque de gonflement des ordres, comme ce fut le cas pour certaines offres d'actions.

Certains estiment que la taille des coupures, qui est généralement de EUR 1000, risque d'empêcher une flexibilité totale dans la réduction proportionnelle. Néanmoins, la taille des coupures ne semble pas être un obstacle à une réduction proportionnelle étant donné, d'une part, que les ordres sont généralement d'un montant assez élevé dans ce type d'offres et, d'autre part, qu'il pourrait être prévu de donner une

¹ Articles 20bis, § 2, de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et 62bis, § 2, de la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement.

allocation minimum égale à EUR 1000 ou un multiple de EUR 1000. Par ailleurs, le fait de prévoir une allocation minimum aurait également pour avantage de limiter tout risque d'aboutir à des positions trop petites en cas de réduction proportionnelle.

D'autres déplorent le fait que les intermédiaires qui ne sont pas membres du syndicat de placement ne sont pas tenus par les règles d'allocation du prospectus.

La CBFA admet qu'une méthode d'allocation basée sur un système de réduction proportionnelle n'est pas totalement dénuée d'inconvénients, mais ces inconvénients paraissent moins graves en ce qui concerne la protection des investisseurs que ceux identifiés dans le cadre de la méthode "first come, first served". En effet, une allocation proportionnelle permet:

- de donner plus de temps aux investisseurs pour s'informer et prendre leur décision en connaissance de cause;
- de traiter tous les clients d'une même banque de manière équitable conformément à ce qu'implique l'article 27, § 1er de la loi du 2 août 2002;
- d'éviter les offres irrégulières faites sans prospectus.

Indépendamment du choix de la méthode d'allocation, il convient par ailleurs d'informer le public sur la manière dont l'allocation se déroulera afin d'assurer une certaine prévisibilité. Ainsi, il faudra veiller à ce que le prospectus soit très clair sur la méthode d'allocation choisie et sur la manière dont elle sera appliquée en pratique, sans cependant que l'on doive donner les détails qui par leur nature ne sont déterminables qu'au vu des résultats de l'offre.

Il conviendrait également de publier les résultats de l'offre et les clés de répartition retenues afin d'assurer la transparence du processus d'allocation.

La CBFA est consciente du fait que le passage d'une méthode d'allocation "first come first served" à une méthode impliquant une réduction proportionnelle des ordres peut nécessiter des adaptations en termes d'organisation chez les intermédiaires concernés. Elle s'attend toutefois à ce que ces intermédiaires prennent les mesures nécessaires le plus rapidement possible, et en tous cas dans un délai raisonnable.

Recommandation:

La CBFA recommande aux intermédiaires d'adopter des règles d'allocation qui permettent d'éviter les problèmes liés à la méthode "first come, first served", telle qu'appliquée actuellement. Plus concrètement, il convient d'adopter une méthode qui ne conduise pas à des situations d'offres irrégulières faites sans prospectus et qui permette un traitement équitable des clients tant en termes d'accès à l'information que d'accès à l'offre.

La CBFA estime qu'une méthode d'allocation basée sur un système de réduction proportionnelle des ordres en cas de sursouscription permet de rencontrer ces préoccupations. Ce type de méthode d'allocation peut le cas échéant être aménagé afin d'en améliorer l'efficacité (par exemple en prévoyant une allocation minimum afin de tenir compte de la taille des coupures offertes ou afin de permettre une allocation de taille suffisante à chaque investisseur pour éviter les positions trop petites). Par ailleurs, afin d'éviter tout risque de gonflement des ordres par les clients qui craignent une réduction, la CBFA recommande aux intermédiaires d'attirer l'attention de leurs clients sur le risque de recevoir une position disproportionnée par rapport à la taille de leur portefeuille ou à leurs capacités financières. Les intermédiaires pourraient également envisager de demander à leurs clients de payer au moment de la souscription afin de limiter ce risque.

Si l'allocation doit néanmoins être faite dans l'ordre des souscriptions, par exemple dans le cas d'une offre revêtant un caractère international, il convient de ne pas accepter de souscriptions ou de marques d'intérêt pouvant s'assimiler à une souscription avant l'ouverture de l'offre et la mise à disposition du prospectus. Il convient en effet de respecter les dispositions légales concernant la mise à disposition du prospectus et de mettre tous les investisseurs potentiels sur un pied d'égalité.

Indépendamment du choix de la méthode d'allocation, il convient par ailleurs d'informer le public sur la manière dont l'allocation se déroulera afin d'assurer une certaine prévisibilité. Ainsi, il faudra veiller à ce que le prospectus soit très clair sur la méthode d'allocation choisie et sur la manière dont elle sera appliquée en pratique, sans cependant que l'on doive donner les détails qui par leur nature ne sont déterminables qu'au vu des résultats de l'offre.

Dans un souci de transparence, la CBFA recommande également d'assurer une publication des résultats de l'offre et des clés de répartition retenues afin de permettre aux investisseurs de comprendre le processus d'allocation.

Enfin, la CBFA rappelle que les campagnes marketing faites en amont de l'offre sont certes autorisées par la Directive Prospectus et la loi du 16 juin 2006 dès que l'autorité compétente pour l'approbation du prospectus a été saisie d'une demande d'approbation (art. 64 de la loi du 16 juin 2006), mais à condition que les informations données soient compatibles avec les informations devant figurer dans le prospectus si celui-ci est publié ultérieurement (art. 58 de la loi du 16 juin 2006) et que celui-ci soit effectivement mis à la disposition du public en temps utile.

3. Impossibilité pour les clients de détail de souscrire aux guichets des membres du syndicat alors que le prospectus prévoit que l'offre est ouverte au public sans restrictions - Identification du public "cible".

L'on a constaté dans certaines offres que les clients de détail du "private banking" des membres du syndicat de placement ont généralement un accès privilégié à certaines offres obligataires qualifiées de "publiques" et qu'il est souvent très difficile, sinon impossible, aux autres clients de détail d'obtenir des obligations.

A cet égard, la CBFA rappelle que le prospectus et les communications à caractère promotionnel doivent indiquer clairement quel est le public visé par l'offre. Ainsi, par exemple, si l'offre est réservée à certaines catégories d'investisseurs, il convient d'en faire état dans le prospectus.

La majorité des intermédiaires consultés estiment cependant qu'il est généralement préférable de ne pas indiquer dans le prospectus que l'offre est réservée aux clients du "private banking". Il est en effet difficile d'anticiper leur intérêt pour une offre spécifique et l'on ne souhaite donc pas toujours indiquer que tout ou partie de l'offre est réservée au "private banking" afin de pouvoir placer les obligations auprès d'autres catégories d'investisseurs, si nécessaire.

D'autre part, le concept de "private banking" varie d'une banque à l'autre, ce qui peut constituer un obstacle supplémentaire à une mention dans le prospectus.

Cependant, la manière dont les placements se déroulent actuellement n'est pas acceptable car il semblerait que la règle d'allocation "first come, first served" qui prévaut dans les offres publiques obligataires n'est pas appliquée aux clients du "private banking" avec la même rigueur qu'aux autres clients de détail. Ceci est problématique sur le plan de l'égalité de traitement. Les intermédiaires sont en effet tenus d'assurer un traitement équitable de leurs clients².

La CBFA estime dès lors que, lorsque l'offre est publique sans que le prospectus opère une distinction entre différentes catégories d'investisseurs, les membres du syndicat de placement doivent adopter des mesures qui permettent d'ouvrir effectivement l'offre publique à tous les investisseurs sans distinction.

La CBFA constate que la méthode d'allocation "first come, first served" ne permet pas toujours d'atteindre cet objectif à l'heure actuelle.

Au contraire, une méthode d'allocation basée sur un système de réduction proportionnelle des ordres en cas de sursouscription, couplée à une période de souscription plus longue, devrait permettre aux clients de détail qui ne font pas partie du "private banking" de bénéficier d'une meilleure information sur l'offre, d'introduire leur souscription en temps utile et d'obtenir des titres dans le cadre de l'allocation.

² Article 27, § 1er de la loi du 2 août 2002.

Recommandation:

La CBFA recommande aux intermédiaires de veiller à ce qu'une offre qui est qualifiée de "publique", sans qu'une quote-part soit officiellement réservée dans le prospectus à une catégorie spécifique d'investisseurs, soit effectivement ouverte à tous les investisseurs aux mêmes conditions sans discrimination et à ce que les titres soient alloués de manière équitable.

La CBFA constate que la méthode d'allocation "first come, first served" telle qu'appliquée actuellement ne permet pas d'atteindre ces objectifs.

La CBFA recommande dès lors l'adoption d'une méthode d'allocation basée sur un système de réduction proportionnelle des ordres en cas de sursouscription, couplée à une période de souscription plus longue. Ceci devrait permettre à tous les clients de détail, en ce compris ceux qui ne font pas partie du "private banking", d'avoir le temps de s'informer sur les conditions de l'offre, d'introduire leur souscription en temps utile et d'avoir l'opportunité d'obtenir des titres dans le cadre de l'allocation. Les intermédiaires sont en effet tenus d'assurer un traitement équitable de leurs clients³.

Si une quote-part de l'offre est néanmoins réservée à certaines catégories d'investisseurs ou si certains bénéficient d'une priorité dans l'allocation, il convient d'en faire état dans le prospectus.

4. Non-respect du délai légal de mise à disposition du prospectus (art. 21, § 1er, al 1er de la loi du 16 juin 2006).

L'art. 14 de la Directive Prospectus prévoit que le prospectus doit être disponible dans un délai raisonnable avant l'ouverture de l'offre et précise que ce délai est de minimum 6 jours ouvrables avant la clôture de l'offre en cas d'IPO. S'inspirant de la réglementation belge en vigueur avant la transposition de la Directive prospectus, le législateur belge a choisi un délai de 3 jours ouvrables avant la clôture de l'offre comme délai raisonnable lorsqu'il ne s'agit pas d'une IPO.

Dans les faits, on constate cependant dans les placements obligataires les plus récents que le prospectus est rarement disponible pendant trois jours ouvrables avant la clôture de l'offre. A titre d'exemple, si la fixation du prix intervient le jeudi, le placard annonçant l'offre, en ce compris le prix, est publié dans la presse du samedi et le prospectus est mis à la disposition du public le lundi. L'offre étant parfois entièrement souscrite après quelques heures, les intermédiaires souhaitent clôturer celle-ci sans délai le lundi. En effet, vu la méthode d'allocation des obligations qui prévoit que les souscriptions sont servies dans l'ordre où elles arrivent, ils n'y a aucun intérêt à maintenir l'offre ouverte. L'on notera que dans certaines opérations, l'on a cependant annoncé que l'offre restait ouverte, et ce afin de satisfaire au prescrit de l'article 21, § 1er, al 1er de la loi, mais qu'aucune souscription ne serait plus acceptée. Ceci ne constitue évidemment pas une solution satisfaisante.

Dans l'état actuel de la législation, la CBFA ne peut qu'insister pour que le délai légal de mise à disposition du prospectus soit respecté, ce qui semble possible moyennant certaines adaptations aux pratiques actuelles.

Recommandation:

La CBFA rappelle aux intermédiaires que le délai légal de mise à disposition du prospectus, qui est de trois jours ouvrables avant la clôture de l'offre, doit être respecté. Par conséquent, dans l'hypothèse où le prospectus n'est pas disponible avant le début de l'offre, celle-ci devra rester effectivement ouverte pendant trois jours ouvrables et les souscriptions devront pouvoir être valablement introduites pendant trois jours ouvrables. Ceci implique que les souscriptions introduites durant toute la durée de l'offre devront être prise en compte lors de l'allocation des titres.

La CBFA recommande dès lors de prévoir des critères d'allocation permettant un traitement équitable des souscriptions reçues pendant toute la période d'offre. Tel sera par exemple le cas d'une méthode d'allocation basée sur un système de réduction proportionnelle des ordres en cas de sursouscription.

³ Article 27, § 1er de la loi du 2 août 2002.

Lorsque la méthode d'allocation des obligations prévoit que les souscriptions sont servies dans l'ordre où elles arrivent, la CBFA recommande aux intermédiaires de mettre le prospectus à la disposition du public au moins deux jours ouvrables avant le début de l'offre, et ce afin de satisfaire au prescrit légal. En effet, dans ce cas une clôture anticipée dès le premier jour de l'offre est possible en cas de succès. A cet égard, il est rappelé que l'article 27, § 1er de la loi du 16 juin 2006 permet de publier un prospectus ne contenant pas le prix de l'offre à condition de mentionner le prix maximum ou les critères/conditions sur la base desquels le prix sera déterminé. Le prix définitif doit dans ce cas être déposé auprès de la CBFA et publié conformément aux modalités prévues pour la publication du prospectus.

La CBFA attire par ailleurs l'attention des intermédiaires sur le fait qu'une offre réalisée sans prospectus est irrégulière et elle renvoie également à cet égard à l'article 12, § 3 de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la Directive concernant les marchés d'instruments financiers en vertu duquel avant de souscrire à une offre publique, le client de détail existant ou potentiel doit être informé par la banque ou l'entreprise d'investissement des modalités selon lesquelles le prospectus est mis à la disposition du public, ce qui implique que ce prospectus soit disponible pour ledit client.

5. Interdiction de souscrire pour compte propre.

Il est rappelé aux intermédiaires financiers que l'article 7 de l'arrêté royal du 17 mai 2007 prévoit que les membres du syndicat ne peuvent acquérir pour compte propre, directement ou indirectement, des instruments financiers faisant l'objet de l'offre publique lorsque celle-ci est entièrement souscrite ou sursouscrite, à l'exception des instruments financiers détenus dans le cadre d'une prise ferme ou d'une garantie de bonne fin.

Dans certains cas, il semblerait que le "trading desk" reçoive une position dans le cadre de l'offre lorsque l'on anticipe une forte demande pour les titres offerts. Cette position est généralement revendue avant l'admission des obligations à la négociation sur le marché secondaire (dans le "marché gris"), éventuellement à un prix supérieur au prix d'offre.

Cette pratique ne semble pas admissible au regard de l'article 7 de l'arrêté royal du 17 mai 2007 car il y a bien acquisition pour compte propre, même si la détention est limitée dans le temps.

La CBFA rappelle donc que l'interdiction formulée à l'article 7 l'arrêté royal du 17 mai 2007 est également applicable lorsque l'intention est de revendre les instruments de placement à brève échéance, que ce soit avant ou après leur admission à la négociation sur le marché secondaire.

Recommandation:

La CBFA demande aux intermédiaires de veiller à un respect strict des dispositions de l'arrêté royal du 17 mai 2007, et en particulier de l'article 7 de cet arrêté qui prévoit que les membres du syndicat ne peuvent acquérir pour compte propre, directement ou indirectement, des instruments financiers faisant l'objet de l'offre publique lorsque celle-ci est entièrement souscrite ou sursouscrite, à l'exception des instruments financiers détenus dans le cadre d'une prise ferme ou d'une garantie de bonne fin.

La CBFA rappelle que cette interdiction est également applicable lorsque l'intention est de revendre les instruments de placement à brève échéance, que ce soit avant ou après leur admission à la négociation sur le marché secondaire.

6. Notice versus communication à caractère promotionnel.

L'article 14 (3) de la Directive Prospectus prévoit que les Etats membres peuvent exiger la publication dans la presse d'une notice ayant pour objet d'annoncer de quelle manière le prospectus sera publié et où le public pourra se le procurer. L'article 31 du règlement 809/2004 définit de manière restrictive le contenu de cette notice, à savoir, l'identité de l'émetteur, le type, la catégorie et le montant des valeurs mobilières offertes, le calendrier de l'offre, la mention qu'un prospectus est publié et l'endroit où celui-ci est disponible.

Cette exigence de publication d'une notice dans la presse n'est applicable que lorsque le droit de l'Etat membre d'origine le prévoit: il convient donc d'examiner si le droit de l'Etat membre dont relève l'autorité qui a approuvé le prospectus exige des émetteurs qu'ils publient une notice.

Dans la pratique, l'on constate que certains intermédiaires publient un encart dans la presse pour annoncer l'offre et la mise à disposition du prospectus en prétendant qu'il s'agit de la notice visée à l'article 14 (3) de la directive. Cette "notice" contient généralement plus d'informations que ce qui est prévu par l'article 31 du règlement 809/2004 (elle contient généralement le coupon et, parfois, le prix de l'offre) et il y est fait usage de logos ou couleurs.

Lorsque cette notice n'est pas prescrite par le droit de l'Etat membre d'origine et qu'elle ne respecte pas le prescrit de l'article 31 du règlement 809/2004, la CBFA considère qu'il s'agit en réalité d'une communication à caractère promotionnel soumise à son approbation préalable et à laquelle les recommandations de la CBFA en matière de communications à caractère promotionnel s'appliquent.

Recommandation:

La CBFA recommande aux intermédiaires de respecter de manière stricte le prescrit de l'article 31 du règlement 809/2004.

Elle estime par conséquent que pourront seules être considérées comme notices au sens de la Directive Prospectus les encarts de presse qui répondent aux conditions suivantes :

- leur publication est prescrites par le droit de l'Etat membre d'origine;
- ils se limitent strictement aux informations visées à l'article 31 du règlement 809/2004;
- ils sont identifiées comme notice par le biais de leur intitulé;
- ils sont sobres et ne peuvent pas être confondues avec de la publicité en raison de leur présentation.

Nous vous prions d'agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos sentiments distingués.

Le Président,

Jean-Paul SERVAIS