



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

AVIS

*du Haut Comité Juridique de la
Place Financière de Paris (HCJP) en réponse
à la saisine du parquet général
de la Cour de cassation sur les financements
Equity alternatifs*

24 avril 2025



Haut Comité Juridique de la *Place Financière* de Paris

AVIS

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) a été saisi¹, le 6 mars 2025, par le Parquet général de la Cour de cassation d'une demande d'avis, au plus tard pour le 25 avril 2025, visant à éclairer la Cour de cassation sur la portée d'une décision à intervenir.

La question posée à la Cour de cassation est celle de savoir si les montages financiers par la voie d'augmentation de capital par exercice d'options (PACEO, ou *equity lines*) ou d'émissions d'obligations remboursables en numéraire ou en actions nouvelles avec bons de souscription d'actions attachés (ORNANE avec BSA) sont susceptibles de constituer une activité de prise ferme, service d'investissement soumis à agrément.

Dans ce contexte, il a été demandé au Haut Comité d'apporter un éclairage, non pas sur l'analyse du droit français, mais sur i) les législations, réglementations ou pratiques applicables en cette matière dans les autres pays de l'Union Européenne, aux Etats-Unis et au Royaume Uni, et notamment si un agrément, un contrôle ou une surveillance sont exercés par une autorité de régulation ou par les services de l'Etat considéré ; ii) l'importance économique et les acteurs de ces modes de financement (volume du marché, avantages et inconvénients, nationalité des entités proposant ces services...) et iii) plus généralement, toute information qui serait de nature à éclairer la Cour de cassation sur les conséquences, pour la place financière de Paris, de l'exigence ou non d'un agrément, par l'autorité de régulation, des sociétés proposant des programmes d'augmentation de capital par exercice d'options portant sur des titres donnant accès au capital, tels, notamment, que les ORNANE avec BSA.

Le groupe de travail constitué à cette fin a été composé de représentants de l'AMF et de l'ACPR, d'universitaires, d'avocats de cabinets internationaux, de représentants d'établissements financiers agréés pour fournir le service de prise ferme² et d'acteurs non agréés pour fournir ce service³. Il s'est appuyé sur les connaissances et l'expérience de ses membres, et a également interrogé plusieurs universitaires étrangers ainsi que d'autres praticiens.

¹ Cf. annexe 1.

² Dont certains ne fournissent pas ou plus de financements du type de ceux qui sont examinés dans le présent avis.

³ Dont certains fournissent des financements du type de ceux qui sont examinés dans le présent avis.



Les types de financements visés dans la demande d'avis présentent deux traits communs. D'une part, ils permettent à des sociétés cotées qui éprouvent des difficultés à accéder à des financements classiques (emprunt bancaire, émission d'obligations simples, émission d'actions par la voie d'une augmentation de capital directement auprès des investisseurs finaux), de bénéficier d'un financement différé, au fil de l'eau, que ce soit en émettant directement des titres de capital ou des titres de créance donnant accès au capital. D'autre part, le marché se voit ensuite proposer d'acquérir des actions qui ont été préalablement obtenues par le financeur à un prix décoté par rapport à la valeur de marché.

En dehors de ces traits communs, la structuration et le rôle du financeur⁴ diffèrent selon les types de financements.

- Certains sont des financements différés au fil de l'eau directement en capital.

Tel est le cas des programmes d'augmentation de capital par exercice d'options (PACEO®), ou *equity lines* (« lignes d'actions »), apparus aux Etats-Unis au milieu des années 1990 puis en France à partir des années 2000. Dans ces montages, une société émettrice émet des BSA au profit d'un intermédiaire, qui s'engage à exercer les bons et à souscrire, aux conditions prévues dans le contrat conclu avec l'émetteur, à un montant ou un nombre maximum d'actions, à un prix inférieur au prix du marché à ce moment-là. L'intermédiaire revend ensuite ces actions sur le marché.

De même, les transactions françaises dites « PACTTM»⁵ sont structurées comme une augmentation de capital réservée à un financeur. Après avoir souscrit l'augmentation de capital pour un prix inférieur au prix du marché, celui-ci revend les actions sur le marché d'une manière organisée et convenue à l'avance. L'émetteur reçoit d'emblée une partie limitée du produit de l'augmentation de capital (environ 20 %) - le reste étant séquestré et versé progressivement à l'émetteur dans la mesure où le financeur peut récupérer, par ses ventes d'actions sur le marché, le montant qu'il a initialement mis de côté. Il convient de noter que le financeur court le risque, en cas de chute brutale du cours de l'action, de perdre une partie du produit de l'augmentation de capital qui a été conservée par l'émetteur.

- D'autres sont des financements différés au fil de l'eau comprenant un titre obligataire (obligations convertibles ou remboursables en actions et leurs déclinaisons : ORA, OCA, OCEANE, ORNANE, avec ou sans BSA).

Dans ces montages, le financeur s'engage à souscrire, à la demande de l'émetteur, à des obligations convertibles (ou remboursables) en actions émises par tranches et pour un volume défini. Selon la façon dont l'opération est structurée contractuellement, l'exercice (par conversion ou remboursement des obligations en actions) est à la main de l'émetteur ou du financeur, à un prix d'exercice représentant une décote par rapport au prix du marché. Le financeur revend ensuite les actions sur le marché ou à des investisseurs. Dans certains cas, il souscrit en outre des BSA, qui représentent une source de rémunération potentielle supplémentaire à son profit.

D'autres montages (*equitization*) passent par la constitution d'une fiducie et l'émission de BSA, avec ce même mécanisme de mise sur le marché des actions sous-jacentes par le financeur, le produit de leur vente venant *in fine* rembourser certains créanciers parties au montage.

⁴ Sur l'emploi de ce terme, cf. *infra*, p. 3.

⁵ Programme d'Augmentation de capital à terme.



Enfin, il faut distinguer ces outils des *venture loans*, qui sont des prêts consentis avec un taux d'intérêt élevé en raison de la faible solvabilité de l'emprunteur et du risque encouru par le prêteur. Ils sont fréquemment assortis de BSA, dont l'exercice n'est pas lié au remboursement du prêt. Ils visent à offrir au financeur une source de rémunération supplémentaire à celle des intérêts du prêt. Ces prêts sont notamment proposés par des institutionnels comme la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et Bpifrance.

Afin de ne pas préjuger de la qualification juridique de leur activité, et de leur statut d'investisseur ou d'intermédiaire (régulé), qui fait précisément l'objet de la question soumise à la Cour de cassation, le terme, non juridique et neutre à cet égard, de « financeur », sera employé dans le présent avis. Les termes de « financements *equity* alternatifs » seront employés pour désigner l'ensemble de ces techniques de financement.

Conformément à la saisine du Parquet général de la Cour de cassation, le présent avis vise à apporter un éclairage en droit comparé (I), sur l'importance économique et les acteurs de ces modes de financements *equity* alternatifs (II), et sur les conséquences, pour la Place financière de Paris, de l'exigence ou non d'un agrément, par l'autorité de régulation, des financeurs proposant des programmes reposant sur l'émission de titres donnant accès au capital (III).

I. Droit comparé

L'étude de droit comparé menée par le groupe de travail porte sur les pays suivants : Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Italie, Pays-Bas, Suède.

Le présent avis synthétise les informations et opinions recueillies auprès d'avocats (Jones Day pour le droit américain et les bureaux du cabinet CMS - CMS Francis Lefebvre en France - en Belgique, Italie, Suède, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni) ainsi que, pour les droits anglais, allemand et italien, auprès d'universitaires. Compte tenu du bref délai imparti, les échanges avec certains de ces correspondants ont été informels ; certains correspondants ont produit des notes écrites, qui sont annexées au présent avis (cf. annexes 3 à 5).

Après un bref aperçu des opérations pratiquées dans ces pays (1), seront évoqués, au plan juridique, le statut du financeur (2) puis l'encadrement des financements *equity* alternatifs découlant d'autres règles, notamment du droit des sociétés (3).

1. La pratique dans les pays concernés

Bien que des transactions de ce type aient eu lieu dans ces pays, dans les années 2010 et/ou plus récemment⁶, les financements *equity* alternatifs ne semblent pas y avoir fait l'objet de publications académiques⁷.

Un reflux est observé dans certains de ces pays (notamment en Italie et au Royaume-Uni), les personnes interrogées identifiant plusieurs raisons possibles: i) la faillite de certaines des

⁶ Dans plusieurs de ces pays (Pays-bas, Suède, Italie), il semble qu'il y ait eu des transactions de ce type il y a quelques années (notamment dans les années 2010/2015 en Italie) mais qu'elles aient été plus rares récemment. Au Royaume-Uni, des transactions de ce type ont eu lieu aux cours des douze derniers mois mais elles sont moins répandues aujourd'hui.

⁷ Toutefois, au Royaume-Uni, la *UK Investment Association* et d'autres parties prenantes institutionnelles ont signalé les risques liés à la dilution excessive et au manque de transparence de ce type de montages financiers. Des juristes tels que les professeurs Ferran et Payne ont également discuté de la nécessité de garde-fous contre les stratégies de levée de capitaux susceptibles de saper la gouvernance d'entreprise ou de contourner la consultation des actionnaires.



sociétés qui avaient recours à ces types de financements; ii) une désaffection de la part des émetteurs du fait du coût pour eux de ces opérations et de leur effet dilutif ; et iii) le ralentissement de l'activité sur le marché boursier, la réduction du nombre de sociétés cotées et de la liquidité, dans le cas de l'Italie en particulier.

En Belgique, dans une communication publiée en février 2023 relative aux risques liés à l'émission d'obligations convertibles et autres *equity lines* par des sociétés cotées en difficulté financière (cf. annexe 6), l'autorité belge des marchés financiers (la FSMA⁸) indique avoir identifié le recours à ce type de financement par neuf sociétés cotées, principalement des *biotechs* ou des *medtechs* en difficulté. Les financeurs sont généralement des fonds étrangers spécialisés dans ce type de transactions.

Les *equity lines* sont pratiqués aux Etats-Unis, d'où ils proviennent. D'autres types d'opérations similaires y existent, telles les ATM. Une offre ATM (« *at the market* ») est une offre au public dans laquelle l'émetteur vend des titres de capital sur le marché par l'intermédiaire d'un intermédiaire réglementé (*broker-dealer*). Celui-ci ne souscrit pas les titres pour compte propre mais les vend sur le marché, au prix du marché. L'émetteur reçoit directement le produit de la vente, déduction faite de la rémunération de l'intermédiaire. La différence avec une augmentation de capital classique est que les actions sont vendues sur le marché «au fil de l'eau», c'est-à-dire que chaque vente constitue une augmentation de capital, minimale, distincte. Le droit des sociétés américain⁹ se prête à cette technique, dont on voit bien qu'elle est difficilement importable en France¹⁰.

Au Royaume-Uni, les opérations qui s'approchent le plus des financements de type OCABSA sont :

- d'une part, les accords PIPE (*Private Investment in Public Equity*)¹¹, qui impliquent un placement privé d'actions ou de titres convertibles (tels que des obligations convertibles ou des bons de souscription) par une société cotée à des investisseurs institutionnels sélectionnés ou à des investisseurs qualifiés, généralement avec une décote par rapport au prix du marché;
- d'autre part, des formes de financements structurés (y compris obligations convertibles, et/ou accords de souscription d'actions) connues au Royaume-Uni sous le nom de *Standby Equity Distribution Agreements* (SEDAs). Dans le cadre d'un SEDA classique, un investisseur accepte de souscrire à de nouvelles actions par tranches à la demande de l'émetteur, généralement avec une décote par rapport au prix du marché, et les revend sur le marché secondaire.

Les investisseurs qui participent aux structures PIPE et SEDA sont généralement des fonds d'investissement spécialisés, notamment des fonds spéculatifs et des véhicules de capital-investissement. Les entreprises qui ont recours à ce type de financements sont généralement des sociétés cotées (souvent sur un système multilatéral de négociation tel que l'AIM (*Alternative Investment Market*)) à petite capitalisation, pour lesquelles l'accès au financement conventionnel et notamment aux marchés de capitaux est difficile, voire impossible, ou qui ont

⁸ Autorité des services et marchés financiers (*Financial Services and Markets Authority*).

⁹ Le terme est impropre s'agissant d'un état fédéral : il s'agit en réalité du droit des sociétés de chacun des états – très souvent celui du Delaware où sont constituées une grande partie des sociétés. Le droit des sociétés américain reconnaît le concept de capital autorisé, qui permet ce type d'émissions au fil de l'eau et qui n'est pas connu en droit français.

¹⁰ Certaines sociétés françaises cotées au NASDAQ en ont toutefois mis une place, mais avec l'idée que les « ventes » seraient d'une taille minimum et auprès d'un seul investisseur, qui achèterait ainsi un bloc d'actions directement auprès de l'émetteur plutôt que sur le marché.

¹¹ A noter que ce terme générique recouvre également les augmentations de capital réalisées par placement privé auprès de quelques investisseurs institutionnels, et qui n'ont aucune des caractéristiques négatives associées aux financements *equity* alternatifs discutés dans le présent avis.



besoin d'un financement flexible pour soutenir les opérations en cours, les acquisitions ou le fonds de roulement.

2. Statut du financeur

A la connaissance des personnes interrogées, la question de savoir si le financeur dans les financements *equity* alternatifs est soumis à un agrément, une autorisation réglementaire et/ou une surveillance quelconque n'a pas été soulevée à ce jour dans ces pays, et en tout cas n'a pas été tranchée par une juridiction dans un cadre contentieux. Ces financements ont pu donner lieu à du contentieux civil¹², administratif¹³ ou pénal¹⁴, et susciter des préoccupations de la part de certaines autorités de surveillance¹⁵ ou de certaines entreprises de marché, mais sans que cela ne donne lieu à une prise de position officielle quant à la nécessité d'un agrément.

En pratique, des opérations de ce type y sont structurées par des acteurs non réglementés.

Les avocats et universitaires interrogés estiment qu'**en droit allemand, en droit italien et au Royaume-Uni**, un agrément pourrait être jugé nécessaire si la question venait à se poser.

En droit allemand, l'analyse s'appuie sur les pratiques de la BaFin¹⁶, qui, si les financements *equity* alternatifs venaient à gagner en importance en Allemagne, pourrait être conduite à retenir la qualification de prise ferme dans certains cas, en fonction de différents indices tenant en particulier à la structuration contractuelle de l'opération et aux modalités de rémunération du financeur. Une telle approche s'autoriserait de la rédaction large de la définition des activités soumises à agrément dans la loi allemande, incluant « *la prise en charge d'instruments financiers à ses propres risques en vue de leur placement ou la prise en charge de garanties équivalentes (opération d'émission)* »¹⁷.

En droit italien, l'analyse s'appuie sur la rédaction de la Loi consolidée italienne sur la finance¹⁸, qui, au titre des services d'investissement, vise le service de « *prise ferme et/ou placement* », telle qu'interprétée par l'autorité italienne des marchés financiers. Dans une communication de 2014¹⁹, la CONSOB²⁰ considère qu'il résulte de ces termes que la « *prise ferme uniquement* » est en soi un service d'investissement réglementé, indépendamment du fait qu'une activité de placement soit également exercée ou non. Par conséquent, la prise ferme seule, lorsqu'elle implique un engagement ferme vis-à-vis de l'émetteur et qu'elle est qui plus

¹² Notamment en Italie. Il semble qu'au Royaume-Uni, ces questions soient généralement abordées de manière préventive par le biais de normes de gouvernance d'entreprise et par le contrôle des investisseurs institutionnels, plutôt que dans un cadre contentieux (cf. annexe 3).

¹³ Avec notamment des sanctions pour manquement aux obligations déclaratives ou pour manipulation de marché (diffusion d'information fausse ou trompeuse)

¹⁴ Par exemple, en Belgique, le fondateur de la société Pharmasimple a déposé plainte pour escroquerie, délit d'initié et manipulation de marché.

¹⁵ En Belgique, dans la communication de février 2023 précitée, la FSMA attire l'attention des investisseurs, sur les risques de dilution et de pression sur le cours liés à ces opérations (en s'appuyant sur l'étude publiée par l'AMF en 2022) et rappelle la responsabilité, en particulier en matière d'information, qui pèse sur les émetteurs qui ont recours à ce type de financement et les financeurs qui les proposent. La question du statut des financeurs n'est en revanche pas évoquée.

¹⁶ Autorité fédérale de surveillance financière (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*).

¹⁷ Traduction libre du § 2 para. 2 no. 2, Gesetz zur Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten (WPiG) : « *die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien (Emissionsgeschäft)* ».

¹⁸ Article 1^{er}, paragraphe 5, c) de la Loi consolidée italienne sur la finance.

¹⁹ CONSOB, Communication No. DIN/0019719 of 13 March 2014.

²⁰ Autorité italienne de surveillance des marchés financiers (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*).



est effectuée en vue de la revente ultérieure des titres souscrits, relèverait de la réglementation des services d'investissement et nécessiterait une autorisation préalable (cf. annexes 5 et 7).

Au Royaume-Uni, l'analyse développée dans la note annexée au présent avis (cf. annexe 4) considère qu'un financement PIPE ou SEDA, mis en œuvre par un fonds souscrivant des obligations convertibles en agissant pour compte propre mais à des fins de revente, pourrait être considéré comme de la négociation pour compte propre ou de la prise ferme, c'est-à-dire un service d'investissement au sens du *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA 2000) et du *FSMA Regulated Activities Order* (RAO) (*UK MiFID*), nécessitant un agrément si l'activité est exercée à titre habituel. Cette analyse s'appuie sur l'approche de l'autorité britannique (la FCA, *Financial Conduct Authority*) et l'interprétation du FSMA 2000 retenue par les tribunaux, qui ne s'arrêtent pas à la qualification ou aux termes employés par les parties mais privilégient une approche "substance over form".

Il est au demeurant relevé que dans la plupart des cas, les investisseurs PIPE et SEDA sont eux-mêmes agréés ou passent par un intermédiaire agréé.

Aux Etats-Unis, les *broker-dealers* qui interviennent dans les offres ATM sont enregistrés auprès de l'autorité fédérale des marchés financiers (la *Securities and Exchange Commission* (SEC)). Le *broker-dealer* est soumis à une responsabilité au titre de l'activité de prise ferme (cf. *infra*, I-3) bien qu'il ne souscrive pas les titres pour compte propre.

En revanche, les investisseurs qui souscrivent des *equity lines*, y compris sous la forme d'obligations convertibles, ne doivent pas nécessairement être des acteurs réglementés (et ne le sont généralement pas) ; le contrôle de ces opérations est réalisé d'autre manière (cf. *infra*, I-3 et annexe 3).

3. Encadrement et limites résultant d'autres règles

Outre les limites tenant au droit des entreprises en difficulté en cas de financement d'un émetteur dont la situation financière est dégradée, la structuration des financements *equity* alternatifs implique, **en droit allemand ou italien comme en droit anglais**, de composer avec les règles du **droit des sociétés**, en particulier:

- la nécessité de faire approuver en assemblée générale l'augmentation de capital ;
- la nécessité de supprimer le droit préférentiel de souscription (DPS) des actionnaires existants ;
- l'interdiction d'émettre des actions à un prix de souscription inférieur à leur valeur nominale (sauf exceptions).

Les personnes interrogées soulignent qu'**en droit allemand**, s'il est possible de donner délégation au conseil pour réaliser une augmentation de capital et de supprimer le DPS, les conditions strictes, tenant en particulier au plafond du montant de l'émission et aux limites quant au prix d'émission, ne sont guère favorables au développement de ce type de programmes de financement en Allemagne.

De même, **le droit italien** des sociétés encadre strictement les conditions dans lesquelles le DPS peut être supprimé et encadre la fixation du prix d'émission des actions nouvelles. La note annexée au présent avis souligne que les augmentations de capital réservées peuvent légalement incorporer des décotes modérées par rapport au prix du marché, et que des obligations convertibles ou des bons de souscription peuvent être structurés en conséquence. Toutefois, la capacité à mettre en œuvre de tels instruments de manière flexible, avec une décote agressive



assurant un niveau de rémunération qui reflète le risque supporté par le financeur, est limitée par les garanties procédurales et d'évaluation prévues par le droit italien des sociétés qui visent à empêcher une dilution injustifiée (cf. annexe 5).

En droit anglais des sociétés, également, l'émission d'actions par le biais d'instruments convertibles est autorisée, mais sous réserve de plusieurs garanties essentielles. Selon l'opinion annexée au présent avis, si la prohibition de l'assistance financière n'est pas susceptible d'être déclenchée par ce type de transactions, à moins qu'elles ne soient structurées de manière inappropriée, d'autres garde-fous sont susceptibles de limiter les abus liés aux financements *equity* alternatifs, notamment :

- au vu de la jurisprudence rendue à propos d'autres types d'opérations, l'émission d'actions dans le but principal de diluer le pouvoir de vote d'un groupe d'actionnaires particulier serait considérée comme constituant un usage abusif des pouvoirs des administrateurs ;
- il est peu probable que les tribunaux britanniques acceptent l'application de clauses de prix déterminées unilatéralement par l'investisseur ou qui pourraient être interprétées comme potestatives ou illusoires ;
- les PIPE impliquant des instruments convertibles doivent respecter les règles de cotation, y compris les seuils d'approbation des actionnaires pour les transactions impliquant une dilution importante ou un contrôle.

Selon cette analyse, si en droit anglais les montages de type PIPE ou SEDA ne sont pas en eux-mêmes illicites au regard du droit des sociétés, la surveillance de la FCA²¹, notamment au titre des règles de cotation, ainsi que les règles de droit des sociétés et de *corporate governance* en rendent l'utilisation agressive très difficile. Au regard de la jurisprudence relative aux obligations des administrateurs et au maintien du capital, l'auteur estime que si un contentieux venait à se développer, les tribunaux anglais apprécieraient probablement l'économie et l'équité du montage, en particulier si la contestation émane d'actionnaires minoritaires (cf. annexe 4).

Aux Etats-Unis, si les investisseurs qui souscrivent des *equity lines* ne sont pas des acteurs réglementés, l'utilisation de ce type de financement est encadrée par différentes règles (cf. annexe 3), en particulier :

- (i) la nécessité d'une autorisation des actionnaires (qui est par ailleurs moins fréquemment nécessaire qu'en France), découlant des règles du droit des sociétés mais aussi, pour les sociétés cotées sur le *New York Stock Exchange* (NYSE) ou le *Nasdaq Stock Market*, des règles de ces marchés, sous peine de radiation ;
- (ii) l'encadrement, par les règles des marchés et par la SEC, du cours minimum par action en deçà duquel le NYSE ou le Nasdaq peuvent procéder au retrait d'office de la cote ; en janvier 2025, la SEC a approuvé des modifications des règles de ces marchés visant à limiter le recours au regroupement d'actions pour contourner les limitations de cours, afin de prévenir les abus liés à des opérations excessivement dilutives²² ;

²¹ Financial Conduct Authority.

²² En substance, les sociétés cotées sur ces marchés doivent maintenir un cours de clôture moyen d'au moins 1,00 dollar par action pendant 30 jours de bourse consécutifs sous peine de radiation. Les émetteurs peuvent bénéficier d'un délai de grâce sous certaines conditions, mais pas s'ils ont procédé à des regroupements d'actions. Après la radiation, les titres de ces sociétés ne peuvent plus être négociés que sur les marchés de gré à gré (*Over-the-Counter*, OTC), ce qui offre moins de liquidité. Ces sociétés ne sont pas soumises à des restrictions concernant la négociation en dessous de 1 dollar par action ou la réalisation de divisions ou de regroupements d'actions.



- (iii) l'obligation pour l'émetteur d'enregistrer auprès de la SEC les nouvelles actions qui ont vocation à être vendues dans le public, conformément à la loi fédérale sur les valeurs mobilières²³ ; à cet égard, la SEC analyse l'émission d'obligations convertibles en actions comme une offre au public indirecte des actions, ce qui implique l'obligation d'enregistrer non seulement l'émission des obligations convertibles mais aussi la « revente » des actions résultant de la conversion ; or la SEC soumet le dépôt d'une déclaration d'enregistrement en vue de la revente des secondes alors que les premières n'ont pas encore été émises à des conditions strictes, requérant notamment que l'investisseur soit présenté dans le prospectus non seulement comme un actionnaire vendeur mais aussi comme un preneur ferme (ce qui n'implique pas d'exigence d'agrément mais des conséquences lourdes en termes de responsabilité, exposées au point suivant) ;
- (iv) la responsabilité de l'émetteur et du preneur ferme au titre des dispositions anti-fraude des lois américaines sur les valeurs mobilières ; les actions en responsabilité civile exercées par les investisseurs, plus fréquentes qu'en France, représentent un risque réel, du fait des actions de groupe (*class actions*) notamment ; en outre, toute personne participant à une « distribution » de titres peut être considérée comme un preneur ferme et à ce titre engager sa responsabilité en cas de manquement aux obligations d'information sur les risques (y compris de dilution) inhérents au type d'instrument vendu.

Il résulte ainsi des informations et opinions recueillies sur l'état du droit dans ces différents pays, que la question de savoir si le financeur, dans les financements *equity* alternatifs, est soumis à un agrément, n'est en l'état pas expressément tranchée. Il semble que si la question venait à être posée, un agrément pourrait être exigé, au moins dans certains cas. En tout état de cause, d'autres garde-fous, résultant du droit des sociétés et en particulier des règles de *corporate governance*, ou des règles des marchés de cotation des émetteurs qui recourent à ces financements, peuvent permettre de limiter les abus, s'agissant en particulier de l'effet dilutif.

II. Importance économique et acteurs de ces modes de financements

Grâce aux informations fournies par certains membres du groupe de travail, il a été possible de recenser les opérations de financements *equity* alternatifs effectuées en France par des sociétés cotées sur Euronext à Paris (sur le marché règlementé ou sur Euronext Growth) depuis plus d'une dizaine d'années. Sans prétendre à aucune exhaustivité (surtout pour les périodes les plus anciennes), le groupe de travail considère que cette liste est suffisamment complète pour être représentative et donner lieu à une analyse. Le détail figure en annexe 8.

Le nombre de sociétés examinées est de 100, pour nombre total de 217 opérations et un montant total de 3,6 milliards d'euros. Une remarque très importante doit être faite sur ce chiffre : il ne s'agit pas des montants effectivement levés, mais plutôt des montants que les financeurs et les sociétés annoncent vouloir lever. Les « tirages » sur ces montants maximum se font par tranches, et il n'est pas rare que seule une partie du montant annoncé soit effectivement utilisée.

²³ Des exemptions sont prévues, mais elles sont strictement interprétées ; l'exemption la plus utilisée implique une période de détention minimale d'au moins six mois avant la revente.



Le groupe de travail a donc choisi de parler de « montants annoncés ». Là d'ailleurs se trouve une première différence entre des opérations annoncées pour un montant raisonnable au regard de la taille de la société et de sa capitalisation, et celles qui le sont pour un montant disproportionné.

Un premier constat est que si la plupart des sociétés n'ont recours à ces opérations qu'une ou deux fois, certaines le font plus fréquemment (jusqu'à huit fois pour deux d'entre elles), et pas nécessairement avec le même financeur.

Un deuxième constat, par rapport aux critiques portées sur ces financements *equity* alternatifs, est que sur 100 sociétés, 25 ont ensuite fait l'objet d'une procédure collective, qui s'est terminée la plupart du temps par une liquidation. Les autres, soit 75 sociétés, ont pu poursuivre leur activité à la suite de ces financements.

Sur la période examinée (étant rappelé que les données portant sur les années les plus anciennes sont moins fiables), on observe une accélération de l'augmentation du nombre d'opérations à partir de 2017 et un « pic » de leurs montants annoncés en 2021. Cela est corroboré par les discussions que le groupe a pu avoir avec certaines sociétés qui ont souligné :

- d'une part, la difficulté à se financer sur les marchés financiers par les moyens classiques à la sortie de la crise du Covid-19 – et donc un recours accru aux financements *equity* alternatifs, et
- d'autre part, l'état très dégradé des marchés financiers ces deux dernières années, avec pour effet que même ces modes de financements alternatifs deviennent plus difficiles à trouver.

S'agissant des différents types de financements, ils ont été regroupés en trois catégories (sans que les frontières ne soient toujours nécessairement très étanches) :

- les OCABSA et montages similaires, c'est-à-dire avec un double niveau de dilution potentiel, via la conversion des obligations en actions et une tranche de BSA superposée ; ils représentent 43% des montants annoncés ;
- les obligations convertibles et montages similaires sans double niveau de dilution ; elles représentent 34% des montants annoncés ; et
- les « autres » montages, catégorie hétérogène qui comprend principalement les *equity lines*/PACEO® mais aussi d'autres montages et qui représente 23% des montants annoncés.

En termes de secteurs d'activité, les 100 sociétés de l'échantillon ont été regroupées comme suit :

- les sociétés du secteur « biotechnologies et biopharma », qui représentent 28% des sociétés de l'échantillon et 33% des montants annoncés ;
- les autres sociétés du secteur de la santé (dont les « medtechs »), qui représentent 15% des sociétés de l'échantillon et 15% des montants levés ;
- les sociétés intervenant dans les énergies renouvelables, l'énergie plus largement et la « clean tech », qui représentent 14% des sociétés de l'échantillon et 27% des montants levés ; et



- le solde, très hétérogène, qui représente néanmoins 43% des sociétés de l'échantillon et 26% des montants annoncés.

L'absence de sociétés « fintech » et « French tech » est notable – mais elle est sans doute liée, entre-autres, au fait qu'elles sont comparativement moins souvent cotées en bourse que les autres et à leur modèle économique qui, comparé notamment aux *biotechs*, implique un retour sur investissement beaucoup plus rapide.

Le groupe de travail a enfin classé les opérations examinées par financeur. Le détail figure à l'annexe 8 mais la société Alpha Blue Ocean apparaît clairement comme l'acteur le plus présent, avec 22% des opérations et 35% des montants annoncés. Elle est suivie de Kepler Cheuvreux (19% des opérations et des montants annoncés), étant entendu que Kepler Cheuvreux ne faisait que des *equity lines*/PACEO® et est désormais sorti de cette activité. Le reste du marché est très dispersé, avec Yorkville qui représente 10% des opérations, mais 4% des montants, Nice & Green, qui représente 9% des opérations et 3% des montants, Park Partners, qui avec seulement 3% des opérations représente 12% des montants, et une douzaine d'autres acteurs qui se partagent les 28% des opérations et 27% des montants annoncés restants.

A noter enfin que sur les 12 financeurs listés dans le tableau de synthèse, aucun n'apparaît sur les bases de données de l'ACPR (Regafi), de l'AMF (GECO) et de l'EBA (Euclid), à l'exception de Kepler Cheuvreux et de Kreos Capital (GECO).

III. Enjeux pour les acteurs

Seront successivement envisagés les enjeux pour les émetteurs qui recourent à des financements *equity* alternatifs (1), pour les financeurs (2) et pour les actionnaires (3).

1. Enjeux pour les émetteurs

❖ A quels besoins les financements *equity* alternatifs répondent-ils ? Existe-t-il d'autres perspectives de financement, des alternatives ?

Les points suivants ressortent des informations recueillies par le groupe de travail, notamment dans le cadre d'échanges avec des émetteurs.

Ces financements présentent une utilité pour les émetteurs y recourant en leur permettant de se financer en appoint ou dans l'attente d'un financement plus classique qui ne pourra être mis en place qu'une fois que l'émetteur pourra annoncer des informations positives sur l'évolution de son activité (« *news flow* » positif). Il s'agit dans certains cas de la seule solution pour se financer pendant une période particulière (par exemple pendant des négociations en vue de la conclusion d'un partenariat).

Ils sont généralement utilisés par des émetteurs de petite ou moyenne capitalisation, en particulier du secteur de la *healthtech* (*biotech* et *medtech*), dont la capacité à lever des fonds de manière classique est limitée voire nulle, pour diverses raisons, qui peuvent être structurelles ou conjoncturelles :



- Le financement par la dette n'est en général pas ou plus accessible à ces sociétés compte tenu de leur modèle économique. Elles peuvent obtenir des financements ponctuels de Bpifrance (notamment pour financer la R&D) ou de la BEI, sous réserve de remplir les conditions d'éligibilité, mais cela ne suffit pas à couvrir leurs besoins de financement. A noter que l'existence d'un emprunt BEI en cours entraîne des limitations en termes d'endettement, ce qui limite la capacité à émettre certains instruments de dette.
- Le financement par augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription est difficile à envisager sans l'ancrage d'un actionnaire historique prêt à remettre des fonds ou à garantir l'opération.
- Le placement privé peut ne pas être envisageable non plus lorsqu'une société est en cours de changement de direction, ou engagée dans de longues négociations en vue de la conclusion d'un partenariat (ce qui est fréquent dans le secteur de la *healthtech*).
- La mise en place de solutions stratégiques (vente, adossement à un groupe) est difficilement envisageable lorsque l'horizon de liquidité de la société est limité (par exemple, de l'ordre de six mois à un an).

❖ **Comment les émetteurs perçoivent-ils les risques, financier et réputationnel, liés au recours à des financements *equity* alternatifs ?**

Il ressort des échanges du groupe de travail avec des émetteurs que :

- Ces financements peuvent être bénéfiques en termes de liquidité sur le marché, à condition que celle-ci ait été initialement suffisante avant la mise en place du financement, lequel peut alors permettre de passer dans une meilleure tranche de liquidité.
- Les sociétés émettrices et de nombreux acteurs de marché partagent la crainte que ces opérations « pèsent » sur le cours.
- Il est important dans cette perspective de tenir compte des conditions du marché (notamment en dimensionnant le volume du financement par rapport aux volumes journaliers échangés historiquement) et de la réaction du marché (plutôt que de continuer à tout prix à vendre les titres issus de la conversion sans tenir compte de la baisse du cours, et d'enclencher ainsi une spirale baissière).
- La structuration est à cet égard primordiale (notamment : avec ou sans BSA ; avec ou sans pénalités en cas d'annulation de tranches par l'émetteur ; avec ou sans clause permettant à l'émetteur de mettre un prix plancher à tout moment), ainsi que la réputation du financeur (certains financeurs tiennent compte aussi de l'intérêt de l'émetteur, tandis que d'autres visent à vendre un maximum d'actions sans avoir suffisamment égard à la spirale baissière que cela entraîne).
- S'agissant de la réaction du marché, une différence de perception importante est observée entre les investisseurs institutionnels d'une part, qui, en dépit de la dilution, comprennent la nécessité pour l'émetteur de recourir à de tels financements (et souvent en pratique mettent en contact l'émetteur avec des financeurs), et les investisseurs individuels, d'autre part, qui ont plus de difficulté à appréhender les risques liés à ces financements (cf. *infra*, III-3).



2. Enjeux pour les financeurs

Il semble que les acteurs régulés qui pratiquaient de tels financements en France se soient retirés, pour diverses raisons tenant à l'existence d'autres activités et à la petite taille des émetteurs concernés, à la politique de risque acceptable, aux enjeux prudentiels et au risque réputationnel.

Comment les acteurs non régulés se financent-ils ? Certains investissent uniquement des fonds propres tandis que d'autres fonds (type *hedge funds*) ont des investisseurs auxquels ils doivent rendre des comptes.

Dans l'hypothèse où un agrément serait jugé nécessaire, le groupe de travail comprend que certains financeurs actuellement présents sur ce marché pourraient entreprendre des démarches pour obtenir un tel agrément, tandis que d'autres y renonceraient sans doute, pour des raisons diverses.

Pour certains de ces acteurs, les financements *equity* alternatifs ne représentent qu'une (faible) partie de leur activité. Ils pourraient solliciter un agrément mais aussi décider au contraire d'arrêter ces financements. Pour d'autres, il s'agit de leur activité principale, en sorte qu'ils seraient tenus de solliciter un agrément pour pouvoir poursuivre leurs activités en France. Cependant, tous ne le feraient sans doute pas, en particulier les *hedge funds* nord-américains ou australiens, pour lesquels le marché français ne représente qu'une faible partie de leurs activités.

Conformément à l'article L. 532-1 du Code monétaire et financier, la fourniture d'un service d'investissement, tel le service de prise ferme, nécessite un agrément d'établissement de crédit et/ou d'entreprise d'investissement délivré par l'ACPR, après approbation du programme d'activité par l'AMF, sous peine de sanctions pénales.

A noter que l'agrément pourrait être sollicité en France, auprès de l'ACPR, ou dans un autre Etat membre, ce qui permettrait à ces acteurs de poursuivre leurs activités en France au titre du **passport européen**, à travers une succursale en France ou en libre prestation de services, en restant soumis en principe au contrôle de l'autorité du pays d'origine, sous réserve de la compétence résiduelle exercée par l'ACPR en tant qu'autorité du pays d'accueil, notamment s'agissant du respect des règles d'intérêt général.

L'exigence d'agrément entraîne l'application des **règles prudentielles** concernant les entreprises d'investissement, incluant des exigences qualitatives (gouvernance, contrôle interne) et quantitatives (exigences de capital initial, dont le montant dépend des services fournis²⁴ ; exigences en matière de fonds propres ; exigences en matière de risque de concentration et de liquidité).

Depuis 2021, les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement sont spécifiques, distinctes de celles applicables aux établissements de crédit. Les entreprises d'investissement, qui relevaient auparavant du « paquet bancaire » concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (composé de la directive CRD IV (pour *Capital Requirements Directive*) et du règlement CRR (pour *Capital Requirements Regulation*) en date du 26 juin 2013), font désormais l'objet du

²⁴ Par exemple, 75 000 euros pour le service de conseil en investissement lorsque l'entreprise d'investissement ne détient pas de fonds appartenant à la clientèle, contre 750 000 euros pour les services de négociation pour compte propre, de prise ferme et de placement garanti.



« paquet IFD/IFR », composé de la directive IFD (pour *Investment Firm Directive*) et du règlement IFR (pour *Investment Firm Regulation*) en date du 27 novembre 2019²⁵.

Ces textes soumettent les entreprises d'investissement à un régime prudentiel adapté, distinct, sauf exceptions, de celui des établissements de crédit, pour tenir compte du fait que la grande majorité des entreprises d'investissement de l'Union exercent des activités de réception-transmission d'ordres, d'exécution d'ordres, de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille, et présentent donc des profils de risque très différents de celui d'un établissement de crédit. A cette fin, ils mettent en place un régime différencié en fonction du niveau de risque, lui-même apprécié en fonction de la nature des activités et en fonction de seuils quantitatifs. Les activités de négociation pour compte propre et de prise ferme, considérées comme étant les plus risquées, sont soumises à des conditions d'agrément plus strictes et à un régime prudentiel renforcé, ce qui pourrait avoir un effet dissuasif pour certains acteurs.

Les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement sont exposées plus en détail en annexe 10.

Ces questions relatives à la nécessité d'un agrément et aux exigences prudentielles s'inscrivent dans la réflexion plus vaste menée par les autorités de surveillance sur le financement de l'économie réelle par des acteurs non bancaires (Intermédiation Financière Non Bancaire (IFNB, ou *Non-Bank Financial Intermediation* (NBFII))²⁶.

3. Enjeux pour les actionnaires

Les financements *equity* alternatifs, du fait de leur effet dilutif, présentent un risque de pertes pour les actionnaires, qu'il s'agisse des actionnaires initiaux ou de ceux qui acquièrent des actions nouvelles émises dans le cadre de ces lignes de financement.

L'Autorité des marchés financiers a constaté ces dernières années une recrudescence des signalements et des réclamations (plus de 250 en 2021 soit une hausse de 232 % par rapport à 2020 et déjà plus de 200 en 2022) émanant de particuliers ayant perdu une partie significative de leur investissement dans des sociétés cotées qui ont recours à des financements sous forme d'*equity lines* ou d'OCABSA²⁷.

Comme relevé plus haut (cf. *supra*, III-1), une différence importante peut être observée entre les investisseurs institutionnels qui, en dépit de la dilution, comprennent la nécessité pour l'émetteur de recourir à ces financements, et les investisseurs individuels, qui ont plus de difficulté à appréhender ces financements et à comprendre les risques encourus et sont par conséquent plus exposés au risque de perte en capital. Ce risque, associé à une image négative des financements *equity* alternatifs due au comportement de certains acteurs non vertueux et à une compréhension insuffisante pour distinguer les opérations utiles et les opérations « toxiques » au regard de leur structuration, peut générer une méfiance des investisseurs individuels à l'égard de ces financements (ce qui se constate notamment dans le cadre des échanges lors des assemblées générales).

²⁵ Dir. (UE) 2019/2034 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement (*JOUE* L. 314, 5 déc. 2019, p. 64) ; Règl. (UE) 2019/2033 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement (*JOUE* L. 314, 5 déc. 2019, p. 1)

²⁶ Pour une présentation de cette problématique, cf. annexe 10.

²⁷ Cf. AMF, Etude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity lines*, oct. 2022 : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2022-10/Etude%20OCABSA_0.pdf



Il résulte des informations recueillies par le groupe de travail que les financements *equity* alternatifs présentent une utilité **pour les émetteurs** qui y recourent, pour lesquels il s'agit bien souvent de la seule solution pour se financer pendant une période particulière. Si les émetteurs ne sont pas indifférents au risque de baisse du cours de leurs titres en cas de recours à ces financements, ceux-ci répondent à un réel besoin. A cet égard, la structuration de l'opération et la prise en compte de l'état du marché sont primordiales. **S'agissant des financeurs**, il est très difficile d'évaluer l'impact que l'exigence d'un agrément aurait sur le marché. Le groupe de travail comprend que, dans l'hypothèse où un agrément serait jugé nécessaire, certains financeurs actuellement présents sur ce marché pourraient entreprendre des démarches pour obtenir un tel agrément, tandis que d'autres y renonceraient sans doute. **En ce qui concerne les actionnaires**, une distinction très nette apparaît entre les investisseurs institutionnels qui, en dépit de la dilution, comprennent la nécessité pour l'émetteur de recourir à de tels financements, et les investisseurs individuels, qui ont plus de difficulté à appréhender ces financements en raison de leur complexité et plus largement les risques liés à l'investissement dans des secteurs tels que celui de la *healthtech* et sont en conséquence plus exposés au risque de perte en capital.

Annexes

1. Composition du groupe de travail
2. Demande d'avis transmise par le Parquet général de la Cour de cassation
3. Note sur le droit aux Etats-Unis
4. Note sur le droit anglais
5. Note sur le droit italien
6. Communication de la FSMA
7. Communication de la CONSOB
8. Tableau des opérations de financements *equity* alternatifs France
9. Note sur le financement des entreprises du secteur de la *healthtech* en France
10. Note sur l'agrément et les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement

Addendum

Commentaires additionnels de l'AMF relatifs aux développements en page 5 de l'avis :

- ATM : il nous semble qu'il pourrait être indiqué plus explicitement qu'une offre ATM se distingue des financements equity alternatifs notamment en ce qu'elle s'exécute « au cours » de l'action cotée : ni le financeur, ni les investisseurs sollicités ne bénéficient d'une quelconque décote ;

- accords PIPE et SEDAs : il nous paraît devoir être souligné que par rapport aux financements equity alternatifs, les accords PIPE consistent en une opération unique, pour un montant et une décote prédéterminés, l'actionnaire pouvant valoriser immédiatement sa dilution et sa perte d'opportunité ; s'agissant des financements structurés de type SEDAs, si ces montages permettent plusieurs tirages, les termes de ceux-ci sont également annoncés et encadrés *ab initio*, ils ne prévoient généralement pas de titres dilutifs additionnels (de type BSA) et répondent essentiellement à un besoin de sécuriser en amont un besoin éventuel de financement exceptionnel au cas et / sous condition de réalisation d'une opération exceptionnelle (par exemple une acquisition significative). Ces financements ne sont jamais mis en place dans le cadre d'un besoin de financement « des fins de mois » de l'entreprise.

Précisions en réponse apportées par le groupe de travail :

S'agissant des PIPEs, ils recourent une large gamme de produits et techniques de levées de fonds, et ont une acception différente selon les pays – ainsi la description qui en est faite dans le contexte anglais ne correspond pas nécessairement aux pratiques de marché dans d'autres pays (cf. la note de bas de page 11).

S'agissant des SEDA, décrit dans l'avis dans le contexte anglais, ils peuvent être mise en œuvre dans différents types de situations, et pas seulement par des sociétés dont la situation financière est obérée.

ANNEXE 1 : Composition du groupe de travail

a. Groupe de travail HCJP

Anne-Claire ROUAUD, Professeure des Universités, Présidente du groupe de travail

Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE, Secrétaire général du HCJP

Julia ALICHE, Kepler Cheuvreux

Olivier BOULON, AMF

Caroline COUPET, Professeur des Universités

Thiebald CREMERS, AMAFI

Fabrice EVANGELISTA, Iris

Raphaël FLIPO, RAF Services

Grégoire GROS, CACIB

Louis Charles HEVIN, Responsable du Corporate SG et du Droit boursier et adjoint du
Managing Director de l'Equity Capital Markets, Direction juridique, Société Générale

Anne KERNEUR, Avocat associée Jones Day

Aurélien PRATA, Direction juridique ACPR

Caroline RUELLAN, fondatrice SONJ Conseil

Bertrand SÉNÉCHAL, Avocat associé CMS Francis Lefebvre

b. Experts consultés ou auditionnés

Droit américain :

Pete Devlin, associé du cabinet Jones Day (bureau de New York)

Droit anglais:

Dr. Daniele D'ALVIA, Lecturer in Banking and Finance Law at CCLS Queen Mary University of London, Associate Researcher at the European Banking Institute, Deputy Director of the Institute of Banking and Finance Law at CCLS QMUL, Centre for Commercial Law Studies, Queen Mary University of London

Droit italien:

Avv. Grazia BONANTE, Lener & Partners, Italy

Prof. Avv. Paola LUCANTONI, Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari, Dipartimento di Giurisprudenza, Università di Roma Tor Vergata

Droit allemand:

Prof. Dr. Matthias LEHMANN, Professeur à l'Université de Vienne et à l'Université Radboud de Nimègue

Prof. Dr. Tobias TRÖGER, LL.M., Chair of Private Law, Trade, and Business Law, Jurisprudence at Goethe University, Director of Law and Finance at Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Germany

Dr. Dirk BLIESENER, LL.M., Partner, Hengeler Mueller

Katrin DECKERT, Consultante en Affaires Européennes, ANSA

Emetteurs:

Thierry LAMBERT, ancien CFO de Safe Orthopaedics et de Theranexus

Pascale D'ARBONNEAU, CFO de Carmat SA

Thomas KUHN, fondateur et DG de Poxel

Fanny BOSA, directrice financière de Poxel

ANNEXE 2 : Saisine du HCJP du 6 mars 2025 par le Parquet Général de la Cour de cassation

Monsieur le Secrétaire Général,

Afin d'éclairer la Cour de cassation sur la portée d'une décision à intervenir, le Parquet général souhaiterait recueillir auprès du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris toutes informations qu'il jugera utile de porter à sa connaissance.

Nous nous interrogeons sur le point de savoir si les montages financiers par la voie d'augmentation de capital par exercice d'options (PACEO ou equity lines) ou d'émissions d'obligations remboursables en numéraire ou en actions nouvelles avec bons de souscription d'actions attachés (ORNANE avec BSA) sont susceptibles de constituer une prise de position ferme, activité de service d'investissement soumise à l'agrément de l'autorité de régulation.

Nous serions particulièrement intéressés par l'éclairage du Haut Comité sur :

- Les législations, réglementations ou pratiques applicables en cette matière dans les autres pays de l'Union Européenne et aux Etats-Unis (pays qui a créé ces modes de financement) et notamment si un agrément, un contrôle ou une surveillance est exercée par une autorité de régulation ou par les services de l'Etat considéré,
- L'importance économique et les acteurs de ces modes de financement (volume du marché, avantages et inconvénients, nationalité des entités proposant ces services...)
- Plus généralement, toute information qui serait de nature à éclairer la Cour de cassation sur les conséquences, pour la place financière de Paris, de l'exigence ou non d'un agrément, par l'autorité de régulation, des sociétés proposant des programmes d'augmentation de capital par exercice d'options portant sur des titres donnant accès au capital, tels, notamment, que les ORNANE BSA.

Cette consultation ne porterait donc pas sur l'état du droit positif en France, mais essentiellement sur des éléments de droit comparé, des informations relatives à ce marché et les conséquences éventuelles de la décision de la Cour de cassation à intervenir, ainsi que tous les éléments que vous jugerez utile de nous communiquer.

Nous vous informons qu'afin de respecter le principe de la contradiction, les observations que vous voudrez bien formuler seront versées à la procédure pour les rendre accessibles aux parties concernées par celle-ci, et pourront faire l'objet d'une diffusion sur le moteur de recherche Judilibre de la Cour de cassation, accessible au public.

Une réponse au plus tard le 25 avril 2024 nous obligerait.

Nous restons à votre disposition pour toute information complémentaire. Une copie du présent message est adressée à Mme Luc, première avocate générale de la chambre commerciale.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur le Secrétaire général, l'expression de notre parfaite considération.

Jean Lecaroz

Avocat général

Chambre commerciale, financière et économique, Cour de cassation

ANNEXE 3 : Réponse pour les Etats-Unis

Auteur : Pete Devlin, associé du cabinet Jones Day (bureau de New York)

1) Are such instruments used in your jurisdiction? Have they been subject to litigation and/or academic publications?

The U.S. capital markets provide substantial flexibility to offer bespoke securities. However, there are certain important considerations that constrain the use of certain features, such as a market-price anti-dilution adjustment.

For companies that are listed on a US securities exchange, such as the New York Stock Exchange (NYSE) or The NASDAQ Stock Market, LLC (Nasdaq), the exchange's listing rules prohibit such a transaction unless stockholder approval is acquired. In particular, each of NYSE and Nasdaq have a continued listing rule that provides that a listed company may not issue common stock (or securities convertible or exchangeable into common stock) representing 20% or more of the outstanding shares of common stock (by number or voting power) in a private placement transaction for a price that is less than the market price (the lower of the immediately preceding closing price or the VWAP for the 5 preceding days) without receiving prior stockholder approval. In making such determination, the stock exchange will (1) consider, on an aggregate basis, all of the securities issued or issuable in such transaction, (2) look to the conversion or exercise price in assessing whether the common stock is issued at a price that is less than the market price, (3) calculates based on the *maximum* number of shares that could potentially be issued upon exercise or conversion. Each exchange may also exercise its discretion to object to a transaction that may provide little economic benefit for the Company and be highly dilutive to existing public shareholders. Because of the economic importance to listed companies of remaining listed on a national exchange, US public companies focus significant attention on compliance with the listing rules.

Under US federal securities laws, every transaction of securities must be registered with the US Securities and Exchange Commission (SEC) or made pursuant to an exemption from registration. When securities are issued by an issuer directly to a purchaser in an exempt transaction, these are characterized as "restricted securities". This characterization makes it difficult for a holder of "restricted securities" to immediately resell these securities. The resale would typically need to be made pursuant to a registration statement filed by the Company to register this resale or pursuant to an exemption from registration. The most common exemption for resales into the public markets is Rule 144, which imposes certain conditions, including a minimum holding period of at least six months prior to resale.

If the Company seeks to register the resale by the Intermediary of the shares issuable upon conversion of the convertible security, the registration statement may be reviewed and scrutinized by the SEC. The registration can raise other considerations. Among other things, the SEC generally precludes the filing of a registration statement to register the resale of common stock issuable upon conversion of convertible securities if the convertible securities themselves have not yet been issued. The SEC's Staff has stated that it would view such a registration statement as an indirect offering by the Company, and

thus a primary offering, with the Intermediary being identified in the registration statement as an “underwriter” – in such circumstances, the Company and the Intermediary would face substantially heightened securities law liability. The SEC Staff has also indicated that if the Company continues to sell privately additional convertible securities after it has filed the registration statement for the securities underlying the previously sold convertible securities, the continuation of the same offering may call into question the validity of the exemption claimed for the sale of the convertible securities to the Intermediary.

There are circumstances where a Company is permitted to register the resale of securities prior to their issuance if the company has completed an exempt sale of convertible securities to an investor and the investor is at market risk at the time of filing of the resale registration statement. However, the SEC Staff has conditioned this ability on the investor being irrevocably bound to purchase a set number of securities for a set purchase price that is not based on market price or a fluctuating ratio, either at the time of effectiveness of the resale registration statement or at any subsequent date.

- 2) **Would the Intermediary be subject to any kind of regulatory authorization (for example the one required for underwriting)? If such an authorization, control or supervision seems necessary, could you provide us simply with the drafting of the applicable hard or soft rules/regulation/decision defining the scope of this authorization, control or supervision (English version if possible).**

Role of Intermediaries

In the U.S., “broker-dealers” are regulated under the Securities Exchange Act of 1934 (Exchange Act) and must be registered with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) as well as the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). Broker-dealers must also register in each U.S. State in which they do business.

The Exchange Act defines a broker as “any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others” and a dealer is “any person engaged in the business of buying and selling securities for such person’s own account through a broker or otherwise.” A person / entity who meets either of these definitions is subject to numerous statutory provisions and related regulations, which are the principle means by which securities intermediaries are regulated. Acting as an unregistered broker-dealer can carry significant regulatory consequences.

Registered broker-dealers are required to be a member of a self-regulatory organization—FINRA—which has rulemaking and enforcement powers to supplement SEC oversight.

While federal securities laws contain important anti-fraud prohibitions, they generally do not mandate that particular sales practices be employed by broker-dealers. FINRA rules, on the other hand, contain numerous sales practice rules. A significant rule is the FINRA “suitability” rule, which requires broker-dealers to have a reasonable basis to believe a recommended transaction or investment strategy involving securities is suitable for the customer (based on information obtained through reasonable diligence to ascertain the customer’s investment profile).

As noted above in response to question #1, each of (1) Intermediary's purchase of the underlying convertible security and (2) Intermediary's resale of the common stock issuable upon conversion thereof would be subject to the registration requirements of US federal securities laws. As applied to the specific fact pattern, it would be anticipated that Intermediary would very likely be subject to a required six-month holding period following purchase of the convertible security before a resale of the common stock issuable upon conversion could be resold into the public markets (as a result of the requirements of Rule 144).

- 3) **Are there any laws or regulations (i.e. corporate law: rules on financial assistance, prohibition to issue shares at a discount...or otherwise) that govern or limit the use of these instruments in your jurisdiction?**

Securities Laws

The U.S. securities laws include two key protections: (1) registration requirements and (2) anti-fraud protections.

Registration requirements: In the U.S. every sale of securities must be registered with the SEC or made pursuant to an exemption from such registration. The registration requirements subject an issuer of securities to an extensive, highly regulated disclosure regime that mandates extensive financial and business / operational disclosures. Companies that sell registered securities become subject to ongoing public company disclosure requirements as well as significant liability exposure. Issuers that seek to engage in unregistered transactions must utilize a statutory or regulatory exemption from the registration requirements. Generally speaking, these exemptions are designed to permit unregistered offerings only to those persons considered as not requiring the protections of the registration requirements – for example, exemptions for limited numbers of sophisticated “accredited investors” or sales to non-U.S. persons outside of the United States (on the theory that local securities laws provide the requisite protections to local persons).

Anti-Fraud Protections: All sales and purchases of securities, whether registered or unregistered, are subject to anti-fraud provisions of the US securities laws requiring that such sale and purchase not be made based on any misstatement of a material fact or any omission of a material fact or otherwise involve a manipulative device. In addition to regulatory policing of such anti-fraud protections, U.S. persons can bring private rights of action for violations of the securities anti-fraud provisions. An active plaintiff's bar in the U.S., coupled with significant liability for securities law violations, provides an effective deterrent.

In general, in addition to the issuer of securities, underwriters also are subject to securities law liabilities. In this regard, it is important to note that “statutory” underwriters subject to liability are not limited to intermediaries that actually acquire securities at-risk in a transaction. Rather, any person or entity participating in a “distribution” of securities (assessed based on selling efforts, size of transaction, scope of the purchasers, etc.) may be considered an underwriter for purposes of securities law liability.

Accordingly, sales of securities instruments are accompanied by robust disclosure – including robust risk disclosure regarding the risks inherent in the type of instrument being sold (e.g., dilution associated with the instrument, subordination to other parts of the capitalization, etc.).

Corporate Laws (A company's State of organization governs its corporate law – this looks at Delaware corporate law as the most commonly applicable corporate law).

A Delaware corporation's certificate of incorporation will include a specific amount of authorized capital stock. All stock issuances must be approved by the board of directors and must not exceed the authorized capital stock. Any increase in the corporation's authorized capital stock requires an amendment to the certificate of incorporation, which requires stockholder approval.

Under Delaware corporate law, corporations can issue stock with par value as well as no-par value stock. If stock has a par value (usually very low -- \$0.01/share), then such stock must be sold for at least its par value. No-par value stock may be sold at any price determined by the Board of Directors to be adequate consideration. Delaware corporate law requires that all stock be issued for adequate consideration, as determined by the board of directors.

Delaware law does not explicitly require solvency at the moment of issuing stock, but restricts issuing dividends or repurchasing shares if the corporation would not remain solvent after doing so.

A key protection under Delaware corporate law are the fiduciary duties that apply to boards of directors.

Stock Exchange Rules

The greatest access to the depth of the U.S. capital markets is provided to Issuers that are listed on principal stock exchanges, such as the New York Stock Exchange and The Nasdaq Stock Market. Unlisted securities can trade in the "Over-the-Counter" markets, but this provides less liquidity and access to investors.

NYSE and Nasdaq each impose compliance with extensive listing standards. Most significantly, both exchanges impose significant stockholder approval requirements that restrict an issuer's ability to execute certain types of transactions that are considered disadvantageous to stockholders.

Stockholder approval is required for:

- Issuances of 20% or more (of outstanding share number or voting power) other than in a public offering for a price that is less than the closing price immediately prior to the transaction;
- Issuances that result in a "change of control" (narrowly interpreted to cover any issuance by the company that results in a holder crossing 20% and constituting the largest shareholder);
- Issuances of 20% or more (of outstanding share number or voting power) at any price if in connection with an acquisition;
- Issuances of equity as compensation under an equity compensation plan;
- Issuances to related parties of more than 1% of outstanding or voting power (NYSE only and subject to certain exceptions)

In applying these rules, stock exchanges generally will look at the maximum number of shares that can be issued. For example – for a convertible note that include a conversion price adjustment feature, stock exchanges will give effect to the maximum adjustment under that feature.

Issuances made in violation of these stockholder approval requirements may result in delisting from the exchange.

Further, in January 2025, the Securities and Exchange Commission (SEC) approved amendments to the minimum bid price compliance rules for companies listed on the New York Stock Exchange (NYSE) and the Nasdaq Stock Market (Nasdaq). These changes aim to limit reliance on reverse stock splits and enhance market stability by introducing stricter enforcement mechanisms.

Key Highlights for NYSE Issuers:

- NYSE now requires companies to maintain an average closing price of at least \$1.00 per share over 30 consecutive trading days.
- Companies that have effected a reverse stock split within the past year or multiple splits in the past two years at a cumulative ratio of 200-to-1 or higher will not be granted a compliance period if they fall below \$1.00 again. Instead, the NYSE will immediately begin suspension and delisting procedures.
- Companies are prohibited from executing reverse stock splits that would cause them to fall below NYSE continued listing requirements.

Key Highlights for Nasdaq Issuers:

- Nasdaq-listed companies must also maintain a minimum bid price of \$1.00 per share.
- Companies failing to meet this requirement after two consecutive 180-day grace periods will be immediately suspended from trading.
- Companies executing a reverse stock split but falling below \$1.00 within a year will not be granted a new compliance period.

Note : With respect to the new NYSE / Nasdaq rule, I would just point out that this is solely with respect to being listed for trading on those markets. There are lots of companies that are de-listed because they fail to satisfy a continued listing requirement. These companies can continue to be traded in the Over-the-Counter (OTC) markets. There are other minimum listing requirements that can result in a Company being de-listed from the stock exchanges (e.g., a minimum stockholders' equity, minimum market value of listed securities, minimum number of publicly held shares, etc.).

Companies trading in the OTC markets have no restrictions on trading below \$1 per share or from effecting additional stock splits.

- 4) **Are you aware of any practices based on different but comparable arrangements, in your jurisdiction? Have they been the subject of litigation and/or academic publications? Are there any peculiar laws or regulations that govern or restrict such arrangements?**

Specific Types of Instruments

Within the above framework, there is very broad flexibility for issuers to sell a broad range of securities with highly bespoke features. Accordingly, in addition to traditional equity and debt instruments, issuers may sell preferred securities, convertible debt securities, and convertible preferred securities, all of which may include highly bespoke features.

At-the-Market Offerings (ATMs): An ATM offering is a public offering (i.e., it must be registered with the SEC and sold pursuant to a registration statement) in which the issuer sells equity securities through a sales agent (a registered broker-dealer) into the public market over time and at prevailing market prices (rather than at a fixed price). The sales agent is a statutory underwriter (i.e., subject to liability), but does not purchase securities at-risk, and merely executes as a broker on behalf of the issuer. However, the securities being sold are sold into the market at the prevailing market price.

Equity Lines: An equity line is a financing agreement where an issuer enters into an agreement with an investor, pursuant to which the investor agrees to purchase securities from the issuer in the future if certain conditions are met. After the issuer and the investor execute the agreements to establish the equity line, the issuer files a registration statement to cover the resale by the investor of the securities that are subject to the equity line. **The issuer can then “draw” on the equity line by selling the subject securities to the investor per the terms of the agreement (generally, the purchase is at a slight discount to the then-current trading price). The investor in an equity line does not necessarily need to be a registered broker-dealer (and frequently is not).** As described above, the SEC Staff generally views the transaction that is registered not as a “resale” but as an indirect primary offering because of the Company’s right to put shares to the investor in the future and the lack of market risk resulting from the formula price. If a Company is eligible to conduct primary offerings on the SEC’s Form S-3 (or F-3 in the case of a foreign private issuer), the SEC Staff has indicated that it will not object if a Company registers the ‘resale’ of common stock prior to the exercise of the equity line put if the transaction meets the following conditions: (1) the Company and the investor have entered into a binding agreement with respect to the private equity line financing at the time the registration statement is filed, (2) the resale registration statement is on an SEC form that the Company is eligible to use for a primary offering, (3) there is an existing market for the securities, as evidenced by trading on a national securities exchange or alternative trading system (which is a registered broker-dealer and has an active Form ATS (Alternative Trading system) on file), and (4) the equity line investor is identified in the prospectus as an underwriter as well as a selling shareholder. (C&DI 139.13 – [here](#)). The SEC Staff also notes that the registration statement may be filed prior to the issuance of securities by the Company under the equity line even if there are contingencies attached to the investor’s obligation to accept a put of shares from the Company, if the following additional conditions are met at the time the registration statement is filed: (a) the number of shares registered for resale is disclosed, (b) the maximum principal amount available under the equity line agreement is disclosed, (c) the term of the agreement is disclosed, and (d) the full discounted price (or formula for determining it) at which the investor will receive the shares is disclosed. The SEC’s C&DI 139.14 goes on

to say that if such conditions are not met, the Company generally may not register the “resale” of the securities in a private equity line financing.

ANNEXE 4 : Réponse pour le Royaume-Uni

Memorandum

To: *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris* (HCJP)

From: Centre for Commercial Law Studies – Queen Mary University of London by Dr. Avv. Daniele D’Alvia

Reference: Equity-linked financing instruments under English Law

Date: 8 April 2025, London

Table of Contents

A. INTRODUCTION.....	13
B. USE OF COMPARABLE INSTRUMENTS UNDER ENGLISH LAW.....	14
B.1 Regulatory Authorisation, and Supervision of the Intermediary.....	15
B.2 English Company Law Framework, and Restrictions.....	17
C. PIPE TRANSACTIONS IN THE UK AND COMPARISON WITH OCABSA.....	18
D. STANDBY EQUITY DISTRIBUTION AGREEMENTS (SEDAs) IN THE UK.....	21
E. INVESTOR AND ISSUER PROFILES, AND INVESTMENT SERVICE QUALIFICATION IN PIPE AND SEDA.....	23
F. MARKET PRACTICE AND REGULATORY WARNINGS: UK RESPONSE.....	25
G. CONCLUSIONS.....	26
H. REFERENCES.....	27

A. INTRODUCTION

This legal opinion has been prepared in response to a request from the *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris* (HCJP), specifically examining the legal framework applicable in the United Kingdom to equity-linked financing instruments similar to the ORNANE (bonds redeemable in cash or new or existing shares) with BSA (share subscription warrants) structure used in the case of *Biophytis v. Negma*. In France, these financing techniques are often categorised under ‘equity lines’ or ‘OCABSA’ structures (notes with warrants), and have been the subject of increasing regulatory scrutiny due to concerns about systemic dilution, loss of investor confidence, and the risks of destabilising share prices through aggressive and repetitive resale of converted shares on the market. Through ‘equity lines’ or ‘OCABSA’ arrangements, public companies issue tranches of convertible instruments to a financial intermediary, who in turn converts and resells the resulting shares on the secondary market, often at a discount to the prevailing market price.

In the UK, similar mechanisms exist, though often under terminology and with important distinctions in regulatory treatment, market practice, and legal doctrine. The core objective of this opinion is to evaluate whether comparable practices are permissible or likely to be challenged under the UK company law, securities regulation, and the standards of the Financial Conduct Authority (FCA). In addition, this legal opinion assesses the extent to which such structures might be considered problematic or high-risk, as they have been labelled by the French *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), particularly in light of the AMF’s warning of July 2020 concerning equity line financing models.¹

The opinion draws, *inter alia*, on the factual background of the Biophytis decision of the Paris Court of Appeal (17 January 2023), the AMF warning (AMF, 2020),² UK statutory instruments such as the Companies Act 2006 (CA 2006), the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000), the Listing Rules of the London Stock Exchange, the UK Prospectus Regulation,³ and any

¹ *Autorité des Marchés Financiers*, ‘L’AMF alerte les émetteurs et les investisseurs sur les risques associés au financement par OCABSA et autres formes d’equity lines particulières’ (20 July 2020) available at <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/lamf-alerte-les-emetteurs-et-les-investisseurs-sur-les-risques-associes-au-financement-par-ocabsa-et>, accessed on 5 April 2025. See also *Autorité des Marchés Financiers*, ‘The AMF warns listed companies, corporate officers and investors about the risks associated with equity line and OCABSA financing’ (15 November 2021) available at <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/amf-warns-listed-companies-corporate-officers-and-investors-about-risks-associated-equity-line-and>, accessed on 5 April 2025.

² Ibid.

³ Following the UK’s withdrawal from the European Union, the EU Prospectus Regulation (Regulation (EU) 2017/1129) was onshored into UK law as part of the European Union (Withdrawal) Act 2018. It now forms part of the UK retained EU law, subject to amendments introduced through domestic statutory instruments, including the Prospectus (Amendments etc.) (EU Exit) Regulations 2019 (SI 2019/1234). The

applicable EU retained law, which after the end of 2023 is known as assimilated law. Where relevant, reference is also made to academic commentary and case law from English courts. The analysis also highlights differences in terminology, practice, and market norms, drawing on English company law, securities, regulation, and current capital markets practice.

B. USE OF COMPARABLE INSTRUMENTS UNDER ENGLISH LAW

‘Financial alchemy or the alchemy of finance’ has always existed since the birth of finance, and international finance in particular to design financial innovations (D’Alvia, 2023).

In the UK, comparable equity financing instruments in the form described in the French context would typically fall under PIPE (Private Investment in Public Equity) arrangements, or forms of structured equity financing, including convertible loan notes, convertible bonds, and equity subscription agreements known in the UK as Standby Equity Distribution Agreements (SEDAs). There is no formally recognised term ‘equity line’ under English law, but similar mechanisms exist.

These involve:

- Tranches of convertible instruments issued by a listed issuer.
- A right or obligation to convert into shares at a discount.
- Secondary market resale of those shares by the intermidary.

The resale of shares acquired at a discount, followed by rapid investment in the market, may indeed drive the price downward, leading to the dilution and shareholder dissatisfaction. However, UK listed companies tend to avoid overly dilutive financing tools due to the reputational impact and pressure from institutional investors, proxy advisors, and corporate governance codes.

retained UK Prospectus Regulation continues to govern the requirement for a prospectus when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market in the UK. However, following Brexit, the FCA now acts as the sole competent authority for approving prospectuses in the UK, replacing the role previously played by the European Securities and Markets Authority (ESMA). Key post-Brexit developments include: A. the FCA has greater flexibility to shape prospectus rules independently of EU law; B. the Prospectus Regime Review, initiated by HM Treasury and concluded in the 2021 Hill Review has led to a new legislative framework being introduced under the Financial Services and Markets Act 2023; C. the new UK regime is shifting toward a simplified disclosure model and greater reliance on FCA rulemaking, replacing many detailed obligations that previously derived from the EU framework. As of 2024-2025, the transitional regime remains in place, but the FCA is expected to issue new primary market rules to fully replace the retained Prospectus Regulation by 2025/2026.

There has not been significant litigation directly concerning these instruments in the English courts, but academic commentary has raised concerns about ‘death spiral’ financing, particularly when it contributes to long-term share price erosion.

B.1 Regulatory Authorisation, and Supervision of the Intermediary

Financial regulation in the UK is applied under the FSMA 2000 as amended by the Financial Services Act 2012. This provided for the replacement of the Financial Services Authority by the FCA and the PRA. This established a separate conduct and prudential regime with a complementary macro-prudential oversight system established with the creation of a financial system or oversight regime with the establishment of the Financial Policy Committee within the Bank of England to act as a macro-prudential agent. The FSMA 2000 applies to all financial services and markets in the UK with regulated activities being specified in the FSMA Regulated Activities Order (RAO).⁴ The general prohibition (section 19 FSMA 2000) prohibits anyone from carrying on a regulated activity unless authorised or exempt and the permission requirement (section 20 FSMA 2000) requires authorised persons to hold specific permission to carry on the particular activity. Financial activities are also subject to the restriction on financial promotion (section 21 FSMA 2000) which requires that all financial promotions are clear and not misleading. Regulated activities are listed in Schedule 2 FSMA 2000 and defined as being specified with relevant specified activities and investments being set out in the RAO. Additionally, the FCA and the PRA apply high-level standards to enforce strict laws and regulation. This creates an ethical framework within the UK financial system.

The UK equivalent of a PACEO or equity line, if implemented by a fund acting in its own name but for the purpose of resale (as in the case of many equity line structures), would be categorised as principal dealing or underwriting in accordance with the FSMA 2000 and defined under the RAO. If the intermediary acts in a principal capacity (i.e. taking balance sheet risk), it must meet capital adequacy and conduct requirements under the UK MiFID assimilated law.

This would generally require FCA authorisation, unless the entity qualifies for an exemption. Indeed, equity lines would fall within the UK’s retained implementation of the Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) definition of an underwriter or be deemed to be dealing on own account. These are regulated under:

- Annex I, section A (6) and A (7) of MiFID II (as assimilated law in UK), covering underwritings and placements;

⁴ Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544).

- Article 14 of the RAO (for dealing in investments as principal); and
- FCA Handbook PERG (Perimeter Guidance) 13.3 and 13.5, which provide further guidance on when an entity is considered to be carrying on investment business.

Under UK MiFID, an entity that regularly subscribes for shares with a view to resell them is engaged in an investment service. If such activity is part of a business model rather than incidental, the fund must be authorised as an investment firm, unless it qualifies for an exemption such as:

- Credit institutions: authorised commercial banks that are regulated for deposit-taking and lending activities and already hold MiFID permissions are generally exempt when providing investment services ancillary to their main business. This exemption is recognised under Article 2 (1) (c) of MiFID II (assimilated law).
- Own account dealing exemption: firms dealing on own account in financial instruments may be exempted under Article 2 (1) (d) of MiFID II, provided they do not execute client orders or act as market makers, nor engage in high-frequency algorithmic trading. This exception is narrowly construed and unlikely to apply to a fund that systemically purchases and resells shares to the public.
- Intra-group exemption: activities conducted intra-group or between certain qualifying counterparties can also benefit from exemptions under Article 2 (1) (b) of MiFID II, but these are not applicable in typical equity financing transactions with listed companies.

The FCA interprets these rules rigorously, particularly where investor protection and market transparency are at stake. If a fund acting as underwriter fails to obtain proper FCA authorisation, it may be in breach of section 19 FSMA 2000 (the general prohibition), which constitutes a criminal offence and renders contracts of regulated activities potentially unenforceable under section 26 FSMA 2000.

The UK regime also includes important obligations under the UK Market Abuse Regulation (UK MAR), particularly around the use of inside information and the conduct of resales on a regulated market. In other words, the intermediary must ensure that all trading is transparent and it does not involve insider dealing, and complies with disclosure obligations. Misconduct arising from timing tranches to coincide with market-sensitive information could amount to market manipulation

under Article 15 of the UK MAR (assimilated law). For instance, the fund might engage in transactions that could manipulate the market (e.g. depressing prices before conversion), hence, this conduct may be qualified as market manipulation under the UK MAR (assimilated law).

It is worth noting that the UK Listing Rules, DTR (Disclosure and Transparency Rules), and the FCA Handbook require ongoing disclosure obligations and fair dealing. Summing up, the intermediary's activities are regulated in the UK and would likely require FCA authorisation, unless acting solely as an agent under limited circumstances.

B.2 English Company Law Framework, and Restrictions

Under English company law, particularly the Companies Act 2006, the issuance of shares via convertible instruments is permitted, but subject to several critical safeguards.

Firstly, under sections 561 to 576 CA 2006, shareholders have pre-emption rights on the issue of shares for cash unless these rights are disapplied by a special resolution. Any arrangement involving equity lines or structured convertibles must respect these rights unless a valid disapplication exists.

Secondly, section 580 CA 2006 prohibits the issuance of shares at a discount to their nominal value. In practice, most UK companies adopt a nominal value that is low enough to allow flexibility, but the legal restrictions remain binding. In contrast, the Biophytis/Negma dispute involved challenges around conversion pricing mechanisms that could fall below the nominal value, which would be impermissible under UK law unless appropriate adjustments are made.

Thirdly, UK law permits the issuance of convertible instruments such as convertible loan notes or warrants, provided they are authorised under the company's articles and shareholder resolutions. However, the courts will scrutinize the substance of the arrangement to ensure it is not being used to circumvent rules on capital maintenance or shareholder rights (see *Brady vs Brady* [1988] AC 755).⁵

A more recent case of relevance *Eclairs Group Ltd v JKK Oil & Gas PLC* [2015] UKSC 71, which addressed the misuse of powers by directors in issuing share restrictions. While the facts concerned

⁵ The case of *Brady v Brady* [1988] AC 755 is one illustrative case, although not about PIPEs or SEDAs directly, remains a cornerstone judgement on capital maintenance and shareholder protections under UK company law. In this case, the House of Lords held that financial arrangements which, in substance, circumvented statutory restrictions – particularly those relating to financial assistance – could be declared invalid, even if they were carefully structured to avoid formal non-compliance. The *ratio decidendi* of *Brady* affirms that courts will prioritise substance over form, and reinforces the principle that transactional architecture must not subvert the underlying purpose of company law rules, particularly when minority shareholder rights or capital integrity are at stake.

corporate governance rather than PIPE financing per se, the case clarified that directors must exercise their powers for a proper purpose, and that attempts to entrench control or suppress shareholder participation – even when technically within the articles – could be overturned. This principle could be extended by analogy to scenarios where a SEDA or PIPE structure is used strategically by company insiders or controlling funds to dilute dissenting shareholders or alter control dynamics in a way that breaches fiduciary standards. Similarly, in *Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd* [1974] AC 821, the Privy Council held that issuing shares for the primary purpose of diluting the voting power of a particular shareholder group was an improper use of directors’ powers. This authority continues to resonate in UK courts and would be highly relevant if a SEDA were used as defensive measure in a control contest, or where equity-linked financing is used to entrench management or manipulate ownership dynamics, as was alleged in the Biophytis/Negma context.

UK courts are also unlikely to accept the operation of pricing clauses that are unilaterally determined by the investor or that could be construed as ‘potestative’ or illusory. In *Equitable Life Assurance Society v Hyman* [2002] 1 AC 408, the House of Lords reinforced the principle that discretion under a contract must not be exercised arbitrarily or oppressively.

Financial assistance rules (sections 678 – 683 CA 2006) generally prohibit a public company from providing financial assistance to a person for the purpose of acquiring its own shares. However, this is unlikely to be triggered by the types of transactions described unless structured improperly. Thus, while the formal structuring of OCABSA-like instruments may be legally feasible in the UK, they must be carefully designed to ensure they comply with pricing, governance, and shareholder protection requirements.

C. PIPE TRANSACTIONS IN THE UK AND COMPARISON WITH OCABSA

In the UK, the closest analogue to OCABSA and equity line arrangements is found in the class of transactions referred to as PIPE. A PIPE transaction generally involves a private placement of shares or convertible securities (such as convertible loan notes or warrants) by a public company to selected institutional investors or qualified investors, typically at a discount to the current market price.

PIPE transactions were popular among sophisticated investors in the United States in the early 1990s. Recently, a specific type of public cash-shell companies named under the acronym of SPACs (Special Purpose Acquisition Companies) have heavily relied on PIPE investments in the US to mitigate the economic risk of shareholders’ redemptions by SPAC public investors. To this end, PIPE investments in SPACs might be seen as a possible form of equity financing (D’Alvia,

2022, D'Alvia, 2021). While PIPEs are relatively common in the US, their use in the UK is less frequent and tends to be subject to more stringent governance and disclosure standards.

There are two general categories of PIPEs: traditional and structured. Traditional PIPEs usually involve the sale of either common shares or convertible securities (which convert into common shares at a fixed rate). Traditional PIPE issuances typically represent 10% to 15% of the issuer's outstanding share capital. By contrast, structured PIPEs usually involve the sale of convertible debentures or convertible preferred shares (where the conversion price is based on the future market price of common equity), convertible and common equity with a reset feature (where the share price or conversion price is reduced at a later date if the share price goes below a certain threshold), fluctuating convertible (where the conversion ratio fluctuates based on the market price of the underlying shares) or structured equity lines (where the purchase price is linked to the future market price of the common equity). Securities issued in a structured PIPE often represent a larger percentage of the issuer's outstanding share capital than in a traditional PIPE (Jones et al., 2003).

In the English legal system, PIPE transactions must be compliant with a range of statutory and regulatory provisions. Most significantly, the Companies Act 2006 governs the authority to allot shares and the procedural requirements for lawful issuance. Section 549 CA 2006 states that directors must not allot shares unless authorised to do so either by the company's articles or by an ordinary resolution of the shareholders. Sections 561 – 576 CA 2006 enshrine shareholders' pre-emption rights on the issue of equity securities for cash. Unless these rights are expressly disapplied by special resolution under section 570 CA 2006, any PIPE transaction involving new share issuance to institutional investors must honor these rights. Additionally, section 580 CA 2006 provides that shares must not be issued at a discount to their nominal value. Although this rarely constrains commercial flexibility due to low nominal share values in the UK, it remains a statutory safeguard of capital integrity.

From a regulatory standpoint, the FSMA 2000 applies where the transaction may constitute an offer of securities to the public, though PIPEs often avoid this classification by relying on exemptions under the UK Prospectus Regulation (assimilated law) and Prospectus Regulation Rules within the FCA Handbook. For instance, under Article 1 (4) (a) of the retained Prospectus Regulation, offers made exclusively to qualified investors are exempted from the prospectus requirement as well as offers to fewer than 150 natural or legal persons in the United Kingdom (Article 1 (4) (b)), or offers of securities with a high denomination (Article 1 (4) (c)).

PIPE transactions must also comply with the Disclosure Guidance and Transparency Rules (DTRs) and Listing Rules administered by the FCA. Specifically, listed companies must obtain

shareholder approval for significant share issues outside of pre-emptive offers.

Additionally, the Pre-Emption Group Guidelines, while not legally binding, are influential and broadly respected by institutional investors. These guidelines recommend that pre-emption rights be disapplied only within a limited framework: 10% of the issued share capital for general corporate purposes and a further 10% for acquisitions or specified investments.

In cases of structured PIPEs where convertible instruments are used, such as convertible loan notes or warrants, further statutory scrutiny applies. The nature of the conversion mechanism must not contravene the Companies Act 2006 provisions on capital maintenance and must be disclosed clearly to investors. The terms of conversion must be non-discretionary and transparent to avoid being declared void for uncertainty or potential abuse, especially considering judicial concerns highlighted in *Equitable Life Assurance Society v Hyman* [2002] 1 AC 408 (see section B.2 above).

Market conduct obligations also apply. Under the UK MAR, which remains in force as assimilated law, issuers and investors must avoid insider dealing and market manipulation. A PIPE arrangement may attract regulatory scrutiny if the conversion or resale is structured in a manner that disrupts market pricing or obscures relevant disclosure to the public. Specifically, Article 17 UK MAR imposes disclosure obligations on issuers to publicly announce inside information as soon as possible, which could include the execution of a PIPE agreement where it significantly alters the company's capital structure.

Although the UK legal framework permits PIPE transactions and recognises their utility as flexible financing tools, these arrangements are hedged by statutory limits on issuance, fiduciary duties under common law, pre-emption requirements, and detailed disclosure rules. Moreover, the UK legal tradition and conservative corporate governance within investors' industry place strong emphasis on fairness among shareholders and proper purpose in director decision-making, as seen in judicial precedents such as *Howard Smith Ltd* and *Eclairs Group Ltd* (see section B.2 above).

Furthermore, any PIPE involving convertible instruments must also comply with rules under the Listing Rules, including shareholder approval thresholds for transactions involving significant dilution or control shifts. These requirements serve as a safeguard against the kind of 'dilution spiral' seen in the Biopjhytis/Negma case. Notably, a mechanism whereby a fund acquires convertible bonds or warrants and then engages in serial conversion and resale, thereby depressing the share prices, would likely draw attention of the FCA, not only under market abuse rules, but also under broader concerns related to fair treatment of shareholders and compliance with corporate governance codes (see section B above).

Although the UK has not adopted the French terminology of OCABSA and does not use the term ‘equity line’ in regulatory texts, structures involving convertible loan notes with attached warrants, or standby equity distribution agreements (SEDAs), function in a similar manner (see section D below).

However, PIPE and SEDAs are rarely as aggressive in their economic impact, due in large part to shareholder scrutiny, investor pressure, and the UK’s culture of pre-emptive rights. As Professor Payne notes in her analysis of corporate finance practices, legal mechanisms must not undermine the substantive interests of existing shareholders even if they comply with the letter of the law (Payne, 2020). This principle is particularly important when evaluating whether practices akin to OCABSA would be acceptable under UK law. The answer is that, although legally feasible, the combination of FCA oversight, statutory protections, and market governance norms renders their aggressive use highly unlikely.

D. STANDBY EQUITY DISTRIBUTION AGREEMENTS (SEDAs) IN THE UK

The Standby Equity Distribution Agreements (SEDAs) are one of the closest instruments in the UK to the French OCABSA model. SEDAs are a form of forward equity financing that allows public companies to access capital incrementally over time. Under a typical SEDA, an investor – often a specialist fund – agrees to subscribe to new shares in tranches upon request by the issuer, usually at a discount to the market price. SEDAs thus provide a form of ‘on-demand’ equity financing, offering flexibility to the issuer while allowing the investor to monetise each tranche through resale on the secondary market.

While offering flexibility and avoiding the need for immediate capital raising through a large rights issue, SEDAs raise concerns similar to those identified in the Biophytis/Negma case. Namely, the ability of the issuers to trigger equity issuance in tranches can result in incremental dilution and price pressure due to repeated resale by the intermediary or specialist fund. This might create a ‘toxic financing or funding’ effect.

Under English law, SEDAs are permissible, but must adhere to strict corporate governance, company law, and market regulation requirements. Most fundamentally, issuers must comply with the Companies Act 2006, which governs the power to allot shares (section 549), the exercise of pre-emption rights (sections 561 – 576), and the prohibition on issuing shares at a discount to nominal value (section 580). If the company intends to issue shares under a SEDA without first offering them to existing shareholders, it must pass a special resolution disapplying pre-emption rights under section 570 CA 2006. These approvals are typically time-limited and capped by reference to the company’s issued share capital.

Additionally, issuers must comply with provisions of the FSMA 2000, particularly where tranches could fall within the definition of an ‘offer to the public’ or otherwise trigger a prospectus requirement under the UK Prospectus Regulation (assimilated law). Most SEDAs are structured to fall within the qualified investor exemption or the 150 natural or legal persons rule to avoid triggering a prospectus. However, should the aggregate size of issuance or the nature of the investor pool change, a prospectus may become mandatory (see section C above).

From a regulatory perspective, the FCA Listing Rules and Disclosure Guidance and Transparency Rules (DTRs) are particularly important. Specifically, listed companies must obtain shareholder approval for significant share issues outside of pre-emptive offers.

In the UK, SEDAs must comply with Pre-emption Group Guidelines (see section C) and shareholder approval processes, particularly where the issuance exceeds 10% of the existing capital base for general purposes, plus an additional 10% for acquisition or specified capital investment or where the arrangement would constitute a related party transaction. The FCA may scrutinize SEDAs under listing obligations, and the impact on market confidence is a key consideration.

The investor under a SEDA, especially where tranches are exercised repeatedly and the investor sells shares in the market shortly after subscription, may also be subject to market abuse rules. Under the UK MAR, both the issuer and the investor are subject to prohibitions on insider dealing (Article 8 assimilated law) and market manipulation (Article 12 assimilated law). Where tranches are timed strategically around price-sensitive information, there is a heightened risk of regulatory breach.

There is currently no direct UK case law on the enforceability or structure of SEDAs. However, general company law principles and judicial precedents on directors’ duties and capital maintenance apply. English courts would likely assess the commercial substance and fairness of the SEDA, particularly if challenged by minority shareholders. In such contexts, the decisions in *Howard Smith Ltd* and *Eclairs Group Ltd* remain influential (see section B.2 above).

Further, shareholder litigation may be initiated under Part 11 of the Companies Act (derivative claims) or section 994 CA 2006 (unfair prejudice) where significant value is destroyed. While no such claim has yet succeeded in the context of a SEDA, legal scholars have identified this as a potential flashpoint in the event of substantial dilution or where investor-agreed pricing leads to a downward share spiral. Hence, to avoid reputational or litigation risks the use of independent fairness opinions and heightened disclosure in SEDAs might be beneficial.

In summary, while SEDAs are legal and sometimes strategically useful in the UK context – because they facilitate tranche-based equity financing through investor agreements – their use is

tightly constrained by statutory requirements, listing rules, and principles of fiduciary accountability. Any attempt to use a SEDA in a manner similar to OCABSA structure in the Biophytis/Negma case – where conversion and resale result in substantial share price depreciation – would raise serious compliance and governance issues under UK law.

E. INVESTOR AND ISSUER PROFILES, AND INVESTMENT SERVICE QUALIFICATION IN PIPE AND SEDA

In practice, the investors that participate in PIPE and SEDA structures are usually specialist investment funds, including hedge funds, private equity vehicles, and structure finance entities. These entities often have the risk appetite and technical capability to price, manage, and rapidly unwind such transactions. They often focus on small-cap or distressed companies, except for SPACs in the US where PIPE investors are financing a listed cash-shell company that is a non-operating company (D’Alvia 2021, D’Alvia 2022) listed on regulated markets such as the New York Stock Exchange and NASDAQ.

Where the investor acts as a professional counterparty, merely subscribing for securities in its own account and not on behalf of retail clients, it may fall outside the direct scope of consumer protection rules in the UK. However, as noted in the MiFID and FSMA 2000 analysis earlier in this opinion, if the investor engages in repeat issuance, provides advice, or undertakes underwriting or placing activity, they are likely to fall within the regulated activities defined in the RAO 2001. This would generally require authorisation under Part 4A FSMA 2000, unless an exemption applies, such as the investor being a MiFID-authorised credit institution.

In most cases, PIPE and SEDA investors would either themselves be authorised under English law or operate through an authorised intermediary to comply with regulatory requirements. Where they act as underwriter or execute principal placement with resale intentions, they fall within the definition of investment firms under UK MiFID rules (assimilated law), as discussed in section B.1.

The companies most commonly engaging in PIPE and SEDA financing are typically small-cap listed companies, often on a multilateral trading facility such as the AIM (Alternative Investment Market) in London. These issuers may be in early-stage development, operating at a loss, or have limited access to conventional financing. While not exclusively in financial distress, such companies often face higher borrowing costs or fail to meet covenants for traditional bank lending, making alternative equity-linked solutions appealing. These funding are commonly used by issuers with constrained access to capital markets, or in need of flexible funding to support ongoing operations, acquisitions, or working capital. The discretionary nature of the drawdown facility in a SEDA and the absence of upfront fees or underwriting commissions can make it

attractive despite the risks of dilution. This profile mirrors the fact in the *Biophytis v Negma* case, where a biotech firm with limited liquidity sought repeat equity injections under structured convertible instruments, exposing shareholders to erosion of value.

The analysis under section B.1 regarding the application of UK MiFID rules is particularly relevant. The provision of PIPE financing or SEDA – involving the placement of convertible bonds or direct share subscriptions with resale strategies – may constitute an investment service under Annex I, Section A of MiFID (assimilated law). In particular A (6) underwriting of financial instrument, and A (7) placing of financial instruments without a firm commitment basis are services that squarely capture activities undertaken by PIPE and SEDA investors when they subscribe to securities with a view to resell, particularly if they influence pricing, structure the offer, or repeat the transactions as part of their business model.

This triggers the authorisation requirement under section 19 FSMA 2000, unless one of the narrow exemptions under Article 2 of MiFID II applies (e.g. as noted, for credit institutions or own account dealing under limited conditions). Thus, the investment service qualification does apply to such investors, depending on their function in the transaction chain, and not merely how the arrangement is labelled in legal documentation. If a fund acts as an underwriter or arranger in practice – even without explicit underwriting terms – it may fall within the FCA’s regulatory perimeter. This reflects a substance-over-form approach in regulatory classification, as upheld in FCA enforcement and court interpretation of FSMA 2000. This interpretive approach is particularly relevant to PIPE or SEDA transactions, where funds may act in ways that closely resemble underwriting or placing, even if they avoid using those exact terms. In the landmark case *Financial Conduct Authority v Asset Land Investment Plc* [2016] UKSC 17⁶ this landmark case exemplifies the substance-over-form doctrine in FSMA 2000 enforcement. The Supreme Court considered whether the sale of land plots in a collective scheme, structured in a deliberately ambiguous manner, constituted a collective investment scheme (CIS) under FSMA 2000. The promoters argued that their arrangements did not meet the formal definition of a CIS, but the

⁶ See also *Sinclair v Versailles Trade Finance Ltd* [2011] EWCA Civ 347 and *FCA v Avacade and Others* [2020] EWHC 1673 (Ch). The first case despite being focused on the issues of restitution and constructive trusts in a fraud context endorsed the view that regulated activities must be assessed by the role played in practice, not merely contractual classification. This reasoning supports the FCA’s position that firms or individuals operating without authorisation but performing regulated functions cannot escape liability by refraining their role. In the second case the FCA successfully argued that the defendants were carrying out regulated activities without authorisation, including making arrangements with a view to transactions in investments under Article 25 RAO. The High Court held that activities such as introducing clients and facilitating transactions – even when not formally labelled as investment advice or execution – constituted regulated activity due to their practical effect and risk profile.

Court rejected this and affirmed that courts should assess the real substance of the transaction, not merely its wording or marketing structure. Lord Sumption clarified that the statutory definitions under FSMA 2000 must be construed functionally, so as not to allow regulatory evasion by formalistic design. The case stands for the proposition that regulatory characterisation turns on effect, not form, and is directly relevant to funds engaging in PIPE or SEDA deals that replicate underwriting risk or functionality without the formal designation. Furthermore, this case illustrates that a wide approach is taken to ‘arranging’ and ‘dealing’ activities, which would likely apply to an investor in a PIPE or SEDA transaction if they structure, market, or repeat equity-linked tranches resembling investment services.

F. MARKET PRACTICE AND REGULATORY WARNINGS: UK RESPONSE

The AMF’s 2020 public warning explicitly categorised equity line structures as high-risk, especially when issues enter into agreements with investors whose business model involves reselling shares in the secondary market shortly after conversion. The AMF stated that such transactions can severely disrupt share prices, mislead investors, and risk creating a negative price spiral.

While the FCA has not issued an equivalent thematic warning, similar concerns have surfaced in market commentary and practitioner literature. For example, the UK Investment Association and other institutional stakeholders have flagged risks associated with excessive dilution and lack of transparency in such financing arrangements. Legal scholars such as Professors Ferran and Payne have discussed the need for safeguards against capital-raising strategies that might undermine corporate governance or circumvent proper shareholder consultation.

The UK Listing Authority may scrutinise such financing models if they are viewed as circumventing listing obligations or the intention behind pre-emption rules. Particularly under the UK Corporate Governance Code, companies are expected to treat shareholders fairly and to avoid creating structures that privilege certain insiders or institutional actors at the expense of retail investors.

Whereas the French courts have had to adjudicate complex disputes around equity line contracts (as in *Biophytis/Negma*), in the UK such issues are often addressed pre-emptively by means of corporate governance standards and institutional investors scrutiny. However, in extreme cases, claimants might seek equitable relief for oppressive conduct or breach of fiduciary duties, though these claims are rarely successful absent bad faith or fraud (*Re a Company (No 00709 of 1992)* [1999] 1 WLR 1092).

G. CONCLUSIONS

The UK legal system permits structured equity financing arrangements similar to the French OCABSA model, but subject to substantial regulatory, procedural, and fiduciary controls. While there is no explicit warning akin to the AMF's stance, English company law imposes effective limitations through rules on share pricing, pre-emption, and disclosure. Moreover, the need for FCA authorisation ensures that entities engaging in this form of financing are within the regulatory perimeter.

Although the UK has not seen extensive litigation around PIPE structures akin to the disputes seen in the French courts, the legal principles governing directors duties, shareholder equality, and abuse of discretion provide a robust judicial framework. If a SEDA or a PIPE were deployed in a manner that disproportionately harmed shareholder value or subverted procedural norms, these principles would offer a legal foundation for challenge, whether by way of derivative action under Part 11 of the CA 2006 or through unfair prejudice claims under section 994 CA 2006.

While case law dealing with SEDAs or PIPEs is sparse, the judicial emphasis on fiduciary duties, proper purpose doctrine, and shareholder fairness offers sufficient legal doctrine to assess the enforceability, and legitimacy of these financing instrumenting in a UK context. The principles laid down in *Brady*, *Howard Smith*, and *Eclair*s (see section B.2 above) collectively illustrate a clear judicial reluctance to tolerate equity financing structures that appear to manipulate market outcomes or circumvent the procedural rights of shareholders. These cases thus lend considerable jurisprudential support to any analysis or litigation involving potentially abusive or manipulative use of equity-linked financing in UK-listed companies.

For equity-linked instruments such as PIPEs or SEDAs, a prospectus is typically not required if the issuance falls under a private placement exemption (e.g. offered only to qualified investors) (see sections C and D above). This exemption remains preserved in UK law post-Brexit, but issuers must still comply with relevant FCA disclosure and market conduct rules, including under the UK MAR and the Listing Rules.

Ultimately, while the Biophytis/Negma litigation reflects growing tension around equity line financing in the French market, UK law provides a nuanced but robust framework that indirectly mitigates many of the risks identified by the AMF, particularly through its emphasis on shareholder rights, director duties, and market integrity (section E).

H. REFERENCES

Abraham K. S., *Distributing Risk: Insurance, Legal Theory and Public Policy* (Yale University 1986)

Armour J, 'Legal Capital: the UK Perspective' *European Business Organization Law Review* (2006)

D'Alvia, D., *The Speculator of Financial Markets: How Financial Innovation and Supervision Made the Modern World* (Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2023).

D'Alvia D., 'From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in Europe, the UK, and the US' (2022) *The Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 201 – 238.

D'Alvia D., *Mergers, Acquisitions, and International Financial Regulation: Analysing Special Purpose Acquisition Companies* (Routledge 2021)

Ferran E., Ho L. C., *Principles of Corporate Finance Law* (2nd OUP 2014)

Haggard K. S., et. al., 'PIPEs Around the World' (2009) 12 (4) *The Journal of Private Equity*, 57 – 68

Hamilton I., Newton J., 'PIPE Investments in UK Listed Companies – an Equity Capital Raising Alternative' (2010) 5 (1) *Capital Markets Law Journal*, 21 – 29

Hill J., 'Debunking the Myths of Shareholder Primacy: the UK Model' (2019) 19 *Journal of Corporate Law Studies*

Jones B. A., et. al., 'Structuring PIPE Transactions in Key European Jurisdictions' (2003) 37 (1) *American Bar Association (ABA)*, 23 – 42

Gullifer L., Payne J., *Corporate Finance Law: Principles and Policy* (3rd ed. Hart Publishing 2020)

Rofe Douglas, 'International PIPEs: Rules, Regulations, and an Overview of the Capital Markets in the United Kingdom' in *The Issuer's Guide to PIPEs: New Markets, Deal Structures, and Global Opportunities for Private Investments in Public Equity* (Steven Dresner ed.) (Wiley 2012) 65 – 79.

ANNEXE 5 : Réponse pour l'Italie

Auteurs :

Avv. Grazia Bonante, Lener & Partners, Italy

Prof. Avv. Paola Lucantoni, Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari, Dipartimento di Giurisprudenza, Università di Roma Tor Vergata

- 1) Would the Intermediary be subject to any kind of regulatory authorization (for example the one required for underwriting)? If such an authorization, control or supervision seems applicable, could you provide us simply with the drafting of the applicable hard or soft rules/regulation/decision defining the scope of this authorization, control or supervision (English version if possible).**

In principle yes. Based on certain Consob's indications, it would seem that “underwriting only” – in the context of an overall transaction aimed at a capital increase and at the subsequent resale of the instrument issued in the context of such capital increase – might fall under the scope of underwriting and, therefore, subject to regulatory authorization under Italian law, if and to the extent any such activity is carried out by way of business and *vis a vis* the public into Italy.

In its Communication No. DIN/0019719 of 13 March 2014 (v. annexe 7), CONSOB clarified that the reference in Article 1, paragraph 5, letter c), of the Italian Consolidated Law on Finance (TUF) to “*underwriting and/or placement*” must be interpreted as meaning that “underwriting only” is, in itself, a regulated investment service, irrespective of whether a placement activity is also carried out.

This interpretation marks a shift from a previous position taken by CONSOB in a communication (No. 97006080) dating back to 1997 (issued before the implementation of the MiFID I), in which Consob took the view that the subscription by a bank of the entire capital increase of shares of a listed issues with a view to reselling the instruments so subscribed to clients as principal (i.e., in the context of the provision of the service of dealing for own account) did not amount to a placement, since “placement” (as opposed to “underwriting and/or placement”) was, at that time, construed as an agreement with an issuer for the allocation among the public of newly issued instruments.

In the above-mentioned Communication issued on 2014, however, CONSOB changed its position stating that:

“The activity of a sponsor accompanied by the subscription and holding in portfolio of the financial bills seems to fall within the scope of the investment service provided under Article 1, paragraph 5, letter c), of the TUF, i.e., ‘underwriting and/or placement on a firm commitment basis’. Such activity, consisting in a ‘subscription without placement’, clearly falls within the perimeter of said provision, which — by employing the phrase ‘underwriting and/or placement’ — includes subscription alone, even if not followed by a placement” (unofficial English translation of the original Italian text).

Therefore, underwriting alone, when it implies a firm commitment *vis-à-vis* the issuer and is made in contemplation of the subsequent resale of the subscribed securities, falls within the regulatory scope of MiFID-based investment services and requires a prior authorisation.

2) Are such instruments used in your jurisdiction? Have they been the subject of litigation and/or academic publications?

To our knowledge, such instruments are not commonly used in the Italian market or, in any event, not in a structured or widely disclosed manner. Their application, if any, appears to be occasional and not publicly reported. We are not aware of any significant litigation or academic publications specifically addressing these structures in the Italian context.

3) Are there any laws or regulations (be it company law (i.e. rules on financial assistance, prohibition to issue shares at a discount...), commercial law or otherwise) that would govern or limit the use or characteristics of these instruments in your jurisdiction?

Recourse to such instruments in the Italian legal system is subject to several limitations, particularly under company law and, in specific circumstances, also under insolvency law.

From a company law perspective, convertible bonds entail an increase in share capital through the issuance of new shares upon conversion. This triggers the application of Article 2441 of the Italian Civil Code, which governs the exclusion or limitation of pre-emption rights. Paragraphs from 4 to 6 of Article 2441 are especially relevant in this context.

Under paragraph 4, pre-emption rights may be excluded by the shareholders' meeting "*when the newly issued shares are to be subscribed for by third parties, provided that the board of directors drafts a written report setting out the reasons for the exclusion [of any such pre-emption rights] and the criteria to be used to determine the issue price.*" Such report must be submitted to the board of statutory auditors and to the external auditors of the company, both of whom are required to express an opinion on the fairness of the issue price.

Moreover, paragraph 5 allows a simplified procedure — without the need to provide reasons thereof — only if the exclusion is:

- expressly authorised by the by-laws, and
- within the limit of 10% of the pre-existing share capital, provided that the issue price corresponds to the market value of the shares and that this is confirmed by a specific report by the statutory auditors.

According to paragraph 6, "*in any case, the issue price of the shares must be determined based on the company's equity value, taking into account also the market price recorded over the previous six months.*"

These provisions are aimed at preventing an unjustified dilution of existing shareholders and limit the extent to which financial instruments incorporating aggressive discounting or equity-

linked upside (as typically required by investors in distressed situations) may be lawfully structured. In practice, this makes it difficult to embed within such instruments a level of remuneration that would reflect the risk borne by the lender — other than through modest, “physiological” discounts to the issue price.

In addition, certain insolvency law principles may further restrict the use of these instruments. Where the issuer is in a situation of financial distress, and the intermediary is aware (or should be aware) of such condition, the financing arrangement may fall under scrutiny as a fraudulent or preferential transaction under Italian bankruptcy law.

- 4) **Are you aware of any practices based on different but comparable arrangements, in your jurisdiction? Have they been the subject of litigation and/or academic publications? Are there any peculiar laws or regulations that govern or restrict such arrangements? For a description of practices which are akin to the one described above and which pursue a similar economic objective for the issuer, please see the Appendix below (annexe 7).**

To our knowledge, such arrangements have never been the object of litigation or formal court decisions in our jurisdiction, nor have they been the subject of extensive academic analysis.

Under Italian company law, shares carrying a nominal value may not be issued at a price below that value. However, it is possible for companies to issue shares without nominal value (*azioni senza valore nominale*), as expressly permitted by Article 2346, paragraph 3, of the Italian Civil Code. In such cases, no minimum threshold applies in terms of nominal value, but the issue price must still comply with substantive legal requirements.

Specifically, pursuant to Article 2346, paragraph 5, and Article 2441 of the Italian Civil Code, the shareholders’ meeting must determine the issue price, which must be consistent with the company’s equity value and, for listed companies, take into account recent stock market prices. Where pre-emption rights are excluded or limited, the board of directors is required to provide a detailed explanatory report justifying the exclusion and the criteria adopted for setting the price. This report must be reviewed by the statutory auditors or the external auditor, who must issue an opinion on the fairness of the price.

Within this framework, reserved capital increases may lawfully incorporate moderate discounts to the market price, and equity-linked instruments such as convertible bonds or warrants can be structured accordingly. However, the ability to implement such instruments in a flexible manner is limited by the procedural and valuation safeguards embedded in Italian company law.

ANNEXE 6 : FSMA, Communication « Les risques liés aux émissions d'obligations convertibles et autres equity lines par des sociétés cotées en difficulté financières »



AUTORITÉ
DES
SERVICES
ET MARCHÉS
FINANCIERS

Communication

FSMA_2023_02 du 1/02/2023

Les risques liés aux émissions d'obligations convertibles et autres equity lines par des sociétés cotées en difficultés financières

Résumé/Objectifs:

La FSMA a constaté que des sociétés cotées en difficultés financières émettent de plus en plus souvent des instruments financiers convertibles en actions pour combler leurs besoins de financement. Les bénéficiaires de ces instruments sont généralement des parties qui n'ont pas l'intention de devenir actionnaires de ces sociétés.

La FSMA souhaite attirer l'attention des investisseurs sur les risques liés à ce type de financement. Elle désire par ailleurs rappeler aux sociétés cotées leurs responsabilités lorsqu'elles émettent de tels instruments et, enfin, sensibiliser les bénéficiaires de ces instruments aux règles de marché applicables.

1. Quelles sont les caractéristiques d'un financement de ce type ?

Il se présente souvent sous la forme d'une émission par l'entreprise d'obligations convertibles à l'intention d'un ou de quelques bailleurs de fonds, éventuellement accompagnée d'une émission de droits de souscription ou warrants.

Une obligation convertible est un instrument financier présentant les mêmes caractéristiques qu'une obligation ordinaire¹ mais qui offre en outre au porteur le droit, durant une certaine période et à certaines conditions, de convertir l'obligation en actions au lieu de récupérer le capital en espèces. Le montant de l'emprunt obligataire peut alors être converti en actions à un prix de conversion convenu à l'avance entre le prêteur et l'émetteur.

Les obligations convertibles sont généralement émises avec une prime de conversion par rapport au cours de bourse au moment de leur émission. Une société dont l'action cote 22 euros émettra par exemple une obligation convertible assortie d'un prix de conversion de 25 euros par action. Si elle émet une obligation d'une valeur nominale de 100.000 euros, le créancier pourra l'échanger contre 4.000 actions de la société.

L'on a cependant constaté que des entreprises en difficultés financières et n'ayant plus accès à d'autres sources de fonds (telles que des prêts bancaires ou une émission d'actions ou d'obligations

¹ Les obligations sont des instruments financiers qui représentent un prêt accordé par des investisseurs à la société émettrice. Les obligations sont généralement émises pour une durée déterminée, au bout de laquelle l'entreprise devra rembourser le montant emprunté aux porteurs des obligations. Dans l'intervalle, les obligataires perçoivent des intérêts

ordinaires), font un autre usage de ces instruments en émettant des obligations convertibles avec un prix de conversion inférieur de 10 % par exemple au cours de bourse au moment de la conversion.

En reprenant l'exemple décrit plus haut, les scénarios suivants peuvent ainsi se produire au moment où la conversion devient contractuellement possible :

	Scénario 1 :	Scénario 2 :	Scénario 3 :
	Le cours grimpe de 25 %	Le cours ne change pas	Le cours baisse de 25 %
Cours au moment de la conversion	€ 27,78	€ 22,22	€ 16,67
Prix de conversion (cours de bourse avec décote de 10 %)	€ 25	€ 20	€ 15
Nombre d'actions à émettre	4.000	5.000	6.665
Bénéfice du financier si le cours ne change pas ²	☒ € 11.000 (11 % de la valeur nominale de l'obligation)		

Plus le cours sera faible au moment de la conversion, plus la dilution des actionnaires existants sera forte.

Ce mécanisme, qui consiste à émettre de nouvelles actions à un prix inférieur au cours de bourse, a été facilité par l'entrée en vigueur du Code des sociétés et associations (« CSA ») en 2020. En vertu de l'ancien Code des sociétés, un prix d'émission minimum fixé par la loi devait être respecté lors d'émissions d'actions à l'occasion desquelles le droit préférentiel était limité ou supprimé en faveur de personnes déterminées. Sous l'ancien code, ce mécanisme ne pouvait ainsi être mis en place que si les bénéficiaires n'étaient pas connus au préalable. La FSMA a constaté que si ce mécanisme ne se rencontrait, avant 2020, que lors d'opérations structurées sous la forme de placements privés accélérés (également appelés "*accelerated book buildings*" ou ABB), ce n'était plus le cas depuis : il n'est désormais plus utilisé que dans le cadre d'émissions au profit de personnes connues à l'avance. La FSMA a en outre observé une utilisation plus fréquente de tels instruments depuis 2020.

Outre la décote sur le cours de bourse au moment de la conversion, les entreprises qui émettent de tels instruments financiers doivent en général également payer d'importantes commissions aux bailleurs de fonds en échange de la mise à disposition du financement (ce que l'on appelle les *commitment fees*).

Certains bailleurs de fonds, souvent sous la forme de fonds d'investissement, ciblent spécifiquement ce type d'instrument financier afin de vendre immédiatement les actions acquises à la suite de la conversion et ainsi d'encaisser le bénéfice résultant de la décote accordée par rapport au cours de bourse.

² Soit le bénéfice que le bailleur de fonds engrangerait s'il pouvait vendre immédiatement toutes les actions au même cours qu'au moment de la conversion. En réalité, il faut normalement plusieurs jours avant que les actions soient cotées et que le bailleur de fonds puisse les vendre en bourse, et le cours de l'action pourrait alors avoir augmenté ou diminué.

2. Quels risques ce type de financement comporte-t-il ?

Pour les actionnaires existants, les principaux risques associés à ce type de financement sont les suivants:

- **Dilution**

La conversion en actions entraînera souvent une dilution importante de la participation des actionnaires existants. Le nombre d'actions d'une société cotée belge a, par exemple, été récemment multiplié par neuf, ce qui correspond à une dilution d'environ 90 % pour les actionnaires existants. À titre d'exemple, les actionnaires qui possédaient 10 % des actions de cette société n'en détenaient plus - après dilution - qu'1 %.

L'opération risque en outre d'entraîner une dilution financière significative puisque les actions sont émises à un cours inférieur à celui du marché.

- **Pression sur le cours**

L'émission de nouvelles actions à un prix inférieur au cours de marché suivie d'une vente immédiate de ces actions en bourse va exercer une pression baissière importante sur le cours de la société cotée. Une étude publiée en octobre 2022 par l'Autorité française des marchés financiers (AMF) est à cet égard révélatrice. Parmi les 69 sociétés de l'échantillon, 57 ont chuté en moyenne de 72 % en bourse et 20 d'entre elles ont même vu leur cours dégringoler de plus de 90 %³.

3. Qu'en est-il des sociétés cotées belges ?

La FSMA a détecté ce type d'opération de financement auprès de 9 sociétés soumises à son contrôle.

La FSMA a principalement constaté que:

- Les émetteurs qui recourent à ce type de financement sont pour la plupart des biotechs ou des medtech en difficultés financières.
- Les parties qui procurent ce type de financement sont essentiellement des fonds d'investissement étrangers spécialisés dans ce genre de transactions.
- Les sociétés émettent souvent ces instruments en utilisant le capital autorisé, c'est-à-dire le pouvoir d'augmenter le capital conféré au préalable par l'assemblée générale au conseil d'administration.
- Le financement est octroyé avec un volet pouvant être converti en actions, le plus souvent par le biais d'une émission d'obligations convertibles. Ces obligations peuvent souvent être converties en actions immédiatement après leur émission, à la demande du bailleur de fonds.

³ Pour plus d'informations à ce sujet : [Octobre 2022 – étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou equity lines](#)

- Les clauses de conversion prévoient qu'en cas de conversion les actions soient émises au profit des bénéficiaires avec une décote par rapport au cours de bourse⁴ au moment de la conversion. Les décotes sont généralement de 5 à 8 %, mais des décotes plus importantes, de l'ordre de 20 %, ont également été observées.
- La transaction a le plus souvent pour objectif de fournir un financement. Les bailleurs de fonds bénéficiaires de la conversion se constituent donc rarement une participation dans la société cotée dans laquelle ils investissent. Un seuil de transparence n'a été franchi que dans quelques cas et la participation a d'ordinaire été réduite rapidement (c'est-à-dire quelques jours plus tard).
- L'ampleur du financement fourni est souvent importante par rapport à la capitalisation boursière de l'émetteur. Le montant du financement s'élève en moyenne à 30 % de la capitalisation boursière au moment de son octroi. Dans certains cas, le financement consenti est même égal à la capitalisation boursière de l'émetteur au moment de la conclusion de la convention avec le prêteur.
- Les émetteurs ne peuvent en général pas faire appel en une fois à la totalité du financement convenu. La convention entre l'émetteur et le prêteur prévoit souvent des périodes d'attente à respecter. L'émetteur est alors par exemple autorisé à émettre un certain nombre d'obligations convertibles une fois par mois pendant un an. Dans ces cas, le montant du financement inclus dans la convention est en fait un montant maximum qui ne pourra pas nécessairement être appelé dans son intégralité.

4. À quoi les investisseurs doivent-ils être attentifs en présence d'un tel financement ?

La FSMA recommande aux investisseurs de prendre connaissance des informations publiées par l'émetteur. Elles sont disponibles sur le site web de l'émetteur, dans le rapport du conseil d'administration concernant l'émission, dans les éventuels communiqués de presse qui l'accompagnent et, le cas échéant, dans un prospectus de cotation.

À quoi prêter attention ?

- Par quel **type de bailleur de fonds** le financement est-il apporté ? Envisage-t-il de devenir actionnaire de l'émetteur (est-il une entreprise du secteur par exemple) ? Le risque de voir le cours mis sous pression augmente si le bailleur de fonds prévoit de vendre les actions directement en bourse en cas de conversion.
- Dans quelle mesure les intérêts des actionnaires existants peuvent-ils être **dilués** ? Plus le cours de bourse sera bas au moment de la conversion, plus la dilution sera importante. Les cours de bourse utilisés par l'émetteur dans ses scénarios pour estimer la dilution potentielle peuvent en donner une idée. Selon l'étude précitée de l'AMF, il n'est pas rare de voir le cours de bourse chuter de 70 %.
- À quel **prix de conversion** le porteur d'obligations peut-il les convertir en actions ? Plus la décote par rapport au cours de bourse est élevée, plus l'impact négatif probable sur ledit cours sera important.

⁴ Il s'agit souvent d'une décote par rapport au *1-day Volume Weighted Average Price (VWAP)* le plus bas sur une période d'une dizaine de jours précédant la conversion.

- Quelle est l'**ampleur du financement** par rapport à la capitalisation boursière de l'émetteur? En supposant que l'entreprise puisse l'utiliser intégralement, plus le financement est de grande envergure, plus son effet négatif probable sur le cours de bourse sera marqué.
- La convention entre le prêteur et l'émetteur inclut-elle des **clauses restrictives (covenants)** ? La convention peut par exemple prévoir une clause de volume minimum de transactions en bourse. Elle impose également parfois une clause interdisant toute suspension de la cotation. Si les conditions ne sont pas respectées, l'émetteur risque de ne plus pouvoir faire appel aux fonds non encore débloqués.
- **Quand** l'émetteur peut-il **faire appel** aux fonds ? Peut-il les mobiliser entièrement en une fois (par le biais d'une seule émission d'obligations convertibles pour la totalité du financement)? Ou doit-il les prélever par tranches échelonnées dans le temps (au moyen de plusieurs émissions d'un nombre limité d'obligations convertibles, entrecoupées de périodes d'attente, dans un délai prédéterminé) ? Dans ce dernier cas,
 - le montant du financement inclus dans la convention entre l'émetteur et le prêteur est donc en réalité un montant maximum. Dans la pratique, il se peut que l'émetteur ne *puisse* ou ne *veuille* pas utiliser le montant total du financement, faute de respecter toutes les clauses de la convention conclue entre le prêteur et l'émetteur par exemple. Il existe un risque que l'émetteur ne soit pas en mesure d'utiliser la totalité du financement.
 - le bailleur de fonds va acquérir des obligations convertibles à des moments différents. S'il convertit ensuite ces obligations en actions et les vend en bourse, le cours subira une pression baissière. Cette pression persistera probablement pendant toute la période de financement.

Les entreprises peuvent émettre ce genre d'instruments en utilisant le **capital autorisé**, c'est-à-dire le pouvoir d'augmenter le capital conféré au préalable par l'assemblée générale au conseil d'administration. Il est important que les actionnaires se montrent critiques lorsque l'octroi de tels pouvoirs est mis à l'ordre du jour de l'assemblée générale.

5. À quoi les sociétés cotées doivent-elles prêter attention ?

Responsabilité

La FSMA demande aux sociétés cotées et à leurs administrateurs de bien réfléchir avant d'émettre de tels instruments et d'être conscients de la responsabilité qu'ils prennent en le faisant.

Information privilégiée

La FSMA attire leur attention sur l'obligation qui leur est faite d'informer le marché à temps et de manière complète et correcte. Ils doivent veiller en particulier à rendre toute information privilégiée publique dès que possible.

Information

Elle leur rappelle que le conseil d'administration est tenu de rédiger un rapport en cas d'émission, au titre ou non du capital autorisé, d'obligations convertibles en faveur de personnes déterminées. Ce rapport doit justifier l'opération et le prix d'émission en tenant compte en particulier de la situation financière de la société, de l'identité des bénéficiaires, ainsi que de la nature et de l'importance de leur apport.

La FSMA estime que le rapport doit au moins également comprendre les éléments suivants :

- une description précise des conditions de la convention ;
- une illustration à l'aide de scénarios de la dilution totale potentielle des actionnaires ;
- une explication quant à l'objectif poursuivi par le bailleur de fonds concerné.

Respect de la réglementation en matière de transparence

Si un prêteur effectue plusieurs conversions sur une courte période, le nombre total de droits de vote de la société se verra plusieurs fois modifié dans ce laps de temps. Étant donné que ce nombre, appelé dénominateur, est nécessaire pour permettre des notifications de transparence correctes, la FSMA appelle les entreprises dans cette situation à publier un changement de dénominateur sur une base régulière, c'est-à-dire après chaque émission d'actions et donc sans attendre la fin du mois. Si cela n'est pas possible, la FSMA demande à être informée du nouveau dénominateur au moins après chaque émission afin de pouvoir mettre à jour le formulaire de notification TR-1 BE.

Obligation éventuelle de publier un prospectus

Les émetteurs doivent également tenir compte de l'obligation de publier un prospectus, notamment lorsqu'il n'est plus possible de se prévaloir du seuil de 20 % fixé par l'article 1(5)a de la directive (UE) 2017/1129. En cas de dépassement de ce seuil, l'émetteur devra rédiger et faire approuver un prospectus de cotation en tenant compte de toutes les exigences d'information applicables en la matière.

6. À quoi les bailleurs de fonds doivent-ils prêter attention ?

Manipulation de marché

Les bailleurs de fonds sous la forme d'obligations convertibles ou sous d'autres formes présentant des caractéristiques similaires doivent s'assurer - s'ils vendent les actions acquises – de l'absence d'activités ou de comportements pouvant être qualifiés de manipulation de marché.

Au moment de la conversion, ils acquièrent en général une grande quantité d'actions. S'ils veulent ensuite vendre rapidement ces actions en bourse, cela créera une pression baissière sur le cours. Un risque de manipulation du marché apparaît alors, surtout si le bailleur de fonds a un intérêt pécuniaire à influencer le cours de l'action ou les volumes échangés (par exemple, en fonction des conditions de la convention).

La mesure dans laquelle les ventes effectuées représentent une proportion significative du volume d'échange quotidien de l'action constitue entre autres un indicateur pertinent pour déterminer s'il y a manipulation de marché. La mesure dans laquelle les ventes entraînent des fluctuations significatives du cours de l'action est un autre critère à cet égard.

Information privilégiée

Il est en outre rappelé qu'il est interdit à quiconque d'effectuer des opérations d'initiés. Une information privilégiée pourrait notamment survenir lors de la négociation entre parties concernées du contrat qu'elles souhaitent conclure au sujet d'un financement.

Obligation de déclaration: positions short nettes et participations importantes

Enfin, la FSMA rappelle aux personnes concernées qu'elles sont tenues de déclarer d'éventuelles positions *short* nettes ainsi que des participations importantes. Cette information permettra aux autres investisseurs de se faire une idée complète de la position en actions de la société que le bailleur de fonds a pu se constituer et ainsi d'éviter qu'ils soient induits en erreur.

ANNEXE 7: CONSOB, Communication

Communication DIN/0019719 of 13-3-2014

sent to the company ...

SUBJECT: Request for clarification regarding the activities that may be carried out by a SIM authorised to carry out exclusively the investment advisory service, pursuant to Article 1(5)(f) of the Tuf.

Reference is made to the note dated ... (prot. no. ... of ...), with which this company requested some clarifications regarding the type of operations that it intends to carry out as a SIM following the authorisation by Consob to carry out the investment service in question, and the consequent registration in the SIM register.

More in detail, this company represented that it intended, following the completion of the necessary formalities, to submit an application for authorisation to provide the service referred to in Article 1(5)(f) of the Consolidated Law on Finance (investment advice, without holding, even temporarily, liquid assets and/or financial instruments pertaining to clients and without assumption of risk by the company itself), and consequently to apply for registration in the SIM register.

Once the authorisation had been obtained, this company would have the intention of *'also carrying out the activity of sponsor'* as outlined by Law No 43 of 13 January 1994 ('Law on financial bills of exchange'), *'exclusively in relation to issues of financial bills of exchange that will be assisted [to the extent of not less than 25 per cent of their value, by guarantees provided by a bank or an investment company, pursuant to Article 1, paragraph 2-quinquies of the aforementioned law], therefore without any obligation to hold securities in the portfolio'*.

In this regard, this company, while believing that *'there is no impediment for a purely advisory SIM to carry out this activity'*, has nevertheless asked the undersigned to confirm whether this interpretation complies with the relevant legislation in force.

In addition, this company has represented that it intends to continue to provide, also as a SIM, the activities, performed to date, consisting of (i) *"compliance services (drafting of models, procedures, proxy and power systems, presentation and BP documents, etc.)"*; (ii) *"financial communication"*; and (iii) *"assistance in corporate secretarial matters"*. These activities, in particular, would continue to be performed insofar as they are *'connected with or otherwise instrumental to the exercise of the investment service in relation to which the company will be authorised'*, i.e., investment advice.

In this regard, this company has, therefore, asked the undersigned to confirm that the same, *'once the Authorisation has been obtained, may also carry out such activities as they qualify as "connected or instrumental activities" within the meaning of Article 18, paragraph 4, of the Tuf.*

* * *

Before proceeding to examine the question formulated by this company, it would seem

appropriate to point out that, in order to be authorised to provide the investment advisory service, and, therefore, to maintain this authorisation and the consequent registration on the SIM register, the applicant company must actually perform, following the aforementioned measure, the service in question, which, it should be recalled, consists in the "*provision of personalised recommendations to a client, at his request or on the initiative of the investment advisor*".

service, in respect of one or more transactions relating to a specific financial instrument. A recommendation is customised when it is presented as suitable for the client or is based on consideration of the client's characteristics. A recommendation is not customised if it is disseminated to the public by means of distribution channels" (Article 1, paragraph 5-*septies*, Tuf, as amended following the entry into force of Directive 2004/39/EC (so-called MiFID), and its consequent transposition by Legislative Decree No. 164/2007)¹.

With reference to the question submitted by this company, the following is noted.

1. The first question submitted the writer's attention concerns the admissibility, for a 'pure advisory' SIM, to also perform the activity of *sponsor* pursuant to Law No. 43/1994 (hereinafter, also the 'promissory note law'), if the latter activity is performed exclusively in connection with issues of promissory notes assisted by the guarantees provided for by Article 1, paragraph 2-*quinquies* of the aforementioned law.

In this regard, in order to more easily frame the question formulated by this company, it is deemed useful to preface it with a brief summary of the regulatory framework currently in force in respect of promissory notes.

Bills of exchange - qualified by Law No. 43/1994 as 'securities' and, therefore, having the nature of financial instruments within the meaning of Article 1(2)(a) of the Tuf - may be issued by companies and entities '*not having equity securities traded on regulated or unregulated markets [...] subject to the presence*' of certain requirements, including, in particular

1. the circumstance that the issue is assisted, as *sponsor*, by a bank, an investment firm, an SGR, an SGA or a SICAV, '*which assists the issuer in the process issuing the securities and supports it in the placement of the securities*';
2. the further circumstance that the *sponsor* retains in its portfolio, until natural maturity, a share of the securities issued of not less than a certain percentage, varying according to the amount of the issue.

The obligation of the *sponsor* to (subscribe to and) maintain a share of the securities issued is waived if the latter is backed, to an extent of not less than 25 per cent of its value, by guarantees provided by a bank or an investment company (Art. 1(2-*quinquies*)).

In summary, the *sponsor* must:

- support the company during the securities issue procedure and the placement phase;
- monitor the issuer's assets (reporting, for each issuer, whether the amount of outstanding promissory notes exceeds total current assets, as evidenced by the latest approved financial statements, and classifying the issuer's credit quality);
- keep in its portfolio, until natural maturity, a portion of the securities issued, if the issue is not backed by one of the guarantees provided for by law.

¹ In this regard, see the fact sheet "*First guidelines on investment advice*" contained in the Consob document containing the Outcome of the consultations for the issuance of the new Intermediary Regulations, dated 30 October 2007, also available at www.consob.it.

Having said this with regard to the institution of promissory notes and the related role of the *sponsor*, it is necessary, for the purpose of answering the request for clarification in question, to proceed to the legal framework of the activity carried out by the *sponsor* in the context of the issuance of such financial instruments.

To this end, a distinction must be made between the case in which the SIM carries out an activity as a 'mere' *sponsor* and case in which it also fulfils, in the cases envisaged by the promissory note law, the obligation to (subscribe to and) maintain in its portfolio a portion of the issue:

(I) the *sponsor's* activity accompanied by the holding in portfolio of the promissory notes issued appears to be attributable to the investment service referred to in Article 1, paragraph 5, letter *c*), of the Tuf, i.e. "*underwriting and/or placement with underwriting or underwriting of the issuer's guarantee*". This segment of *sponsor's* activity, in fact, consisting of "underwriting without placement", appears to fall fully within the perimeter of the aforementioned article of the Tuf, which, by employing the phrase "underwriting and/or placement", also reserves the activity of underwriting separate from placement to SIMs authorised for this service.

The activity of *sponsor* accompanied by the holding in the portfolio of the financial bills issued, therefore, appears to be reserved solely for investment firms authorised to the service of '*underwriting and/or placement with underwriting or underwriting against the issuer*', as referred to in Article 1(5)(*c*) of the Tuf;

(II) differently, the activity of *sponsor* not accompanied by the maintenance in portfolio of the financial bills issued - inasmuch as, for example, the related issue is backed by one of the guarantees provided for by Law No. 43/1994 - does not appear to be attributable to any of the investment services indicated in Article 1(5) of the Tuf, given, in particular, that the features characterising the same (the "assistance" in the issue, the "support" in the placement, the "indication" of the size of the issue with respect to the company's total current assets and the "classification" of the issuer) do not appear to fall within the typical object of any of the services listed in the aforementioned provision of the Tuf.

Such activity, considering its "collaborative" content connotation with respect to the issuer (specifically in the part in which the law refers to "support in the securities placement phase"), appears, instead, to fall within the scope of the ancillary service referred to in Article 1(6)(*e*) of the Consolidated Law on Finance, consisting in the provision of "*services connected to the issuance or placement of financial instruments*".

That being considered, it is therefore deemed that, taking into account the provisions of Article 18(4) of the Consolidated Law on Finance, pursuant to which "*SIMs*", without any distinction based on the main services authorised, "*may provide to the public ancillary services and other financial activities, as well as related or instrumental activities*", all SIMs (even if authorised only for investment advisory services) are authorised to perform the activity of *sponsor* without "holding" in the portfolio the financial bills issued.

In conclusion, therefore, this company, following the authorisation to provide investment advisory services, may, by virtue of the aforementioned provision, perform (also) the activity of *sponsor*, as outlined by the Bill of Exchange Act, exclusively in relation to issues that will be covered by the guarantees provided for by the aforementioned Act, and, therefore, without the obligation to (subscribe and) hold a share of the securities in its portfolio.

2. The second question submitted to the attention of the undersigned is related to the possibility for this company, as a "pure consulting" SIM, to (continue to) provide the activities consisting in (a) "compliance services (drafting of models, procedures, proxy and power systems, presentation and BP documents, etc.)"²; (b) "financial communication"³; (c) "assistance in matters of company secretarial office"⁴, given that the same would have, pursuant to Article 18, paragraph 4, of the Tuf, nature of activities "connected or otherwise instrumental" to the investment advisory service

In this regard, it should be noted that the activities referred to in points (a) and (b) above do not appear to be "complementary" or "auxiliary" to the "main" service that this company intends to provide following authorisation (i.e. investment advice), which is typical of "connected or instrumental" activities; therefore, they do not appear to be covered by the notion set forth in the aforementioned provision of the Tuf.

It appears, however, that the two activities in question may fall within the scope of the ancillary service referred to in Article 1, paragraph 6, letter d), of the Tuf ("*advice to companies on financial structure, industrial strategy and related matters, as well as advice and services concerning mergers and the purchase of companies*" - so-called "strategic advice" or "business advice"). Consequently, this company, once authorised to investment advisory services, may, by virtue of the provisions of Article 18(4) of the Consolidated Law on Finance, perform (also) the same activities.

Lastly, with regard to the activity referred to in letter (c) (company secretarial services), we are puzzled as to whether this activity falls within the notion of "connected or instrumental" activities, or within that of the accessory services listed in Article 1, paragraph 6, of the Tuf. Therefore, in light of the so-called exclusive nature of the corporate purpose of SIMs, it is believed that this activity cannot be carried out by this company as a result of the authorisation to provide investment advisory services.

Lastly, on this point, your attention is drawn to the circumstance that, as previously clarified by CONSOB (see Communication No. DI/99038880 of 14 May 1999), the performance by a SIM of one or more ancillary services entails its duty to comply with the same rules of conduct governing the provision of investment services and activities.

THE PRESIDENT
Giuseppe Vegas

² According to information found on this company's website, this activity consists, for instance, of:
(i) assisting companies 'in the listing process as advisor on non-regulated markets' and supporting them in the related 'decision-making process, [in] the preparation of the required documentation, [in] the [companies'] relations with investors';

(ii) in the definition of "traceable criteria for inclusion in the register of insiders" pursuant to Article 115 of the Consolidated Law on Finance; (iii) in the drafting of the procedure on related parties; (iv) in the drafting of the procedure on internal dealing pursuant to Article 152-octies, paragraph 8, letter a), of the Issuers' Regulation; (v) in the preparation of the model pursuant to Legislative Decree No. 231/2001; (vi) in the drafting of the Security Policy Document pursuant to Legislative Decree No. 196/2003.

³ The activity under consideration consists in promoting the image of a company by supporting it 'in building a communication strategy consistent with its core business'.

⁴ This activity takes the form of "management of ordinary corporate business", e.g.: (i) assistance in the organisation and holding of meetings of corporate bodies; (ii) preparation of notices of meetings; (iii) drafting agendas and draft minute

Annexe 8 - Opérations de financements *equity* alternatifs, 2009-

Synthèse

Analyse par financeur

Alpha Blue Ocean

Company	Investor	TC (millions)
AB Science	Alpha Blue Ocean	38,50 €
	Alpha Blue Ocean	25,00 €
Acheter Louer	Alpha Blue Ocean	62,00 €
	Alpha Blue Ocean	20,00 €
Adomos	Alpha Blue Ocean	30,00 €
Adthink (devenu NFTY)	Alpha Blue Ocean	3,00 €
Agrogeneration	Alpha Blue Ocean	20,00 €
Algreen (devenu Aventador)	Alpha Blue Ocean	5,00 €
Auplata	Alpha Blue Ocean	60,00 €
	Alpha Blue Ocean	50,00 €
Boostheat	Iris / Alpha Blue Ocean	10,00 €
	Alpha Blue Ocean	5,00 €
Cybergun	Alpha Blue Ocean	8,00 €
	Alpha Blue Ocean	92,00 €
DBT	Alpha Blue Ocean	10,25 €
	Alpha Blue Ocean	50,00 €
DMS Group	Alpha Blue Ocean	25,00 €
E-Pango	Alpha Blue Ocean	4,00 €
Elytech (devenu Phaxiam Therapeutics)	Alpha Blue Ocean	60,00 €
Eurasia Groupe	Alpha Blue Ocean	15,25 €
Europlasma	Alpha Blue Ocean	8,00 €
	Alpha Blue Ocean	8,00 €
	Alpha Blue Ocean	30,00 €
	Alpha Blue Ocean	6,50 €
	Alpha Blue Ocean	100,00 €
	Alpha Blue Ocean	15,00 €
Horizontal Software (devenu Onia)	Alpha Blue Ocean	2,00 €
	Alpha Blue Ocean	1,00 €
Intrasense	Alpha Blue Ocean	3,50 €
KKO International	Alpha Blue Ocean	5,10 €
Les Toques Blanches du Monde	Alpha Blue Ocean	5,00 €
Metavisio	Alpha Blue Ocean	3,00 €
Neolife	Alpha Blue Ocean	5,00 €
	Alpha Blue Ocean	2,00 €
Neovacs	Alpha Blue Ocean	40,00 €
	Alpha Blue Ocean	50,00 €
Pharmasimple SA	Alpha Blue Ocean	10,00 €
	Alpha Blue Ocean	200,00 €

Ocasseur	Nb d'opérations	%	Montants annoncés	%
Alpha Blue Ocean	47	22%	1 287,35 €	35%
Atlas	16	7%	148,92 €	4%
Bracknor	13	6%	135,65 €	4%
Iris	15	7%	86,70 €	2%
Kepler Chevreux	41	19%	688,25 €	19%
Kreos Capital	3	1%	107,00 €	3%
Negma	13	6%	287,30 €	8%
Nice & Green	19	9%	112,16 €	3%
Vester Finance	11	5%	58,19 €	2%
Yorkville	21	10%	132,00 €	4%
L1 Capital	4	2%	40,00 €	1%
Park Partners	6	3%	445,00 €	12%
Autres	8	4%	115,50 €	3%
Total	217	100%	3 644,02 €	100%

Pharnext SA	Alpha Blue Ocean	81,00 €
Safe Orthopaedics (devenu Safe)	Alpha Blue Ocean	12,45 €
	Alpha Blue Ocean	8,40 €
	Alpha Blue Ocean	8,00 €
	Alpha Blue Ocean	29,90 €
Spineway	Alpha Blue Ocean	14,50 €
Vergnet	Alpha Blue Ocean	6,00 €
Voluntis	Alpha Blue Ocean	10,00 €
Opérations	47	1 287,35 €

Atlas

Company	Investor	TC (millions)
Acheter Louer	M. Diede / Atlas	0,62 €
Adomos	Atlas	10,00 €
	Atlas	3,90 €
Biophytis	Atlas	24,00 €
Dietswell (devenu Dolfinés)	Atlas	3,00 €
Drone Volt Energisme	Atlas	10,20 €
	Atlas	10,00 €
Eniblock	Atlas	9,20 €
Gaussin	Atlas	6,00 €
Global Ecopower	Atlas	1,00 €
Hopium	Atlas	21,50 €
Ikonisys	Atlas	5,10 €
NOXXON Pharma N.V. (devenu TME Pharma)	Atlas	14,20 €
Rapid Nutrition	Atlas	3,00 €
Vergnet	Atlas	7,20 €
Visiomed Group (devenu Klea Holding)	Atlas	20,00 €
Opérations	16	148,92 €

Bracknor

Company	Investor	TC (millions)
Auplata	Bracknor	32,50 €
Awox	Bracknor	6,00 €
Biophytis	Bracknor	15,00 €
Catana Group	Bracknor	3,80 €
Europlasma	Bracknor	18,00 €
Genomic Vision	Bracknor	10,00 €
Global Bioenergies	Bracknor	11,25 €
	Bracknor	24,00 €
Intrasense	Bracknor	5,00 €
KKO International	Bracknor	3,10 €
Leadmedia Group	Bracknor	3,00 €
Logic Instrument	Bracknor	2,00 €
Neolife	Bracknor	2,00 €
Opérations	13	135,65 €

Iris

Company	Investor	TC (millions)
Abionyx	Iris	12,00 €
Carmat	Iris	7,90 €
Cerinnov	Iris	2,00 €
Cibox	Iris	1,50 €
	Iris	2,00 €
	Iris	2,00 €
DMS Group	Iris	4,00 €

Energisme	Iris	10,00 €
Kalray	Iris	10,00 €
Median Technologies	Iris	10,00 €
Poxel	Iris	6,00 €
Theranexus	Iris	4,20 €
	Iris	8,40 €
	Iris	4,20 €
	Iris	2,50 €

Opérations 15 **86,70 €**

Kepler Chevreux (et Crédit Agricole)

Company	Investor	TC (millions)
Abivax	Kepler Chevreux	12,00 €
Carbios	Kepler Chevreux	25,00 €
Carmat	Kepler Chevreux	6,05 €
	Kepler Chevreux	50,00 €
	Kepler Chevreux	25,00 €
Cellnovo	Kepler Chevreux	8,90 €
Crossject	Kepler Chevreux	0,00 €
Cellectis	Kepler Chevreux	2,00 €
Deinove	Kepler Chevreux	15,00 €
	Kepler Chevreux	12,00 €
Ekinops	Kepler Chevreux	1,00 €
	Kepler Chevreux	0,70 €
EXAIL TECHNOLOGIES (ex GROUPE GORGE)	Kepler Chevreux	0,00 €
Fermentalg	Kepler Chevreux	6,50 €
	Kepler Chevreux	12,00 €
Global Bioenergies	Kepler Chevreux	6,00 €
	Kepler Chevreux	20,00 €
	Kepler Chevreux	11,00 €
Implanet	Kepler Chevreux	0,00 €
Kalray	Kepler Chevreux	12,00 €
Mauna Kea Technologies	Kepler Chevreux	5,60 €
	Kepler Chevreux	10,70 €
	Kepler Chevreux	9,30 €
McPhy Energy	Kepler Chevreux	5,20 €
	Kepler Chevreux	18,30 €
MND	Kepler Chevreux	7,00 €
Nanobiotix	Kepler Chevreux	25,00 €
Navya	Kepler Chevreux	18,00 €
	Kepler Chevreux	29,00 €
Neovacs	Kepler Chevreux	7,00 €
Pharmext SA	Kepler Chevreux	15,00 €
Pixium Vision	Kepler Chevreux	6,20 €
	Kepler Chevreux	5,00 €
Quantum Genomics	Kepler Chevreux	24,00 €
Recylex	Kepler Chevreux	9,00 €
Rubis	Crédit Agricole CIB	210,00 €
Societe de la tour eiffel	Kepler Chevreux	0,00 €
Sotocal	Kepler Chevreux	40,00 €
THERACLION	Kepler Chevreux	4,30 €
Vergnet	Kepler Chevreux	4,50 €
Vottalia	Kepler Chevreux	10,00 €

Opérations 41 **688,25 €**

Kreos Capital

Company	Investor	TC (millions)
Abivax	Kreos Capital	20,00 €
	Kreos Capital / Claret	75,00 €
Gensight	Kreos Capital	12,00 €

Opérations 3 **107,00 €**

Negma

Company	Investor	TC (millions)
Alan Allman Associates	Negma	1,00 €
Avenir Telecom	Negma	7,00 €
	Negma	36,00 €
Awox	Negma	2,30 €
Biophytis	Negma	24,00 €
Dietswell (devenu Dolfines)	Negma	36,00 €
	Negma	2,00 €
Ikonisys	Negma	6,00 €
Navya	Negma	36,00 €
Novacyt	Negma	5,00 €
Rapid Nutrition	Negma	30,00 €
Vergnet	Negma	100,00 €
Visiomed (devenu Klea Holding)	Negma	2,00 €
Opérations	13	287,30 €

Nice & Green

Company	Investor	TC (millions)
Amoeba	Nice & Green	6,00 €
	Nice & Green	6,24 €
	Nice & Green	23,00 €
	Nice & Green	9,00 €
DBT	Nice & Green	9,26 €
Implanet	Nice & Green	1,00 €
	Nice & Green	4,00 €
	Nice & Green	5,00 €
	Nice & Green	5,00 €
Lucibel	Nice & Green	1,70 €
Medesis Pharma	Nice & Green	2,50 €
Onxeo (devenu Valerio Ther.)	Nice & Green	10,74 €
	Nice & Green	9,00 €
Rapid Nutrition	Nice & Green	0,82 €
SpineGuard	Nice & Green	2,40 €
	Nice & Green	3,00 €
	Nice & Green	2,40 €
	Nice & Green	7,50 €
Theraclon	Nice & Green	3,60 €
Opérations	19	112,16 €

Vester Finance

Company	Investor	TC (millions)
2CRSI.SA	Vester Finance	5,00 €
Crossject	Vester Finance	2,50 €
	Vester Finance	5,70 €
	Vester Finance	5,24 €
	Vester Finance	7,50 €
	Vester Finance	3,60 €
Mauna Kea Technologies	Vester Finance	3,60 €
MND	Vester Finance	10,00 €
Neovacs	Vester Finance	5,15 €
	Vester Finance	3,80 €
Pharmext SA	Vester Finance	5,00 €
Sensorion	Vester Finance	4,70 €
Opérations	11	58,19 €

Yorkville

Company	Investor	TC (millions)
Archos	Yorkville	10,00 €
	Yorkville	25,00 €
Auplata	Yorkville	2,00 €
	Yorkville	1,70 €

	Yorkville	1,00 €
	Yorkville	1,00 €
	Yorkville	1,50 €
Cellnovo	Yorkville	1,50 €
Cybergun	Yorkville	3,00 €
	Yorkville	3,00 €
	Yorkville	5,00 €
Delta Drone (devenu Tonner Drones)	Yorkville	25,00 €
Enertime	Yorkville	1,50 €
Gaussin	Riverfort & Yorkville	5,00 €
	Riverfort & Yorkville	10,00 €
GECI International	Yorkville	10,00 €
Genfit	Yorkville	5,30 €
Genkyotex	Yorkville	7,50 €
Hybrigenics (devenu Aton)	Yorkville	5,00 €
Novacyt	Yorkville	5,00 €
Prologue	Yorkville	3,00 €
Opérations	21	132,00 €

L1 Capital

Company	Investor	TC (millions)
Deinove	L1 Capital	15,00 €
Implanet	L1 Capital	5,00 €
Neovacs	L1 Capital	10,00 €
Pixium Vision	L1 Capital	10,00 €
Opérations	4	40,00 €

Park Partners

Company	Investor	TC (millions)
Acheter Louer	Park Partners	10,00 €
DBT	Park Partners	200,00 €
Quantum Genomics	Park Partners	8,00 €
Spineway	Park Partners	40,00 €
Vergnet	Park Partners	7,00 €
Visiomed (devenu Klea Holding)	Park Partners	180,00 €
Opérations	6	445,00 €

Autres

Company	Investor	TC (millions)
Fermentalg	Ecotechnologies	7,00 €
Genomic Vision	Winance	12,00 €
	Winance	30,00 €
Gensight	Heights Capital	12,00 €
Groupe O2i	Prologue / NextStage AM	2,00 €
Hopium	LDA Capital	50,00 €
Mastrad	NextStage AM	1,00 €
Travel Technology Interactive	NextStage AM	1,50 €
Opérations	8	115,50 €

Total opérations

217

(1) Pour certaines equity lines, le montant indiqué est 0€ parce qu'il n'a pas été possible de déterminer le montant qui avait été effectivement tiré et qu'il n'y avait pas de montant annoncé indiqué.

ANNEXE 9 : Note sur les modes de financement des entreprises de la HealthTech en France

Note sur les modes de financement des entreprises de la HealthTech en France d'après le panorama France Healthtech 2024 publié par France Biotech.

Le Panorama France Healthtech, réalisé par France Biotech, Bpifrance, Euronext et EY pour l'année 2024, est une étude annuelle qui analyse l'évolution du secteur des healthtechs en France estimé à 2700 entreprises dont 864 biotechs, 1.393 medtech et 450 entreprises dédiées au numérique en santé.

En tendance, 80 sociétés de ce secteur ont été créées en 2024 (contre environ 60 en 2023) tandis que 44 ont été liquidées en 2024 (contre 39 en 2023). Selon Euronext, 118 entreprises healthtechs sont cotées sur ses marchés (opérant en Belgique, France Irlande, Norvège, Pays-Bas et Portugal) dont **70 entreprises françaises**. D'après le benchmark que nous avons établi sur les sociétés ayant eu recours à des instruments de financement de type equity line, PACEO, PACT, OCABSA, OC ou ORA essentiellement depuis 2015 et qui n'a pas vocation à être exhaustif mais paraît représentatif des tendances du marché, **une quarantaine de ces émetteurs sont des healthtechs**.

Le Panorama France Healthtech souligne que le défi principal auquel le secteur est confronté, est le financement (50% des entreprises anticipaient des difficultés pour se refinancer en 2024 dont 63% pour les biotechs). Le financement demeure une des principales préoccupations pour 64% de ces entreprises.



Les entreprises de la HealthTech, qui développent des innovations thérapeutiques, diagnostiques ou technologiques dans le domaine de la santé, ont besoin de financements importants et récurrents pour mener à bien leurs programmes de recherche et développement (R&D), souvent à long terme et à haut risque. Ainsi en 2024, 60% des sociétés de la Healthtech étaient en levée de fonds ou comptaient lever des fonds dans les 6 prochains mois, 60% d'entre elles ont reçu un financement non dilutif (Bpifrance, Europe) et 39% d'entre elles rencontraient des difficultés de trésorerie.

Ces financements peuvent provenir de sources variées, publiques ou privées, nationales ou internationales, et se décliner sous différentes formes, selon le stade de développement, la maturité et la stratégie des entreprises.

Selon le Panorama France HealthTech 2024 les entreprises françaises de la Healthtech ont bénéficié de 2,6 milliards d'euros de financements en 2024 (en hausse de 47 % par rapport à 2023 du fait de la levée de fonds record de 1,2 milliard de Sartorius Stedim). Retraité de cette opération, les montants levés restent proches de ceux de 2023, avec un ticket moyen plus faible.

- De façon cumulée de 2022 à 2024 en France, les financements levés se répartissent comme suit :
 - 3.630 millions de fonds provenant du capital-risque (investissement dans des sociétés non cotées) ;
 - 2.901 millions d'euros de refinancement (financements secondaires de sociétés cotées)
 - 407 millions d'euros de levées de fonds à l'occasion d'introduction en bourse.

On peut distinguer quatre grands types de financements pour les entreprises de la Healthtech :

- 1) **Les marchés financiers**, qui offrent aux entreprises la possibilité de lever des fonds auprès d'investisseurs institutionnels ou particuliers, en émettant des actions ou des obligations.

En 2024 en France, les montants levés sur les marchés financiers représentaient 1,7 milliard d'euros, en hausse de 41 % par rapport à 2023, avec une opération exceptionnelle de Sartorius Stedim Biotech qui a levé 1,2 milliard d'euros. Sans cette opération **le montant des refinancements baisse à 483 millions d'euros en 2024** (-14% par rapport à 2023) **contre 565 millions en 2023 et 652 millions d'euros en 2022**. Les financements sur les marchés ont été faits grâce à des opérations secondaires, souvent rapides et réservées. En France, en 2024, 36 sociétés de la healthtech ont été financées pour un ticket moyen de 47 millions d'euros. D'après le benchmark que nous avons établi sur les sociétés ayant eu recours à des instruments de financement de type equity line, PACEO, PACT, OCABSA, OC ou ORA et sous les mêmes réserves qu'énoncées plus haut, **les montants des engagements de souscription de tels instruments en 2024 se seraient élevés à plus de 66 millions d'euros**.

Montants de refinancements sur les marchés des sociétés de la healtech française depuis 2018 :

	Refinancement sur les marchés (primaire et secondaire hors IPO et emprunt obligataire convertible) (en millions d'euros)		Refinancement sur les marchés (primaire et secondaire hors IPO et emprunt obligataire convertible) (en millions d'euros)
2015	599	2020	475
2016	719	2021	573
2017	531	2022	652
2018	765	2023	565
2019	527	2024	482 (1.684 avec l'opération de 1,2 milliard de Sartorius Stedim)

- Aucune introduction en bourse dans le secteur de Healthtech n'a été réalisée en 2024 en France.
- En Europe en 2024 les montants levés lors d'introductions en bourse sont deux fois moindres qu'en 2023 qui avait pourtant été une année calme : 5 opérations pour un montant levé de moins de 200 millions d'euros (à titre de comparaison le nombre d'IPO dans le secteur des biotechs aux Etats Unis est passé de 15 à 30 entre 2023 et 2024 et les montants levés ont augmenté de 61% pour s'établir à 3.8 milliards d'euros).

INTRODUCTIONS BOURSIÈRES DE SOCIÉTÉS EUROPÉENNES EN 2024

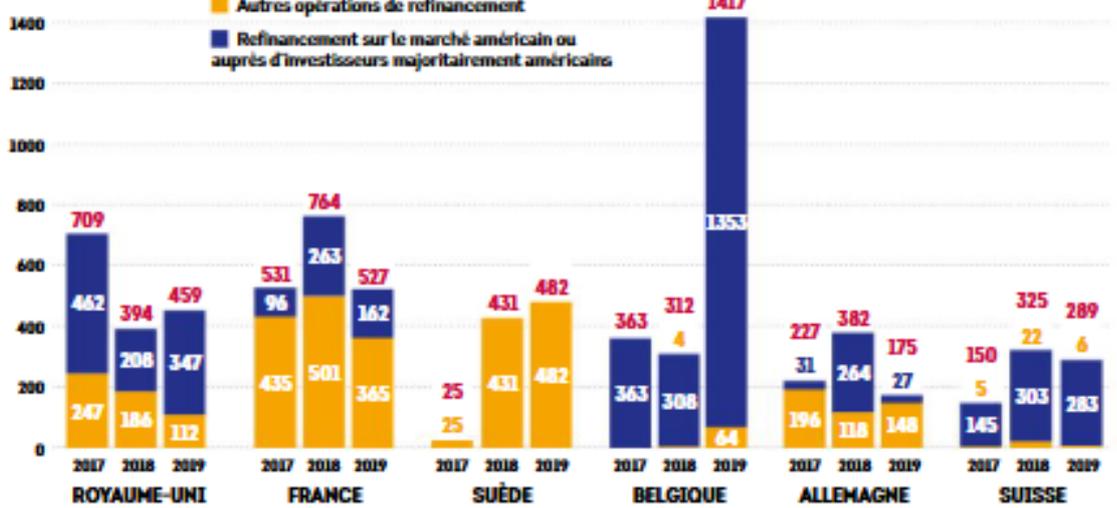
SOCIÉTÉ	PAYS	MONTANTS LEVÉS (M€)	SECTEUR	MARCHÉ BOURSIER
Cinclus Pharma Holding AB	 Suède	4	Biotech	Nasdaq Stockholm
Oculus	 Suisse	55	Biotech	Nasdaq Iceland
NanoEcho AB	 Suède	38	Medtech	Nasdaq Stockholm
Pentixapharm Holding AG	 Allemagne	20	Biotech	Franfurt Stock Exchange
Predict	 Italie	2	Medtech	Euronext Growth

Sources : EY, Euronext

- En Europe en 2024, coté refinancement de sociétés déjà cotées, pour les sociétés européennes, les montants levés se sont maintenus à un niveau proche de 2023 (6,3 Mds +2%). EY indique que les refinancements qui ont suivi des publications de résultats positifs de données cliniques ont été largement souscrits.

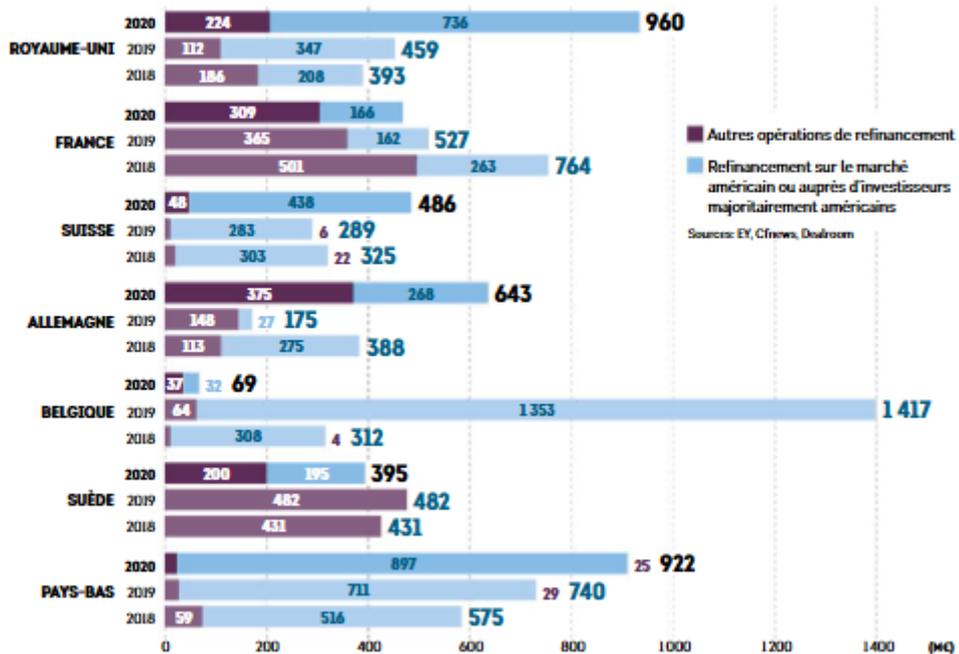
Quelques données historiques sur le refinancement de sociétés cotées en Europe depuis 2017 :

Opérations de refinancement par les sociétés européennes de 2017 à 2019 (en M€)



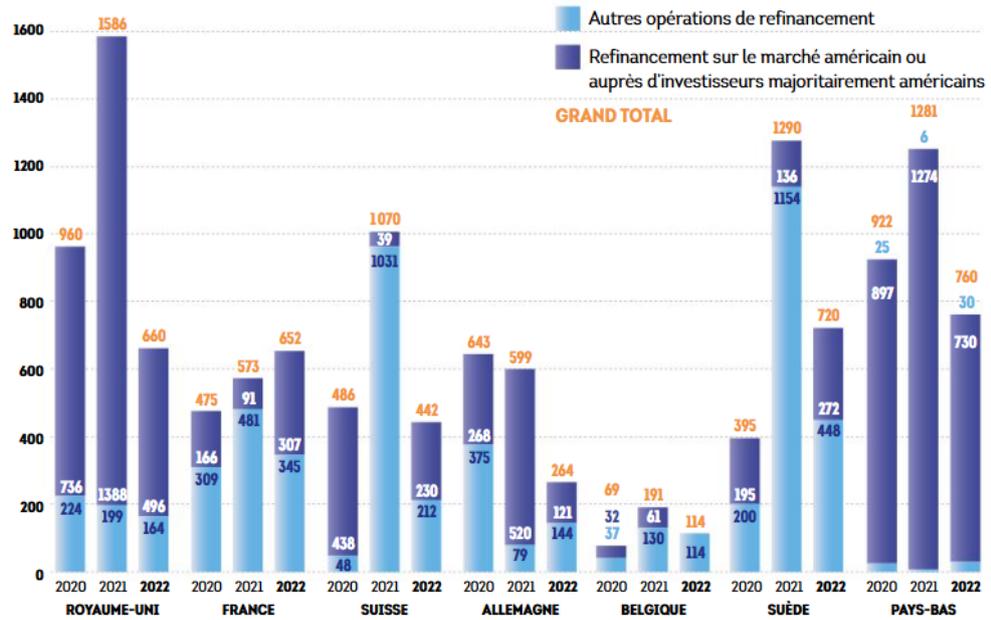
Sources: EY, Eurostat, CNews, Dealroom, VentureSource

Opérations de refinancement (en M€) de 2018 à 2020



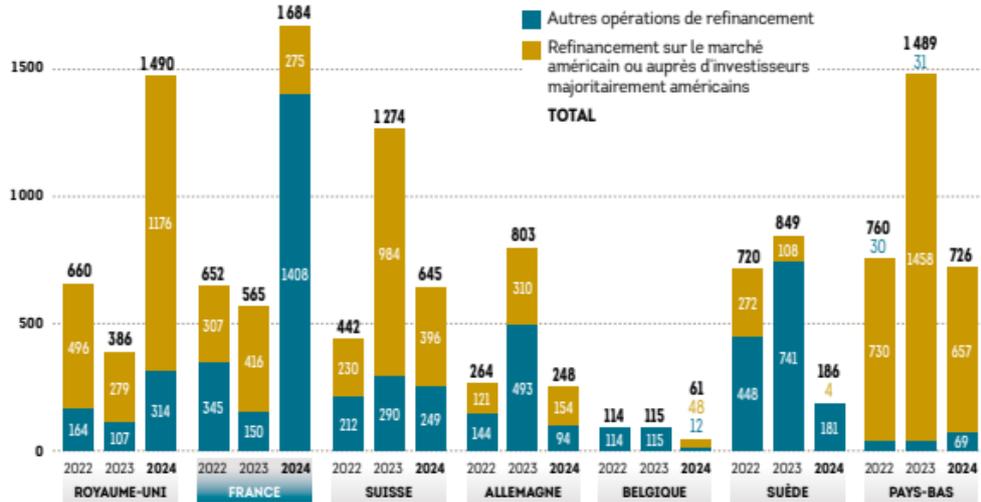
Sources: EY, CNews, Dealroom

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT (EN M€) DE 2020 À 2022



Sources : EY, Euronext, Cfnews, Dealroom

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT PAR PAYS DE 2022 À 2024 (en M€)



Sources : EY, Euronext, Dealroom

- Sur les marchés financiers, les financements peuvent être faits :⁷
 - **Par des augmentations de capital ou émission de titres donnant accès au capital dont les termes sont extrêmement variés.** Ainsi, plusieurs biotechs ont procédé à des émissions de bons de souscription d'actions (BSA) (parfois remboursables) en complément des actions ordinaires, émis gratuitement et qui permettent aux investisseurs de réaliser, sans risque, une plus-value additionnelle si le cours de bourse devient au prix d'exercice du BSA (schéma plus fréquent en 2024 en particulier lors de la participations d'investisseurs institutionnels). Quelques exemples récents incluent Biophytis qui a émis des ABSAR en novembre 2023, ou encore TME Pharma et Nicox qui ont émis des ABSA respectivement en décembre 2023 et novembre 2022 :
 - Plus original, depuis 2022, d'autres biotechs ont proposé d'émettre en complément d'actions ordinaires des **certificats de royalties** inspirés d'une pratique américaine (ex. Abivax en septembre 2022, Inventiva en août 2023 qui ont levé au total respectivement 49 millions d'euros et 35 millions d'euros). Ces certificats de royalties représentent le droit pour les détenteurs desdits certificats de recevoir le paiement de redevances le cas échéant sur les futures ventes que l'émetteur pourra réaliser une fois son ou ses candidat(s) médicament commercialisé(s) ;
 - **Par de l'endettement structuré par voie d'émission d'obligations sèches ou convertibles parfois accompagnées de l'émission de BSA, avec selon les cas des taux d'intérêts, commission de structuration ou de remboursement qui peuvent être significatifs.** Preuve de l'attractivité de ces produits, Kreos Capital un des principaux acteurs du secteur en Europe a été racheté par BlackRock le plus grand gestionnaire d'actifs du monde. Les instruments visés dans cette catégorie concernent notamment les OCABSA, OC et ORA sur lesquelles porte la réflexion du présent groupe de travail. D'après le benchmark que nous avons établi sur les sociétés ayant eu recours à des instruments de financement de type equity line, PACEO, PACT, OCABSA, OC ou ORA (cette liste étant plus large que le simple endettement structuré puisque incluant des instruments qui n'ont pas de composante obligataire) essentiellement depuis 2015, [41] sociétés de la healthtech ont eu recours à des financements par OC, ORA ou autres OCABSA, représentant des engagements de souscription de l'ordre de 2 761,23 millions d'euros (représentant 87% des engagements de souscription de notre benchmark) sur la période 2015 – 2025 et, tous instruments confondus, en ce compris les equity line sans composante obligataire, de 607 millions en 2022, 263 millions en 2023 et 66 millions d'euros en 2024. [Chiffres en cours de vérification]

2) **Les partenariats stratégiques**, qui impliquent la collaboration entre les entreprises de la biotech et des acteurs plus établis du secteur de la santé (laboratoires pharmaceutiques, sociétés de biotechnologie ou fabricants de dispositifs médicaux) peuvent prendre la forme de licences, de co-développements, de co-promotions, de joint-ventures ou d'acquisitions. 2024 marque une reprise des accord stratégiques avec environ 60 accords signés par les entreprises

⁷ "Financement des biotechs françaises : panorama et perspectives » Alain Decombe, Vianney Toulouse et Mathilde Duchamp, in *Usine Nouvelle* 7 juin 2024

pharmaceutiques et biotechnologiques françaises (13% du total européen) pour une valeur totale de 16 milliards de USD avec une moyenne par contrat de 559 millions d'euros dont 100 millions de paiement upfront (contre 29 millions en 2021) en 2024 et 459 millions d'euros de « paiements d'étape » conditionnés à la réalisation d'une étape de développement du produit concerné, et donc aléatoires.

- 3) **Les aides publiques** (subventions, les prêts, les avances remboursables, les garanties ou les dispositifs fiscaux accordés par les pouvoirs publics, nationaux ou européens, aux entreprises de la biotech) : Les seules aides publiques distribuées via Bpifrance se sont élevées en 2024 à 682 millions (hors les investissements de la BPI) (contre 674 millions en 2023). Le CIR quant à lui est perçu par 86% des sociétés de la Healthtech française et finance 10 à 20% de leurs dépenses d'exploitation totales.
- 4) **Le capital-risque**, qui consiste en des prises de participation au capital par des fonds spécialisés, souvent lors de tours de table successifs, en fonction de l'avancement des projets. Le capital-risque est généralement la principale source de financement pour les entreprises en phase d'amorçage ou de croissance, qui n'ont pas encore de revenus significatifs ni d'accès aux marchés boursiers.
 - En France, en 2024, 895 millions d'euros de capital-risque, en baisse de 8 % par rapport à 2023, avec un nombre d'opérations en hausse mais des tickets moyens en baisse. Les medtechs et la santé numérique ont représenté 65 % des montants levés, tandis que les biotechs ont souffert d'un manque d'investisseurs spécialisés et d'une forte concurrence internationale

Note relative à l'agrément et aux exigences prudentielles applicables aux prestataires de services d'investissement

Résumé :

Dans le cadre de la saisine du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) par le Parquet général de la Cour de cassation relative au mode de financement par *Equity Lines* de sociétés cotées, la présente note a pour objet de présenter (i) les conditions de qualification du service de prise ferme, (ii) les conditions d'agrément pour la fourniture de ce service et (iii) le régime prudentiel applicable aux prestataires de services d'investissement.

1. Qualification du service de prise ferme

La prise ferme est un service d'investissement mentionné à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier (« CMF ») et à l'article D. 321-1, 6-1° du CMF en ces termes :

« 6-1. Constitue le service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, en vue de procéder à leur vente ; »

Dans une position commune de l'ACPR et de l'AMF du 16 juillet 2012, modifiée le 12 juillet 2019⁸, les deux autorités soulignent que la qualification du service de prise ferme nécessite la présence de deux conditions cumulatives :

- (i) l'existence d'un service rendu à un émetteur ou cédant d'instruments financiers⁹ ;
- (ii) la recherche, qu'elle soit directe ou indirecte, de souscripteurs ou d'acquéreurs.

Si l'une ou l'autre des conditions fait défaut, il n'y a pas de service de prise ferme.

2. Agrément pour la fourniture d'un service d'investissement

Conformément à l'article L. 532-1 du CMF, la fourniture d'un service d'investissement, comme un service de prise ferme, nécessite un agrément d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement délivré par la BCE ou l'ACPR, après approbation du programme d'activité par l'AMF.

⁸ [ACPR, Position relative au placement et à la commercialisation d'instruments financiers, 2012-P-02, 16 juillet 2012, modifiée le 12 juillet 2019.](#)

⁹ Les instruments financiers sont visés à l'article L. 211-1 du CMF.

La fourniture de services d'investissement à des tiers à titre de profession habituelle sans y avoir été autorisé est pénalement sanctionnée dans les conditions prévues par les articles L. 573-1 et suivants du CMF¹⁰.

3. Régime prudentiel des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Conformément à l'article L. 531-1 du CMF, les prestataires de services d'investissement sont (i) les entreprises d'investissement (mentionnées à l'article L. 531-4 du CMF), (ii) les sociétés de gestion de portefeuille¹¹ ainsi que (iii) les établissements de crédit (mentionnés à l'article L. 511-1 du CMF) ayant reçu un agrément pour la fourniture de services d'investissement. Parmi ces derniers, les établissements de crédit et d'investissement (« ECI » mentionnés à l'article L. 516-1 du CMF) sont des établissements de crédit qui ont pour objet de fournir des services d'investissement, dont au moins un de ceux mentionnés aux 3, 6-1 et 6-2 de ce même article, incluant la prise ferme.

Les établissements de crédit sont soumis au régime prudentiel prévu par le paquet bancaire constitué du règlement (UE) n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit (*Capital Requirements Regulation* ou « CRR ») et de la directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (*Capital Requirements Directive* ou « CRD »).

Les entreprises d'investissement sont des personnes morales, autre que les établissements de crédit, qui sont agréées pour fournir à titre de profession habituelle des services d'investissement. Depuis le 26 juin 2021, le cadre prudentiel harmonisé applicable aux entreprises d'investissement a été révisé par le règlement (UE) 2019/2033 concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement (*Investment Firm Regulation* ou « IFR ») et par les dispositions de droit français issues de l'ordonnance n° 2021-796 portant transposition de la directive (UE) 2019/2034 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement (*Investment Firm Directive* ou « IFD »). Suivant la valeur totale de leurs actifs consolidés, les entreprises d'investissement sont (i) des entreprises d'investissement de classe 1 *bis*, (ii) des entreprises d'investissement de classe 2 ou (iii) des entreprises d'investissement de classe 3.

Les exigences prudentielles issues du paquet IFR/IFD sont proportionnées aux différentes catégories d'entreprises d'investissement.

D'abord, la catégorie des entreprises d'investissement de classe 1 comprend les entreprises d'investissement agréées pour les services de négociation pour compte propre, de prise ferme ou de placement garanti et dont la valeur totale de leurs actifs consolidés - ou faisant partie d'un groupe dans lequel la valeur totale des actifs des EI qui exercent les activités de négociation pour compte propre ou de placement garanti - atteint ou dépasse 30 milliards d'euros. Elles sont agréées en qualité d'ECI et soumises au cadre prudentiel existant prévu le paquet bancaire CRR/CRD sous la surveillance de la BCE.

¹⁰ Article L. 573-1 I du CMF : « I.- Est puni de trois ans d'emprisonnement et de 375 000 euros d'amende le fait, pour toute personne physique, de fournir des services d'investissement à des tiers à titre de profession habituelle sans y avoir été autorisée dans les conditions prévues aux articles L. 532-1 et L. 532-48 ou sans figurer au nombre des personnes mentionnées à l'article L. 531-2. »

¹¹ Le cas des sociétés de gestion de portefeuille n'est pas traité dans la présente note.

Ensuite, les entreprises d'investissement de classe 1 *bis*, agréées pour la négociation pour compte propre, la prise ferme ou le placement garanti sont soumises au régime prudentiel CRR/CRD (i) de façon automatique lorsque leur total d'actifs consolidés atteint ou dépasse 15 milliards d'euros, ou (ii) sur décision des autorités nationales compétentes, lorsque leur total d'actifs consolidés atteint ou dépasse 5 milliards d'euros mais est inférieur à 15 milliards d'euros, ou (iii) à la demande de l'entité et après accord de l'autorité si l'entreprise d'investissement fait partie d'un groupe soumis à CRR.

De plus, les entreprises d'investissement de classe 2 sont des entreprises d'investissement de taille intermédiaire soumises à un régime prudentiel *ad-hoc* prévu par le paquet IFR/IFD qui se traduit, notamment, par l'introduction d'un nouveau mode de calcul des exigences de fonds propres (i.e. le régime des facteurs K¹²) et des exigences de liquidité, de consolidation ou de reporting.

Enfin, les entreprises d'investissement de classe 3, regroupant les petites entreprises d'investissement non interconnectées¹³, sont soumises à un régime prudentiel allégé et simplifié. Les entreprises d'investissement de classe 3 doivent satisfaire aux conditions suivantes :

- (i) absence de détention de fonds des clients, et absence de transactions pour compte propre, absence d'exposition au risque de position nette ou de marge de compensation fournie ni au risque de contrepartie ;
- (ii) les actifs gérés dans le cadre de la gestion discrétionnaire de portefeuille et de la gestion non discrétionnaire (conseil) sont inférieurs à 1,2 milliards d'euros ;
- (iii) le montant de traitement quotidien des ordres de la clientèle est inférieur à 100 MEUR pour les opérations au comptant ou à 1 milliard d'euros pour les produits dérivés ;
- (iv) un bilan inférieur à 100 MEUR et un chiffre d'affaires brut total des activités d'investissement inférieur à 30 MEUR.

Les exigences prudentielles prévues par le paquet IFR/IFD sont les suivantes¹⁴ :

- (i) exigences en matières de fonds propres¹⁵. Les entreprises d'investissement doivent disposer en permanence de fonds propres dont le montant est déterminé suivant les modalités prévues par l'article 11 d'IFR ;
- (ii) exigences de capital minimum permanent et exigence de capital initial. Les entreprises d'investissement doivent satisfaire de manière permanente à un montant de capital minimum dont le montant est déterminé suivant les modalités prévues par l'article 14 d'IFR et à une exigence de capital initial dont le montant est déterminé par l'article 9 d'IFD ;
- (iii) exigences de cantonnement des fonds appartenant à la clientèle ;

¹² Article 15 et suivants d'IFR.

¹³ Article 12 d'IFR.

¹⁴ La liste des exigences prudentielles présentée n'est pas exhaustive.

¹⁵ Titre III d'IFR.

(iv) exigences en matière de risque de concentration et de liquidité¹⁶. Les entreprises d'investissement de classe 3 peuvent être exemptées de l'exigence de liquidité par l'ACPR¹⁷.

(v) exigences en matière de gouvernance et de contrôle interne. Les entreprises d'investissement doivent disposer de dispositifs solides de gouvernance d'entreprise et d'un dispositif de contrôle interne¹⁸. La BCE et l'ACPR contrôlent que les personnes visées aux 1, 2 et 3 de l'article L. 533-25 du CMF disposent à tout moment de l'honorabilité, des connaissances, des compétences et de l'expérience nécessaire à l'exercice de leurs fonctions, ainsi que la conformité des dispositifs de contrôle interne dans les conditions prévues par l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne des entreprises du secteur de la banque, des services de paiement et des services d'investissement soumises au contrôle de l'ACPR ;

(vi) établissement de plans préventifs de rétablissement¹⁹.

4. Considérations relatives à l'Intermédiation Financière Non Bancaire (IFNB)

Le financement de sociétés cotées par opérations d'*Equity Lines* est un mode de financement intermédié relevant du secteur de l'intermédiation financière non bancaire (IFNB ou *Non-Bank Financial Intermediation* (NBFI)).

L'IFNB est définie par le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*) comme un système d'intermédiation du crédit impliquant des entités et des activités situées en dehors du champ de régulation des activités bancaires²⁰.

Les acteurs de l'IFBN ont recours à l'endettement, la transformation de liquidité et de maturité et l'effet de levier²¹ dans des proportions très différentes au secteur bancaire. Participant au financement de l'économie réelle, certains sous-segments de l'IFNB présentent des vulnérabilités susceptibles de se matérialiser et de se propager au système bancaire. Ainsi, plusieurs chocs exogènes récents (ex : pandémie de Covid-19, guerre en Ukraine, etc.) ont pu révéler certaines vulnérabilités de l'IFNB.

L'ACPR et la Banque de France sont investies dans les réflexions européennes et international pour renforcer la résilience de l'IFNB²². La Banque de France est favorable au développement d'un cadre macro-prudentiel spécifique visant à prendre en compte l'impact potentiel de l'IFNB

¹⁶ Quatrième partie et cinquième partie d'IFR.

¹⁷ Article 43 d'IFR.

¹⁸ Section 2 et section 3 du Chapitre 2 du Titre IV d'IFD transposés en droit interne par l'ordonnance n° 2021-796 du 23 juin 2021 portant transposition de la directive (UE) 2019/2034 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement.

¹⁹ Article L. 613-35 du CMF. Les entreprises d'investissement qui ne font pas partie d'un groupe soumis à une surveillance sur base consolidée au sens de l'article L. 613-20-1 du CMF sont soumises à l'obligation d'élaborer et de tenir à jour un plan préventif de rétablissement.

²⁰ Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 October 2011.

²¹ Banque de France, *Shadow banking ou Intermédiation Financière Non Bancaire (IFNB)*, Mars 2023.

²² La Banque de France et l'ACPR ont participé à la rédaction de la réponse commune de l'Eurosystème de la Commission européenne sur l'adéquation du cadre macropudentiel pour la NBFi (*Eurosystem response to EU Commission's consultation on macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFi)*, November 2024).

sur le système financier et l'économie. Enfin, des économistes de la Banque centrale européenne ont récemment publié une étude décrivant les mesures à mettre en place pour une approche macroprudentielle de l'IFBN et expliquant la nécessité de poursuivre le développement du cadre des politiques publiques²³.

*

* *

²³ François Haas, Cornelia Holthausen, Vasileios Madouros, *Financial intermediation beyond banks: taking a macroprudential approach*, The ECB Blog, 28 November 2024.