

Rapport du groupe de travail sur Alternext

Groupe de travail présidé par
Jean-Pierre Pinatton,
Membre du Collège de l'AMF

6 octobre 2008

SYNTHESE	2
RAPPORT	3
I. LE MANDAT	3
I.1. Le contexte	3
I.2. Les objectifs du groupe de travail	3
II. LA METHODE DE TRAVAIL	3
III. L'ANALYSE DU GROUPE	4
III. 1. Le contexte général.....	4
III. 2. L'impact de la LME et des directives sur l'équilibre des plateformes de cotation	4
III.2.1. L'allègement des contraintes pesant sur la simple offre au public.....	4
III.2.2. L'alourdissement relatif des obligations sur le marché réglementé	5
III.2.3 L'équilibre intermédiaire apporté par le statut spécifique d'Alternext.....	5
III.3. Le bilan général et les mesures à envisager sur Alternext.....	5
IV. LES PROPOSITIONS CONCRETES	6
IV.1. Les propositions en faveur d'un allègement de certaines dispositions applicables à Alternext	6
IV.1.1. Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne	6
IV.1.2. La publicité des droits de votes	7
IV.2. Les propositions en faveur d'un maintien de dispositions actuellement applicables à Alternext	8
IV.2.1. Les déclarations des opérations des dirigeants sur les titres de leur société.....	8
IV.2.2. La définition de l'information privilégiée.....	9
IV.3. Les propositions en faveur d'un alignement de certaines dispositions sur celles en vigueur sur Euronext	9
IV.3.1. L'extension des objectifs des programmes de rachat d'actions	9
IV.3.2. La déclaration du franchissement des seuils de 50% et de 95%	10
IV.3.3. La mise en place du retrait obligatoire.....	11
IV.3.4. Les règles relatives aux augmentations de capital	12
IV.3.5. Le régime des stock-options et des actions gratuites	12
IV.4. Les réflexions nécessitant des travaux complémentaires.....	13
IV. 4.1. La garantie de cours	13
IV.4.2. Les réflexions sur les conditions de fluidité entre les plateformes de cotation	14
ANNEXE 1 : Composition du groupe de travail.....	17
ANNEXE 2 : Liste indicative des événements susceptibles de déclencher une obligation d'information du public.....	18
ANNEXE 3 : Proposition de redéfinition de la garantie de cours sur Alternext.....	19

SYNTHESE

Les ordonnances prévues par la LME et la transposition des dernières directives dans le cadre de la mise en œuvre européenne du Plan d'Action pour les Services Financiers, devraient modifier substantiellement le régime juridique applicable aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation organisés - SMNO (Alternext par exemple) en accentuant l'écart entre les garanties offertes sur ces différents marchés.

Dans ce contexte, il est apparu opportun d'effectuer un bilan de l'environnement légal et réglementaire régissant le fonctionnement d'Alternext afin d'identifier, le cas échéant, les évolutions susceptibles de garantir son attractivité et l'équilibre global de la structure des marchés français.

Le groupe a en conséquence formulé une série de propositions résumées dans le tableau ci-après. La nature des textes (législatifs ou réglementaires) susceptibles d'être impactés par ces propositions y est également précisée. Si certaines de ces mesures peuvent être prises en compte rapidement, d'autres devront faire l'objet d'une analyse approfondie.

TYPE DE PROPOSITION	INTITULE	IMPACT
Propositions d'allègement	▶ Suppression du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne (proposition du projet d'ordonnance APE)	Loi
	▶ Allègement des modalités de publication des droits de vote	Loi
Propositions de maintien des textes actuellement en vigueur	▶ Maintien de la déclaration par les dirigeants d'opérations sur leurs propres titres (dont la suppression est envisagée dans le projet d'ordonnance APE)	Loi
	▶ Maintien de l'obligation d'information permanente	RGAMF
Propositions d'alignement sur les dispositions applicables aux marchés réglementés	▶ Extension des objectifs du programme de rachat d'actions	Loi
	▶ Déclaration des franchissements des seuils de 50% et 95% à l'AMF	Loi
	▶ Mise en place du retrait obligatoire	Loi
	▶ Application de certaines dispositions relatives aux augmentations de capital	Loi
	▶ Application de certaines dispositions relatives aux programmes d'options et d'actions gratuites	Loi
	▶ Extension de la pratique de marché des contrats de liquidité aux SMNO	Décision AMF
Propositions de réflexion complémentaires	▶ Remplacement de la notion de garantie de cours par celle d'offre publique en cas de dépassement du seuil de 50 %	Loi/RGAMF
	▶ Passage d'une société cotée sur Euronext vers Alternext sans retrait obligatoire	

RAPPORT

I. LE MANDAT

I.1. Le contexte

Dans le cadre du plan de compétitivité pour la place de Paris, le Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi a annoncé lors du Haut Comité de Place¹ du 19 mars 2008, une réforme de l'appel public à l'épargne (APE).

Le gouvernement a reçu, par une disposition de la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie (LME), une habilitation pour procéder par voie d'ordonnance². Le Ministère de l'économie a engagé une consultation de Place³, avant de mettre au point un projet d'ordonnance qui devrait être transmis au Conseil d'État dans le courant du mois d'octobre.

I.2. Les objectifs du groupe de travail

Dans ce contexte, le Collège de l'AMF a décidé lors de sa séance du 29 juillet 2008 de confier à Jean Pierre Pinatton la présidence d'un groupe de travail composé de professionnels, dont la liste est présentée en annexe 1, ayant pour mission d'étudier :

- l'équilibre souplesse/garanties apportées par les règles applicables sur Alternext à l'aune des modifications prévues dans le projet d'ordonnance APE ;
- la façon dont Alternext pourrait acquérir une meilleure visibilité internationale, à la fois auprès des investisseurs et des sociétés potentiellement intéressées par une cotation en Europe ;
- les conditions d'une fluidité entre les différentes plateformes de cotation.

Le groupe a dû mener sa mission dans un laps de temps réduit afin que certaines de ses propositions puissent être prises en compte dans l'ordonnance APE.

Il est précisé, par souci de clarté, que si les travaux du groupe n'ont porté pratiquement que sur Alternext, les conclusions pourraient s'appliquer à tout Système Multilatéral de Négociation Organisée (SMNO).

II. LA METHODE DE TRAVAIL

Le groupe de travail, s'est réuni à deux reprises⁴. Les représentants de la direction générale du Trésor et de la politique économique, présents à ces réunions ont pris note des préoccupations évoquées par les membres du groupe de travail.

¹ Suite à la table ronde avec les professions financières du 12 juin 2007 à l'Elysée, le Président de la République a demandé à Christine Lagarde de lui présenter un plan d'action pour renforcer l'attractivité de la place financière de Paris. Afin d'élaborer ce plan, Christine Lagarde a annoncé le 5 juillet 2007 son intention de présider un Haut comité de place associant les professionnels de la place, la Ville de Paris, la région Île-de-France et les autorités de supervision.

² Article 152 de la loi LME : [...] *Ces ordonnances sont prises dans un délai de six mois à compter de la date de publication de la présente loi, [...]. Un projet de loi portant ratification est déposé devant le Parlement au plus tard le dernier jour du troisième mois suivant la publication de l'ordonnance considérée.*

³ Consultation publique ouverte jusqu'au 12 septembre 2008. Une des questions posées lors de cette consultation publique était la suivante : « Y a-t-il d'autres dispositions, non inscrites dans le projet joint, qui pourraient être réformées dans le cadre d'une réforme de l'APE ? ».

⁴ Les 3 et 10 septembre 2008.

Le groupe de travail est parvenu à faire des propositions concrètes dans le cadre de la préparation de l'ordonnance APE et à éclaircir des enjeux pouvant le cas échéant aller au delà de l'ordonnance d'habilitation prévue par la loi. Ce rapport synthétise les propositions et réflexions du groupe qui, le cas échéant, pourraient être reprises en temps voulu dans d'autres véhicules législatifs.

Le rapport a été présenté au Collège de l'AMF lors de sa séance du 1^{er} octobre 2008.

Le rapport a été adressé à Madame le Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, le 3 octobre 2008. Il est par ailleurs soumis à consultation publique jusqu'au 30 novembre 2008. Si, suite aux remarques formulées par les participants à la consultation publique, une question nouvelle apparaissait, le groupe de travail pourrait à nouveau être réuni.

III. L'ANALYSE DU GROUPE

III. 1. Le contexte général

La LME devrait considérablement renforcer l'écart entre les obligations pesant sur les sociétés cotées sur un marché réglementé et celles qui font une simple offre au public, que celle-ci soit suivie ou non d'une admission à la négociation sur un marché organisé (par exemple Alternext). C'est pourquoi, à la lumière des modifications envisagées par le projet d'ordonnance, il est apparu opportun de procéder à un premier bilan de l'application des règles régissant le fonctionnement d'Alternext afin d'identifier, le cas échéant, les évolutions susceptibles de garantir son attractivité et l'équilibre global de la structure des marchés.

III. 2. L'impact de LME et des directives sur l'équilibre des plateformes de cotation

III.2.1. L'allègement des contraintes pesant sur la simple offre au public

Le projet d'ordonnance APE prévoit de faire disparaître la notion d'appel public à l'épargne au profit de la définition européenne de l'offre au public reprise de la directive Prospectus⁵. Si ces deux définitions sont relativement proches s'agissant de la réalisation des opérations, cette modification est l'occasion pour le législateur de différencier les obligations pesant sur les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé (typiquement les sociétés cotées sur Euronext Paris) de celles qui font simplement une offre au public (sur Alternext, le marché libre, ou sans inscription sur un marché par exemple).

Ainsi, à la lecture du projet d'ordonnance diffusé par le ministère de l'économie, il apparaît que les sociétés ayant fait une offre au public ne seraient notamment plus soumises aux obligations suivantes :

- le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne,
- les déclarations des dirigeants pour les opérations réalisées sur leurs propres titres,
- un certain nombre d'obligations relatives aux commissaires aux comptes (notamment l'obligation de rotation).

Les sociétés ne faisant qu'une offre au public auraient également plus de souplesse pour la tenue de leurs assemblées générales (par exemple dans le cadre de la fixation statutaire du quorum). Enfin, le statut d'émetteur faisant APE disparaissant, les dispositions relatives à la sortie de ce statut disparaîtraient également.

⁵ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation

III.2.2. L'alourdissement relatif des obligations sur le marché réglementé

A *contrario*, l'ensemble des règles précédemment rappelées continueront à s'appliquer aux seuls marchés réglementés. Parallèlement, depuis 2003, la transposition des directives Prospectus, Transparence, Abus de marché et l'application du règlement relatif aux normes comptables ont accru les obligations pesant sur les sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, comme, par exemple, l'établissement des comptes consolidés conformément aux normes IFRS, la publication des comptes semestriels dans les deux mois suivant la clôture du semestre ou encore la publication d'une information trimestrielle.

Par ailleurs, au niveau national, un certain nombre d'exigences, relevant du domaine législatif ou réglementaire (lettre de fin de travaux, information pro-forma au titre de l'information périodique, information sur les honoraires des CAC), ont été mises en place.

Enfin, on peut noter que les transpositions en cours de certaines directives, comme la directive 2006/43/CE relative, notamment, à la création d'un comité d'audit, devraient encore introduire de nouvelles exigences vis-à-vis de ces sociétés.

III.2.3 L'équilibre intermédiaire apporté par le statut spécifique d'Alternext

Alternext est un SMNO, catégorie définie par le règlement général de l'AMF, qui se caractérise, outre l'application de l'ensemble des règles propres aux systèmes multilatéraux de négociation (SMN)⁶, par les éléments suivants⁷ :

- les règles d'organisation sont approuvées par l'AMF à la demande de l'entreprise de marché ;
- le SMNO se soumet aux dispositions du livre VI du règlement général relatives aux abus de marché (manipulation de cours, diffusion de fausse information et manquement d'initié) ;
- l'existence d'un mécanisme de garantie de cours lorsque les instruments financiers admis sur ces systèmes sont des titres de capital,
- le SMNO rend compte quotidiennement à l'AMF des ordres portant sur les instruments financiers admis sur son système reçus des membres du système.

Par ailleurs, les sociétés cotées sur Alternext sont soumises à certaines dispositions du règlement général de l'AMF pour celles qui ont fait une offre au public, ou aux règles spécifiques à ce marché pour celles qui se sont cotées sous forme de placement privé. A titre d'exemple, l'obligation déclarative des dirigeants en cas de transactions sur leurs propres titres relève de la loi pour les sociétés ayant fait une offre au public et des règles de marché pour celles qui ont été admises sous forme de placement privé.

Parallèlement, la LME a prévu l'extension de la faculté de mettre en place des contrats de liquidité aux sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur SMNO, cette disposition venant donc renforcer la compétitivité de ce marché.

III.3. Le bilan général et les mesures à envisager sur Alternext

La création d'Alternext en 2005 sous forme d'un SMNO a permis de renforcer l'attractivité de la Place financière parisienne en offrant une alternative à la fois souple et sûre entre le cadre réglementé d'Euronext et la quasi déréglementation du Marché Libre.

Alternext Paris compte aujourd'hui 116 sociétés cotées. Près de 80% des sociétés cotées sur Alternext Paris ont choisi le processus d'offre au public et par conséquent ont établi un prospectus conformément au règlement 809/2004/CE.

⁶ Défini à l'article L.424-1 du code monétaire et financier. Les règles applicables aux SMN sont définies dans le Livre V du RGAMF (chapitres I à III du titre II)

⁷ Article 524-1 du RGAMF.

Le marché réglementé, posera, à l'avenir, un certain nombre de contraintes spécifiques qui pourraient, notamment, dissuader les valeurs moyennes et petites d'entrer sur le marché, ou les inciter à le quitter dans un contexte marqué par l'effondrement des cours.

En effet, le concept de SMNO n'existait pas au moment où certaines de ces sociétés ont demandé la cotation de leurs titres, n'ayant alors le choix qu'entre un marché réglementé et le marché libre. Depuis, les évolutions législatives et réglementaires sur les marchés réglementés n'ont pas tenu compte de la taille et des moyens dont disposaient les sociétés. Si celles des compartiments A et B d'Euronext ont pu répondre à ces nouvelles obligations, certaines sociétés d'Euronext C (capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros) semblent avoir plus de difficultés, à la fois en termes humain et de coût. Pour ces entreprises, l'avantage tiré d'une base d'investisseurs potentiellement plus large offerte par le marché réglementé ne compense pas toujours le surcoût découlant des obligations nouvelles, d'autant que les règles d'investissement de certains investisseurs, comme les OPCVM, ont été récemment modifiées pour leur permettre d'investir dans des titres cotés sur un marché reconnu (typiquement Alternext), au même titre que dans des titres cotés sur un marché réglementé. *A contrario*, les règles d'investissement des assureurs restent attachées en grande partie à la notion de marché réglementé.

Le nouveau cadre issu de la transposition des directives et l'adoption de la LME fournissent l'occasion de tracer un bilan de l'attractivité d'Alternext et d'examiner, le cas échéant, les mesures susceptibles de confirmer l'équilibre souple/garanties apportées par les règles applicables.

Au terme de ses discussions, le groupe de travail estime que, quand bien même certaines obligations légales supprimées par le projet d'ordonnance figureraient dans les règles de marché d'Alternext, dans un souci de sécurisation de ce marché, il est préférable de maintenir ou insérer certaines dispositions applicables aux sociétés cotées sur Alternext, soit au niveau législatif, soit au niveau du RGAMF.

IV. LES PROPOSITIONS CONCRETES

Les propositions élaborées par le groupe de travail ont été classées en quatre catégories :

- celles en faveur d'un allègement de certaines dispositions applicables à Alternext (IV.1) ;
- celles relatives à un maintien de dispositions actuellement applicables à Alternext (IV.2) ;
- celles prônant un alignement de certaines dispositions sur celles en vigueur sur Eurolist (IV.3) ;
- enfin, celles qui nécessitent des travaux complémentaires (IV.4).

IV.1. Les propositions en faveur d'un allègement de certaines dispositions applicables à Alternext

IV.1.1. Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne

Le code de commerce prévoit que, lorsqu'elles font appel public à l'épargne⁸, les sociétés anonymes et en commandite par actions, présentent à leurs actionnaires un rapport sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise⁹.

⁸ L'application de cette obligation aux sociétés en commandite par actions résulte de la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (dite loi DDAC).

⁹ Art. L. 225-37, L. 225-68 et L. 226-10-1 du code de commerce. Ce rapport est établi et présenté par le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance.

De son côté, le code monétaire et financier impose aux « personnes morales faisant appel public à l'épargne » de rendre publiques, dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF, les informations qui, selon le code de commerce, doivent figurer dans ces rapports. Il en résulte que cette obligation va trouver à s'appliquer à des émetteurs non soumis aux dispositions du code de commerce rappelées ci-dessus : émetteurs de droit étranger, émetteurs de droit français autres que des sociétés anonymes ou des sociétés en commandite par actions.

Le projet d'ordonnance, conformément à la directive 2006/46/CE, limite le champ de l'obligation prévu au code de commerce, aux seules sociétés françaises cotées sur un marché réglementé.

Les participants ont été interrogés sur le point de savoir s'ils estiment que ce rapport doit être maintenu pour les entreprises cotées par voie de placement public sur Alternext. Les sociétés cotées sur Alternext ainsi que les associations précisent que le maintien de cette obligation sur Alternext n'est pas opportun. Elles soulignent que ce rapport est souvent difficile à réaliser car les entreprises ne savent pas exactement ce qu'il est nécessaire d'y inclure compte tenu notamment de la stabilité de leur organisation.

Les « listing sponsors » considèrent que si cette information est structurante au moment de l'introduction en bourse la publication d'un tel rapport tous les ans ne fournirait, quant à elle, pas beaucoup d'information, ne serait-ce que parce que son contenu reste très général.

Les représentants des investisseurs soulignent que cette information, si elle est utile, n'est pas leur priorité.

Un consensus s'est dégagé au sein du groupe pour dire que si cette information est importante au moment de l'introduction en bourse, la publication d'un rapport annuel sur le sujet n'est pas indispensable. Les services de l'AMF soulignent néanmoins qu'il ne faut pas négliger l'effet structurant que la préparation annuelle d'un rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne peut avoir sur les sociétés.

Le groupe de travail est favorable à la proposition faite dans le projet d'ordonnance consistant à limiter l'obligation annuelle de publication du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne tel que défini par le code de commerce aux seules sociétés françaises cotées sur un marché réglementé.

IV.1.2. La publicité des droits de vote

Aux termes des articles L.233-8 I et R 233-2 du code de commerce, les sociétés anonymes ou en commandite par actions dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé doivent publier le nombre de leurs droits de vote¹⁰ dans un journal d'annonces légales (JAL).

En pratique, ces publications ne sont pas toujours effectuées et les textes ne prévoient pas de sanction en cas de défaut de publication. Les membres du groupe qui proposent cet allègement souhaitent limiter l'obligation de publicité du nombre d'actions et droits de votes aux sociétés dont les actionnaires doivent déclarer leurs franchissements de seuils. Ils proposent en outre pour les sociétés d'Alternext, de voir substituer à la publication dans un JAL une mise en ligne sur leur site et sur celui d'Alternext. Cela permettrait à la société de se conformer plus aisément à cette obligation et aux investisseurs d'avoir accès rapidement à l'information.

Le groupe de travail propose que la loi soit modifiée afin que la publication des droits de vote puisse bénéficier d'un régime plus souple, moins coûteux et plus efficace, à savoir : une mise en ligne sur le site internet de l'émetteur et sur celui d'Alternext.

¹⁰ Dans les 15 jours de l'assemblée générale et entre deux assemblées générales en cas de variation de plus de 5%.

IV.2. Les propositions en faveur d'un maintien de dispositions actuellement applicables à Alternext

IV.2.1. Les déclarations des opérations des dirigeants sur les titres de leur société

L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier oblige les dirigeants de sociétés faisant appel public à l'épargne, et les personnes qui leur sont liées, à déclarer les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société qu'ils dirigent. Cette obligation s'impose donc aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, ainsi qu'aux sociétés dont les titres sont inscrits sur Alternext ou sur le Marché libre, dès lors qu'elles y ont été introduites par APE¹¹, ainsi qu'aux émetteurs ayant procédé à une émission de titres dans le public, sans que ces titres soient négociés sur un marché.

Ainsi délimité, le champ d'application du dispositif excède celui fixé par la directive Abus de marché dont il est la transposition, puisque celle-ci n'oblige à déclarer que les opérations sur les titres cotés sur un marché réglementé.

Pour cette raison, le projet d'ordonnance APE prévoit de s'en tenir à une stricte transposition de la règle communautaire, en n'appliquant ce dispositif qu'aux seules sociétés cotées sur un marché réglementé¹². Par conséquent, concernant les sociétés cotées sur Alternext, cette obligation ne relèverait plus que des règles de marché. Il faut rappeler en effet, le pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers est défini à l'article L.621-15 du code monétaire et financier. Cet article donne la compétence à l'AMF en cas de manquement à une obligation mentionnée à l'article L.621-14 I du même code c'est-à-dire un manquement « *aux obligations résultant des dispositions législatives et réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et à la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* ». Les règles de marché Alternext ne peuvent être qualifiées de règles professionnelles pour les émetteurs et leurs dirigeants et leur inobservation ne peut en conséquence être sanctionnée par l'AMF. A cet égard, les investisseurs soulignent que les règles d'Alternext sont contractuelles et que si, délibérément une société ne les respectait pas, elle pourrait se voir radiée définitivement de la cote, ce qui constituerait en réalité une sanction plus pour l'investisseur que pour l'émetteur¹³. Il est donc pour eux très important d'avoir des règles qui soient sanctionnables autrement que par la radiation.

Les investisseurs estiment qu'il s'agit d'une information très importante pour eux et qu'il convient de maintenir un maximum de sécurité juridique et notamment prévoir des sanctions en cas de manquement.

De leur côté, les sociétés présentes précisent que l'établissement de ces déclarations ne leur pose pas de problème particulier.

Le groupe de travail propose de maintenir cette obligation au niveau de la loi pour les entreprises ayant fait une offre au public sur Alternext. Les modalités d'application qui sont fixées dans le RGAMF pourraient, le cas échéant, être adaptées à la nature de ce marché.

¹¹ On précisera que les règles de marché d'Alternext (art. 3.1 et 4.3) imposent une obligation identique aux dirigeants des sociétés inscrites par placement privé.

¹² Le champ de cette obligation serait alors aligné sur celui de l'obligation d'établir des listes d'initiés.

¹³ Il est rappelé pour mémoire qu'avant d'infliger une telle sanction, l'opérateur de marché a la possibilité en vertu du paragraphe 7.2 des règles de marché de sanctionner un manquement de l'émetteur à ses obligations peut donner lieu à une sanctions suivantes en fonction de la nature de la défaillance :

- lettre d'avertissement, lui enjoignant le cas échéant des mesures correctrices ;
- pénalité financière en réparation du tort causé à Euronext Paris en tant qu'organisateur d'Alternext, selon un barème fixe déterminé en annexe ;
- suspension temporaire de la cotation de ses titres.

Aucune radiation de ce genre n'est intervenue depuis la création d'Alternext.

IV.2.2. La définition de l'information privilégiée

L'obligation de porter à la connaissance du public les informations privilégiées pèse aujourd'hui sur tous les émetteurs faisant appel public à l'épargne (l'article 223-2¹⁴ du règlement général de l'AMF).

En pratique, l'AMF est souvent interrogée par les valeurs moyennes sur la question de l'application qu'elles doivent faire de la notion d'information sensible. En effet, cette notion assez générale, est parfois difficilement appréhendée par ces sociétés.

La réforme de l'APE donnant l'occasion à l'AMF de modifier son Règlement Général, l'AMF a souhaité consulter le groupe de travail sur l'opportunité de la substitution à ce concept général d'une liste d'événements sur lesquels la société devrait être amenée à communiquer. L'idée sous jacente était de lever l'incertitude liée au concept d'information privilégiée. Pour reprendre une terminologie anglo-saxonne, on pourrait passer d'une approche *principle based* à une approche *rule based*.

Après discussions, les investisseurs et les sociétés représentées dans le groupe de travail préfèrent garder le concept général d'information sensible. Ces dernières estiment en effet qu'une liste pourrait générer des contraintes supplémentaires et ne serait pas forcément adaptée à leur activité. Un avocat souligne néanmoins que l'établissement d'une telle liste aurait pour intérêt de définir clairement les informations qui doivent être publiées et ainsi de limiter les risques de contentieux.

Le groupe se prononce en faveur du maintien du concept général d'obligation d'information permanente.

IV.3. Les propositions en faveur d'un alignement de certaines dispositions sur celles en vigueur sur Euronext

IV.3.1. L'extension des objectifs des programmes de rachat d'actions

L'article 37 de la LME autorise désormais la mise en place de programmes de rachat d'actions par les sociétés d'Alternext, dans le seul objectif de liquidité¹⁵. Ce nouveau dispositif, complète le régime des rachats d'actions prévu par le code de commerce afin de permettre l'extension aux SMNO de la pratique des contrats de liquidité. Il prévoit notamment, à l'instar du régime de droit commun pour les marchés réglementés, une information mensuelle de l'AMF sur les achats et les cessions, réalisés dans le cadre des programmes adoptés et mis en œuvre, ainsi qu'une information du public.

Si les participants au groupe de travail saluent cette initiative, ils la trouvent en revanche trop restreinte. En effet, si aucun changement n'est apporté, les sociétés d'Alternext ne pourront pas mettre en œuvre un programme de rachat d'actions pour couvrir des titres donnant accès au capital (OCEANE, OBSAAR, BSANE ...) ou encore pour financer une opération de croissance externe. Les sociétés en particulier adhèrent à cette proposition et expliquent que l'autorisation de rachat d'actions sur Alternext à des fins autres que la liquidité du titre constituerait une réelle avancée notamment par exemple pour financer des opérations de croissance externe.

Il a été également mis en avant que l'émission des produits donnant accès au capital, qui dans des marchés difficiles peut être intéressante, implique automatiquement un effet dilutif potentiel qui freine les sociétés s'il n'est pas possible

¹⁴ Article 223-2 du RGAMF : I. Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 qui le concerne directement. [...]

Article 621-1 du RGAMF : Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés/

¹⁵ Nouvel article L. 225-209-1 du code de commerce

de la couvrir par un rachat d'actions. Par ailleurs, les représentants des sociétés membres du groupe précisent que l'attribution d'actions gratuites serait également favorisée si les objectifs étaient étendus, de même que la couverture des stock-options qui permettrait d'éviter un effet dilutif. Les investisseurs n'ont pas d'opposition particulière à ces propositions.

Le groupe propose que la loi soit modifiée afin d'aligner les règles du rachat d'actions d'Alternext sur celles en vigueur sur Euronext.

Suite à la transposition des Directives Abus de Marché, par décision en date du 22 mars 2005, l'AMF a posé le principe selon lequel toute société émettrice dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé peut procéder à l'animation du marché de son titre dès lors que cette animation est réalisée dans le cadre de la pratique de marchés des contrats de liquidité qu'elle aura approuvée conformément aux articles 612-1 et suivants de son règlement général.

L'AFEI (nouvellement dénommée AMAFI) a fait approuver en mars 2005 une nouvelle Charte de déontologie, établie en étroite concertation avec les services de l'AMF, permettant aux contrats de liquidité d'entrer dans le cadre de la pratique de marché acceptée par l'AMF.

Dans la mesure où les sociétés cotées sur Alternext pourraient mettre en place un programme de rachat d'actions, l'AMF et l'AMAFI ont soumis aux participants au groupe de travail un projet de modification de la décision du 22 mars 2005 concernant l'acceptation des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise par l'AMF¹⁶ ainsi que la Charte de déontologie.

Il est rappelé qu'en vertu de l'article 612-3 du RGAMF, toute modification d'une pratique de marché doit être préalablement soumise à consultation dès lors que l'acceptation de cette pratique a fait objet initialement d'une procédure de consultation.

Les modifications apportées à la décision de l'AMF comme à la charte de déontologie de l'AMAFI se résument pour l'essentiel à l'ajout de la notion de SMNO.

Les membres du groupe sont favorables à l'application sur Alternext de la pratique de marché et de la charte de déontologie de l'AMAFI relatives aux contrats de liquidité. Dans un premier temps, l'AMAFI pourrait publier sa charte amendée. Dans un second temps, l'AMF publierait au BALO et sur son site internet une décision d'acceptation de cette pratique de marché actualisée.

IV.3.2. La déclaration du franchissement des seuils de 50% et de 95%

La rédaction actuelle des textes¹⁷ prévoit que, sur Alternext, si un actionnaire a l'obligation légale de déclarer tous les franchissements des seuils énoncés par la loi (au même titre que pour les sociétés cotées sur un marché réglementé) à la société concernée, il n'a pas l'obligation d'en informer l'AMF qui ne procède donc pas à la publication de ces franchissements.

La publicité relative aux franchissements de seuils relève alors uniquement des règles d'Alternext¹⁸. Elle concerne le franchissement des seuils de 50% et de 95% que la société doit publier sur son site.

¹⁶ L'article 612-2 du RGAMF précise que [...] Il – L'AMF procède périodiquement au réexamen des pratiques de marché admises, en particulier pour prendre en compte les évolutions significatives dans l'environnement du marché concerné, telles des modifications des règles de négociation ou de l'infrastructure de marché.

¹⁷ Article L.223-7 I du code de commerce.

¹⁸ Paragraphe 4.3. : Sans préjudice des obligations du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (livre II, titre II, chapitre II) et d'autres exigences liées à une situation d'appel public à l'épargne en France ou à l'adoption de la forme au porteur pour ses titres, l'émetteur doit rendre public : [...]le franchissement à la hausse ou à la baisse par toute personne agissant seule ou de

La loi prévoit qu'Alternext peut demander à l'AMF l'application des dispositions relatives à l'obligation de déclaration à l'AMF. Néanmoins la rédaction actuelle de la loi laisse penser que si Alternext fait cette demande, c'est l'ensemble des seuils qui devront être déclarés à l'AMF, ce qui irait à l'encontre de l'esprit d'allègement qui prévaut sur Alternext. C'est pourquoi l'entreprise de marché n'a pas fait de demande jusqu'à présent. Une modification législative, permettant une application de cet article à certains seuils seulement, pourrait donc être utilement introduite.

Les investisseurs membres du groupe de travail et Euronext soutiennent cette proposition. Ils estiment qu'une base législative est préférable¹⁹ dans la mesure où la capacité de sanction de tiers par le marché est limitée ce qui rend la surveillance et l'application de cette règle de marché, pour autant très importante, assez difficile. Les sociétés ne voient pas d'objection particulière à une base législative.

Un consensus au sein du groupe de travail se dégage pour demander au législateur de prévoir une modification législative permettant à Alternext de demander que l'actionnaire puisse déclarer à l'AMF certains franchissements de seuils ; en l'occurrence, les seuils de 50 % et de 95 % ont été retenus par le groupe de travail.

IV.3.3. La mise en place du retrait obligatoire

Les règles d'Alternext prévoient actuellement la possibilité d'une offre publique de rachat à 95% mais sans retrait obligatoire (RO) faute de base légale. Plus précisément, le paragraphe 5 des règles d'Alternext dispose que les titres peuvent être radiés à la suite de la mise en œuvre par une personne ou conjointement d'un groupe de personnes détenant 95 % des droits de vote d'une offre de rachat à l'intention des actionnaires minoritaires d'une durée minimale de 10 jours de bourse, sous réserve que le prix de l'offre ait donné lieu à une attestation d'équité par un expert indépendant²⁰.

La majorité des participants sont favorables à ce que la procédure de retrait obligatoire puisse être étendue sur Alternext. Certains participants ont ainsi fait remarquer que le retrait obligatoire pourrait être bénéfique à la fois pour la société et pour l'actionnaire. Par ailleurs un investisseur a souligné que lorsqu'une société cherche à en racheter une autre société, elle souhaite très souvent acquérir 100% du capital.

Cette procédure de retrait obligatoire est certes prévue par la loi, à l'article L.433-4 du code monétaire et financier, mais elle est réservée aux actions admises aux négociations sur un marché réglementé. Grâce à cette procédure de retrait obligatoire, à l'issue d'une offre publique, en cas de détention d'au moins 95% du capital ou des droits de vote, l'actionnaire ou le groupe majoritaire peut imposer aux minoritaires qui n'auraient pas répondu à l'offre de lui transférer leurs titres moyennant indemnisation.

Or, le retrait obligatoire portant atteinte au droit de propriété des actionnaires minoritaires, elle doit nécessairement être prévue par la loi²¹.

concert de seuils de participation représentant 50 % ou 95 % du capital ou des droits de vote, dans un délai de 5 jours de bourse suivant celui où il en a connaissance.

¹⁹ Le raisonnement étant le même que celui applicable aux déclarations des dirigeants.

²⁰ Cette attestation d'équité n'est pas soumise aux dispositions relatives à l'expertise indépendante prévue aux articles 261-1 et suivants du RGAMF.

²¹ En effet, conformément à l'article 17 de la Déclaration des Droits de l'Homme de 1789 (« La propriété étant un droit inviolable et sacré, nul ne peut en être privé, si ce n'est lorsque la nécessité publique, légalement constatée, l'exige évidemment, et sous la condition d'une juste et préalable indemnité »), laquelle a valeur constitutionnelle (Décision du Conseil constitutionnel du 16 juillet 1971, DC n°71-44, « liberté d'association »), et à l'article 545 du code civil (« Nul ne peut être contraint de céder sa propriété, si ce n'est pour cause d'utilité publique, et moyennant une juste et préalable indemnité »), il ne peut être atteint que pour des causes d'utilité publique.

De même, l'article 34 de la Constitution de 1958 confie à la loi le soin de déterminer les principes fondamentaux du régime de la propriété et par la même occasion les atteintes à ce droit.

Enfin, au regard du droit européen, un arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation, « Elyo » (Cass. Com., 17 juillet 2001, « Elyo », Bull. Civ. IV, n°137), avait reconnu la conformité de cette procédure au premier protocole additionnel à la CEDH, notamment dans la mesure où elle découlait de la loi.

En corollaire, la représentante des valeurs moyennes précise que les associations professionnelles militent pour que la procédure de retrait obligatoire puisse, dans tous les pays européens, être mise en œuvre lorsque le seuil de 90 % est franchi.

Une majorité des membres du groupe souhaite que des réflexions plus approfondies soient rapidement menés sur les moyens de mettre en place un retrait obligatoire sur Alternext. Il est observé qu'en l'état actuel des textes, l'AMF ne dispose d'aucune habilitation pour exiger le retrait obligatoire d'une société cotée sur Alternext. La mise en place d'une telle disposition nécessite en effet une intervention législative.

IV.3.4. Les règles relatives aux augmentations de capital

Seules les sociétés cotées sur le marché réglementé bénéficient de certaines souplesses en matière d'augmentation de capital. Il en est ainsi du délai de priorité en matière d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription²², de la possibilité de délégation au conseil en cas de rémunération d'apport en nature dans la limite de 10 % du capital²³ et de la faculté de subdélégation²⁴. Les participants au groupe de travail se sont dits favorables à l'extension de telles dispositions à Alternext. Concernant les délégations en matière de rémunération d'apport en nature, ils expliquent notamment que la souplesse et la rapidité d'exécution de l'augmentation de capital sans convocation d'une assemblée générale est un facteur de succès.

Le groupe propose que la loi soit modifiée afin d'étendre à Alternext les dispositions en matière d'augmentation de capital applicables sur un marché réglementé.

IV.3.5. Le régime des stock-options et des actions gratuites

L'article L.225-177 du code de commerce précise que si les actions d'une société ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé, le prix d'exercice des options doit être fixé « conformément à des méthodes objectives » et non par référence au cours de bourse. La notion de « juste évaluation » peut de plus poser un problème concret car cela oblige la société à payer un rapport d'expertise (dont le coût serait estimé entre 15 000 € et 20 000€) et engendre un ralentissement du processus d'attribution. Il est néanmoins fait remarquer que si le régime applicable sur le marché réglementé est étendu à Alternext, les sociétés ne pourront plus procéder à des attributions durant certaines fenêtres négatives durant lesquelles aucune option ne peut être consentie²⁵. Les sociétés présentes estiment que la contrainte des fenêtres négatives ne leur pose pas de problème particuliers, d'autant qu'elle est de nature à rassurer le marché.

Par ailleurs, ce même article prévoit, pour les seules sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la possibilité d'une décote sur le prix de souscription ou d'achat des actions lors de l'exercice d'options.

Enfin, il est noté qu'au regard des dispositions actuelles, au sein des groupes de sociétés, les mandataires peuvent se voir attribuer des options portant sur des titres d'une société liée, uniquement sous réserve que ces titres soient admis aux négociations sur un marché réglementé (L225-185 al.5 code de commerce). Il en est de même en matière d'attribution gratuite d'actions (L225-197-1 II code de commerce). Ainsi, par exemple, le mandataire d'une filiale

²² Article L 235-135 alinéa 2 code de commerce.

²³ Article L 225-147 dernier alinéa code de commerce.

²⁴ Article L 225-129-4 code de commerce.

²⁵ Dans une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les options ne peuvent être consenties :
1° Dans le délai de dix séances de bourse précédant et suivant la date à laquelle les comptes consolidés, ou à défaut les comptes annuels, sont rendus publics ;
2° Dans le délai compris entre la date à laquelle les organes sociaux de la société ont connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence significative sur le cours des titres de la société, et la date postérieure de dix séances de bourse à celle où cette information est rendue publique.

d'une société d'Euronext, peut bénéficier d'options sur les actions de cette dernière. Ce n'est pas possible, si cette société est cotée sur Alternext

Le groupe propose que l'article L.225-177 du code de commerce soit modifié afin d'aligner les dispositions applicables sur Alternext en matière de souscription et d'achat d'actions par les salariés sur celles en vigueur sur un marché réglementé, les émetteurs acceptant que les fenêtres négatives s'appliquent en conséquence.

IV.4. Réflexions nécessitant des travaux complémentaires

IV. 4.1. La garantie de cours

La définition de la garantie de cours²⁶ figure aux articles L. 433-3 II du code monétaire et financier et 235-1 du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-3 IV du code monétaire et financier, Euronext a souhaité que la garantie de cours soit étendue aux sociétés cotées sur Alternext.

La garantie de cours a pour objet de protéger un actionnaire contre un changement de contrôle de la société par le biais d'un achat de bloc. En revanche, elle n'a pas pour objet de couvrir la montée dans le capital d'un actionnaire déjà majoritaire. Or certains événements récents ont montré que, dans certains cas, des changements de contrôle pouvaient s'accomplir sans forcément passer par l'acquisition d'un bloc (par exemple par une émission d'ABSA et l'exercice des BSA). Les minoritaires n'ont ainsi aucun droit à désintéressement dans certaines circonstances non couvertes par la définition actuelle de la garantie de cours, notamment :

- prise de contrôle indirecte via une holding détenant par exemple un bloc de titres conférant plus de 50% du capital ou des droits de vote,
- franchissement du seuil de 50% via une augmentation de capital réservée,
- ou acquisition de droits de vote double.

Trois garanties de cours ont été mis en œuvre sur Alternext en 2006 et 2007, dont deux pour lesquelles l'AMF a dû procéder à une interprétation des textes en vigueur. Par ailleurs, l'AMF a été interrogée à plusieurs reprises sur des situations incertaines. L'AMF a ainsi été amenée à adopter une approche extensive des situations de garantie de cours sur Alternext (par exemple l'acquisition indirecte d'un bloc de contrôle par rachat d'une holding, situation qui, sur un marché réglementé, implique automatiquement une offre obligatoire).

Dans ces conditions, le remplacement sur Alternext de la garantie de cours du fait des imperfections susmentionnées, par la mise en place d'une offre obligatoire en cas de franchissement du seuil de 50%, peut être envisagé, étant précisé qu'il faudra, parallèlement, prévoir des cas de dérogation au dépôt obligatoire de telles offres à l'instar de ce qui est prévu pour le marché réglementé. De tels changements impliqueraient des modifications législatives et réglementaires. (cf. Annexe 2).

Cette approche suscite des réactions partagées parmi les participants. Si les investisseurs y sont favorables, car elle serait de nature à les rassurer sans pour autant imposer une réglementation lourde, certains participants expriment quelques réticences à faire entrer Alternext dans le régime d'offre publique qui est beaucoup plus lourd et coûteux dans sa mise en œuvre car non « binaire ». Ils craignent par ailleurs qu'à terme se pose la question des conséquences du franchissement du seuil du tiers. Enfin, le groupe évoque l'introduction de la possibilité d'une

²⁶ Elle s'applique à une personne « agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, qui acquiert ou est convenue d'acquérir un bloc de titres lui conférant, compte tenu des titres ou droits de vote qu'elle détient déjà, la majorité du capital ou des droits de vote d'une société ». L'acquéreur du bloc doit se porter acquéreur « de tous les titres présentés à la vente au prix auquel la cession des titres a été ou doit être réalisée, et seulement à ce cours ou à ce prix ».

obligation d'offre publique en cas de dépassement du seuil de 50% suite à une mise en concert. Il estime qu'il serait dommageable que la notion d'action de concert, inconnue dans le régime des garanties de cours, trouve désormais à s'appliquer sur Alternext. Cette évolution pourrait notamment freiner l'entrée de nouveaux investisseurs ou encore la montée au capital de collaborateurs clé de la société. Les services de l'AMF précisent qu'il pourrait être possible de résoudre ce problème en créant une section spéciale dans le RGAMF pour les offres publiques sur Alternext et, outre les cas de dérogation déjà applicables sur le marché réglementé, en définissant d'autres cas de dérogation afin de tenir compte de la finalité particulière d'Alternext.

Il est précisé que sur d'autres SMNO, à l'instar de l'AIM au Royaume-Uni, les règles applicables en matière d'offres publiques sont les mêmes que sur un marché réglementé. En conséquence, une telle modification sur Alternext ne placerait donc pas ce marché dans une position concurrentielle défavorable par rapport à ses équivalents à l'étranger.

Le groupe de travail estime que la garantie de cours répond à l'équilibre initial voulu par Alternext, même si des réflexions pourraient être menées en vue d'améliorer l'information donnée en matière de détention de titres.

S'agissant d'un sujet suffisamment délicat pour nécessiter des réflexions complémentaires, cette question devrait être examinée prochainement par le Collège dans le cadre d'une réflexion globale sur la notion même de garantie de cours.

IV.4.2. Les réflexions sur les conditions de fluidité entre les plateformes de cotation

Depuis 2003, la transposition des directives européennes, notamment Prospectus, Transparence, Abus de marché et l'application du règlement relatif aux normes comptables sont venues considérablement alourdir les obligations pesant sur les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. La disparition de la notion d'APE au profit d'une distinction entre offre au public et admission sur un marché réglementé va renforcer les différences réglementaires entre les sociétés cotées sur un marché réglementé et celles admises à la cotation sur un SMNO²⁷.

L'écart grandissant entre les obligations pesant sur les sociétés admises à la cotation sur un marché réglementé de celles applicables aux sociétés cotées sur Alternext, amène actuellement un certain nombre de sociétés du compartiment C d'Euronext à souhaiter quitter le marché réglementé au profit d'Alternext. En effet, certaines sociétés anciennement cotées sur le second ou le nouveau marché, se sont retrouvées cotées sur le segment C d'Euronext après la réforme de la cote alors même qu'elles disposent d'une capitalisation boursière et de volumes d'échanges similaires à celles admises sur Alternext.

L'AMF a toujours considéré, sur le fondement de sa mission générale de « veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers » (article L. 621-1 du COMOFI) et sur la base de son droit d'opposition à la radiation²⁸, qu'une société française²⁹ souhaitant être radiée d'un marché réglementé devait préalablement lancer une offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire. Par conséquent, il n'existe pas aujourd'hui de possibilité de passage direct du marché réglementé à Alternext. L'opération consistant pour une société à quitter Euronext pour rejoindre Alternext a donc un coût de retrait de la cote, correspondant au rachat de 100% des titres, et un coût relatif à la procédure de cotation pour pouvoir se coter sur Alternext.

²⁷ Jusqu'à présent un certain nombre de dispositions relevant des directives européennes s'appliquaient aux sociétés faisant APE, c'est à dire sans distinction entre marchés réglementés et offre au public.

²⁸ depuis le 1^{er} novembre 2007, l'AMF ne dispose formellement plus d'un droit d'opposition à la radiation.

²⁹ Les sociétés étrangères sont soumises à une procédure de retrait ordonné.

Le groupe de travail a donc été amené à ouvrir une réflexion sur les conditions qui permettraient à une société d'être transférée du marché réglementé à Alternext tout en assurant une protection adéquate pour les investisseurs. Les missions et pouvoirs que le COMOFI confère à l'AMF semblent fournir une base suffisante pour élaborer un cadre adapté en la matière.

Les sociétés cotées sur le compartiment C d'Euronext manifestent leur intérêt à l'égard de la mise en place d'une telle possibilité de fluidité entre marchés réglementé et organisé. Elles justifient cet intérêt par la lourdeur de certaines réglementations qui s'appliquent à eux sur Euronext (exigences résultant de la directive Transparence ...) et une réglementation qui s'impose de manière identique quel que soit le niveau de capitalisation³⁰ des sociétés concernées. Ce constat est similaire pour tous les pays européens et pas seulement en France. Une société cotée à Amsterdam est déjà passée d'Euronext vers Alternext.

Outre les coûts substantiels engendrés par le respect de ce corpus réglementaire, les sociétés expliquent qu'une entreprise de taille moyenne dispose de ressources en personnels limitées et certaines n'ont pas de services administratifs dédiés au respect des obligations réglementaires. Par conséquent dès qu'il y a le moindre problème opérationnel dans le fonctionnement de leur cœur de métier, cela leur devient difficile de répondre aux obligations réglementaires.

Enfin ces sociétés soulignent que lorsqu'elles sont entrées en bourse, Alternext n'existait pas encore, mais qu'elles auraient vocation étant donné leur taille à être cotées sur ce marché organisé plutôt que sur le compartiment C d'Euronext.

Si elle comprend la position des sociétés représentées dans le groupe, Euronext souhaite néanmoins mettre l'accent sur l'importance d'une réflexion préalable avant d'accepter de fluidifier le passage d'un marché réglementé vers un SMNO. En premier lieu, elle estime a priori qu'Alternext n'a pas encore atteint une taille critique suffisante et souhaite consolider le positionnement marketing de ce marché. Elle craint en effet que si, dans les conditions actuelles de marché, une centaine de sociétés d'Euronext basculaient vers ce marché organisé, ce mouvement risquerait de modifier l'image de marché nouveau d'Alternext. Or, elle estime qu'il convient de veiller à ne pas porter atteinte à la dynamique d'Alternext. Elle s'interroge enfin sur l'impact que pourrait avoir une telle réforme sur les indices.

Même s'ils comprennent qu'Alternext apparaisse comme une option attractive pour ces sociétés, les représentants des investisseurs précisent que le passage d'Euronext à Alternext sans une forme de protection du public leur paraît délicat (notamment pour assurer une valorisation correcte des titres). Ils ne partagent en outre pas forcément l'idée selon laquelle la société serait mieux valorisée sur Alternext que sur Euronext.

Certains participants, bien que favorables à une telle fluidité, soulignent que même parmi les sociétés cotées sur le compartiment C d'Euronext, l'appréciation de l'opportunité de passage vers Alternext suscite des réactions disparates. En effet, certaines sociétés souhaitant rester sur le marché réglementé craignent que si une partie des sociétés de la cote basculent vers Alternext, leurs spécificités soient peu prises en compte lors de la mise en place éventuelle de nouvelles règles affectant le marché réglementé.

³⁰ Il est rappelé à cet égard que les directives européennes ne permettent pas d'avoir une telle analyse, sous réserve des aménagements identifiés par le groupe de travail « Valeurs moyennes et petites » en 2006.

Les membres du groupe estiment qu'une analyse plus précise doit être menée par un groupe de travail *ad hoc* comprenant l'entreprise de marché et des acteurs du marché. Ce rapport devra être rendu au plus tard d'ici la fin de l'année.

L'objectif de ce rapport complémentaire sera de déterminer les conditions et procédures suivant lesquelles un transfert d'une société d'Euronext à Alternext pourrait être réalisé, de façon notamment à permettre une valorisation équitable des titres concernés, une liquidité éventuelle pour les actionnaires vendeurs et une information adéquate du public.

Le groupe devra évaluer plus précisément le nombre de sociétés susceptibles de procéder à un transfert du marché réglementé vers Alternext, sans qu'un tel mouvement ait un impact négatif sur le fonctionnement d'Alternext.

A ce titre ce rapport devra formuler des propositions sur la façon dont Alternext pourrait parallèlement conforter sa visibilité internationale, notamment en garantissant l'éligibilité des titres concernés à un maximum d'investisseurs institutionnels en Europe et en assurant l'attractivité de ces marchés vis-à-vis des émetteurs des pays tiers.

ANNEXE 1 : COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

Président

Jean-Pierre PINATTON, Membre du Collège de l'AMF

Membres

Eric BERLIZON (ZUEBLIN)
Alexis BOUCHET-CHATELARD (CLASQUIN)
Marc BIDOU (MAXIMILES)
Martine CHARBONNIER (NYSE EURONEXT)
Thierry CHARRON (PWC)
Philippe D'HOIR (FIDAL)
Sylvie DARIOSECQ (AMAFI)
Philippe DELIEUVIN (1000 MERCIS)
Christian FINAN (BRYAN GARNIER)
Eric FOREST (ODDO)
Evelyne GALIATSATOS (ALLEGRA FINANCE)
Pierre-Franck MOLEY (LE PUBLIC SYSTEME)
Christian POYAU (MICROPOLE-UNIVERS)
Nicolas Stoop (MEDEF)
Antoine VALDES (ALTO INVEST)
Caroline WEBER (MIDDLENEXT)

Commissaires au gouvernement

Gabrielle D'ARAILH
Emmanuel LACRESSE

Observateur

Philippe FAURE (BANQUE DE FRANCE)

Rapporteurs

Patrice AGUESSE, AMF
Maryline DUTREUIL-BOULIGNAC, AMF

ANNEXE 2 : Liste indicative des événements susceptibles de déclencher une obligation d'information du public

Événements concernant la situation financière

1. Situation financière, comptes et perspectives :
 - 1.1 comptes annuels et consolidés, le cas échéant, sauf pour les sociétés ayant émis uniquement des titres de créance dont la valeur nominale unitaire est supérieure à 50.000 euros³¹,
 - 1.2 toute évolution significative de la structure financière (nouvel emprunt, remboursement anticipé d'un emprunt, engagement hors bilan...).

Événements liés à l'organisation et à l'activité de l'émetteur

2. Élément significatif concernant l'activité :
 - 2.1 lancement d'un nouveau produit,
 - 2.2 signature ou rupture d'un accord commercial,
 - 2.3 perte d'un client...
3. Modification significative dans les actifs de la société
4. Modification significative dans le périmètre du groupe (prise ou cession de participation dont l'impact sur les principaux agrégats et soldes du bilan et du compte de résultat est supérieur à 25%) ;
5. Vie sociale :
 - 5.1 modification des statuts,
 - 5.2 convocation et tenue des assemblées³²,
 - 5.3 mise à disposition des documents préalablement à l'assemblée,
 - 5.4 changement de dirigeant,
 - 5.5 changement dans la composition ou le fonctionnement des organes d'administration ou de surveillance,
 - 5.6 changement de date de clôture ou de contrôleurs légaux³³;
6. Faits exceptionnels ou litiges significatifs :
 - 6.1 impact d'une évolution de nature législative ou réglementaire,
 - 6.2 décision judiciaire,
 - 6.3 réclamation,
 - 6.4 redressement ou liquidation judiciaire,
 - 6.5 fermeture de site ou plan social....

Événements liés aux titres

7. Toute modification concernant le capital (y compris modification des droits des actionnaires ou des porteurs).

³¹ La loi dispense les émetteurs dont uniquement des titres de créance d'une valeur nominale supérieure à 50.000 euros sont cotés sur un marché réglementé des publications périodiques de la directive Transparence. Il serait paradoxal d'imposer une telle obligation aux sociétés dont les titres ne sont pas cotés sur un marché réglementé.

³² Information publiée aujourd'hui au BALO.

³³ Sauf à considérer, pour les changements de date de clôture ou de commissaire aux comptes, que l'information relative aux assemblées générales est suffisante.

ANNEXE 3 : Possibilité de redéfinition de la garantie de cours sur Alternext

La loi 2005-842 du 26 juillet 2005 (en ajoutant un III à l'article L. 433 du code monétaire et financier) a étendu l'obligation de garantie de cours aux marchés organisés lorsque la personne qui gère un tel marché en fait la demande. C'est le cas d'Alternext. Or, la définition de la garantie de cours sur les marchés réglementés a été fortement restreinte du fait de l'existence d'un corpus de règles liées aux offres obligatoires.

Ainsi par exemple, sur le marché réglementé, une augmentation de capital réservée faisant franchir en hausse le seuil de 50% ne sera pas génératrice d'une obligation de garantie de cours, dans la mesure où la détention de plus de 50% ne résultera pas de l'acquisition d'un bloc d'actions. En revanche, par franchissement en hausse du seuil du tiers ou par accroissement de plus de 2% de la participation, si celle-ci est comprise entre le tiers et 50%, il y aura obligation de dépôt d'un projet d'offre publique (articles 234-2 et 234-5 du règlement général) avec, le cas échéant, possibilité d'octroi d'une dérogation à une telle obligation (recapitalisation d'une société en difficulté financière avérée soumise à l'assemblée générale des actionnaires, article 234-9 2° du règlement général).

De la même façon, l'acquisition de droits de vote double qui fait « franchir le seuil de 50% » n'est pas génératrice d'une obligation de garantie de cours, car il n'y a pas à proprement parler d'acquisition de titres. Une telle acquisition ressortira de l'obligation d'offre publique comme précédemment.

Il faut aussi mentionner le cas d'une acquisition rémunérée en titres : par exemple un bloc de 55% du capital rémunéré totalement ou partiellement en titres de l'acquéreur. Dans cette occurrence, sur le marché réglementé, il y a offre obligatoire et non garantie de cours dans la mesure où le prix payé n'est pas exprimé en numéraire³⁴.

Dans ces conditions, deux approches peuvent être retenues.

- La première consiste à maintenir la garantie de cours sur un marché organisé à partir de la définition stricte applicable sur un marché réglementé avec comme inconvénient de limiter les possibilités de sortie des actionnaires minoritaires. Dans cette approche, les minoritaires n'auraient en effet pas droit à désintéressement dans certaines circonstances non couvertes par la définition actuelle de la garantie de cours (prise de contrôle indirecte via une holding, acquisition en titres d'un bloc de titres conférant plus de 50% du capital ou des droits de vote, franchissement du seuil de 50% par achats en bourse au fil de l'eau...)
- La seconde, consiste à élargir la protection des actionnaires en prévoyant adopter « une offre obligatoire pour franchissement du seuil de 50% ». Cette approche a été adoptée jusqu'ici par l'AMF sur des dossiers simples (par exemple acquisition indirecte d'un bloc de contrôle par achat d'une holding, ce qui sur un marché réglementé implique automatiquement une offre obligatoire), mais paraît difficilement extensible à d'autres cas sans modification des textes.

Il faudrait dans ce cas :

- supprimer la procédure de garantie de cours sur les marchés organisés en lui substituant un cas de dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique s'appliquant à toute personne qui vient à franchir en hausse, seul ou de concert, directement ou indirectement, le seuil de 50% du capital ou des droits de vote (suppression du III de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier et de l'article 235-4 du règlement général) ; les règles de

³⁴ Cette application aux cas d'acquisition d'un bloc en numéraire n'a pas été sans hésitation de la pratique car la notion de prix, voire de cours, peut être entendue comme résultant de la contrepartie d'un bloc qui aurait fait l'objet d'une rémunération en titres par exemple et surtout, car la finalité de la garantie de cours est bien de donner aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs titres en répliquant exactement ce qui a été octroyé au cédant du bloc de contrôle. Il s'agit en quelque sorte de garantir aux minoritaires de percevoir ce qu'a perçu le cédant du bloc de contrôle. Toutefois, l'introduction de l'offre obligatoire dans la réglementation a écorné cette analyse, celle-ci permettant d'appréhender certains cas de figure plus rigoureusement (cas du bloc de contrôle acquis par rémunération en titres et garantie de cours libellée en numéraire, ou garantie de cours libellée aux mêmes conditions soit en titres) que par une approche concluant à la mise en œuvre d'une garantie de cours, qui apparaissait plus basée sur une approche téléologique que rationnelle des textes

fixation du prix d'une telle offre seraient les mêmes que celles afférentes aux marchés réglementés (cf. article 234-6 du règlement général) ;

- permettre la prise en compte dans le libellé de l'offre obligatoire des cas prévus dans la garantie de cours (modification de l'article 234-6 du règlement général afin d'intégrer les cas relatifs au différé de paiement du bloc, garantie sur risques identifiés, cf. article 235-2 actuel du règlement général) ;
- étendre la procédure de dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique telle qu'elle existe sur un marché réglementé aux cas de dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique, tels que définis ci-dessus, pour les sociétés dont les titres sont négociés sur un marché organisé (insertion d'un nouveau paragraphe à l'article L. 433-3 du code monétaire et financier et modification du règlement général en conséquence).