

Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur le rapport du groupe de travail sur Alternext présidé par Jean-Pierre Pinatton

Dans le contexte de la réforme de l'appel public à l'épargne (APE), il est apparu opportun à l'AMF d'effectuer un bilan de l'environnement légal et réglementaire régissant le fonctionnement d'Alternext afin d'identifier les évolutions susceptibles de garantir son attractivité et l'équilibre global de la structure des marchés français.

Le Collège de l'AMF a en conséquence décidé de confier à Jean-Pierre Pinatton la présidence d'un groupe de travail qui avait pour mission d'étudier : l'équilibre souplesse/garanties apportées par les règles applicables sur Alternext, les conditions d'éligibilité à cette plateforme, à la fois pour les investisseurs et les sociétés potentiellement intéressées par une cotation en Europe, ainsi que les conditions de fluidité entre les différents marchés de cotation.

Le groupe de travail, dans sa formation essentiellement tripartite (émetteurs, intermédiaires et investisseurs) et auquel Euronext participait, a élaboré une série de propositions consensuelles synthétisées dans un rapport. Ce rapport a été adressé à Madame le Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, le 3 octobre 2008.

Une consultation publique a été ouverte du 6 octobre au 30 novembre 2008 et cinq réponses y ont été apportées par deux associations professionnels, deux cabinets d'avocats et un journaliste.

Les principales observations ont été regroupées en trois sections : les remarques générales tout d'abord (I), les observations formulées sur les propositions du rapport (II) et enfin les réflexions relatives à des aspects non traités au sein du groupe de travail (III).

I. Remarques générales

Les participants saluent l'initiative lancée par l'AMF visant à faire un bilan de la réglementation applicable sur Alternext. A cet égard, un participant fait valoir qu'il y a un véritable enjeu, surtout aujourd'hui compte tenu de la crise, à permettre au marché de jouer pleinement son rôle de financement de l'économie, et donc à trouver le bon équilibre entre besoin de souplesse des émetteurs de valeurs moyennes et besoin de garantie des investisseurs professionnels.

D'après ce participant, il s'agit ainsi, et de façon évidemment assouplie par rapport aux marchés réglementés, de trouver la combinaison optimale entre les besoins des émetteurs et ceux des investisseurs :

- pour les émetteurs, il faut que les obligations liées à la cotation restent proportionnées en termes de coûts induits par rapport aux sommes qu'ils lèvent effectivement sur le marché ;
- pour les investisseurs, il faut que les garanties dont ils disposent soient suffisantes pour les inciter à investir dans les valeurs cotées, que ce soit au titre du marché primaire ou du marché secondaire.
Sur ce second point, il est particulièrement nécessaire de veiller à ce que le niveau de garantie soit déterminé en fonction des attentes des investisseurs professionnels et non pas des investisseurs particuliers. Si les investisseurs particuliers ont naturellement accès à des marchés comme Alternext, voire le Marché Libre, ce ne sont pas pour autant des marchés qui leur sont destinés au premier chef : le marché d'excellence pour les investisseurs particuliers est selon lui le marché réglementé.

Alors que la réflexion du groupe de travail de l'AMF a été menée dans des délais contraints, ce participant considère que des tâtonnements sont envisageables avant de trouver ce bon équilibre. C'est pourquoi, il souhaite, chaque fois que cela est possible, sans porter atteinte à la nécessaire sécurité juridique, que le maximum de curseurs puisse être fixé, et en conséquence ajusté, au niveau réglementaire plutôt que législatif.

II. Observations formulées sur le rapport

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

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

Trois participants sont favorables à ce que le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne soit supprimé sur Alternext. Un de ces participants met ainsi en avant qu'il s'agit d'une obligation lourde dont l'intérêt n'est pas établi s'agissant de sociétés de faible taille, souvent en phase de développement, tandis qu'un autre participant insiste sur le fait que cette proposition de suppression semble répondre aux attentes des émetteurs sur le marché Alternext, à savoir qu'elle permettrait de réduire les coûts financiers et humains liés à leur présence sur ce marché.

En revanche, un participant estime que ce rapport constitue un exercice utile d'autant plus qu'il permet à des sociétés qui s'introduisent en bourse de constater qu'il est nécessaire d'améliorer leur contrôle interne, notamment en mettant en place progressivement des dispositifs qui n'existaient pas avant l'introduction en bourse.

II.1.2. La publicité des droits de vote

Les quatre participants qui se sont prononcés sur ce sujet sont favorables à ce que la publicité des droits de vote soit effectuée *via* une mise en ligne sur le site Internet de l'émetteur et celui d'Alternext. Trois de ces participants estiment que la mise en ligne sur le site internet de l'émetteur et celui d'Alternext devrait accroître le champ de diffusion de cette information en permettant à la fois une réduction des coûts de l'émetteur et une amélioration de l'information des investisseurs. Le quatrième participant favorable à cette proposition estime néanmoins qu'il serait nécessaire de revoir la présentation du site internet d'Alternext afin d'en rendre l'usage plus accessible et de préciser une durée de mise en ligne de cette publication de deux ans, durée adoptée par les règles Alternext à propos des obligations permanentes des émetteurs.

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

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

Les quatre participants qui ont donné leur avis, estiment nécessaire que l'obligation de déclaration des opérations des dirigeants sur les titres de leur société soit maintenue dans la mesure où l'information ainsi donnée est importante pour le marché. Plus précisément, un participant précise que le maintien de cette obligation de déclaration semble devoir s'imposer dans un contexte où les investisseurs souhaitent connaître les opérations des dirigeants en rapport avec les titres de leurs sociétés. Cette obligation est tout particulièrement adaptée aux sociétés inscrites sur Alternext dans la mesure où plusieurs sociétés sont contrôlées par les dirigeants, fondateurs ou fonds de *private equity*. Un autre participant met en avant que cette obligation s'inscrit dans une politique de prévention des abus de marchés, politique qui doit demeurer commune aux marchés tant réglementés qu'organisés. Cette obligation déclarative – bien que contraignante – peut réduire les manquements (en incitant par exemple les dirigeants concernés à consulter les membres de la direction générale) et par conséquent les procédures de sanction en résultant.

Bien que favorable au maintien de l'obligation, deux des participants souhaitent que les modalités d'application soient allégées pour les sociétés cotées sur Alternext. A cet égard, un participant suggère que les déclarations soient faites sur une base trimestrielle, ou à défaut mensuelle ; le seuil de déclaration devrait être fortement relevé, au minimum à 30.000 €, voire 50.000 €. Un autre participant suggère par exemple d'imaginer une obligation de déclaration mensuelle lorsque le montant des cessions aura été au moins supérieur à 50.000 €, complétée par une obligation de publication dans les « meilleurs délais » en cas de cession unitaire supérieure à 75.000 €, la notion de cession unitaire devant être précisée.

II.2.2. La définition de l'information privilégiée

Quatre participants soutiennent le maintien du concept général d'obligation d'information permanente et rejette la proposition de substituer à la notion d'information privilégiée une liste d'évènements sur lesquels la société devrait être amenée à communiquer.

Plus précisément, un participant est favorable au maintien d'Alternext dans le régime général d'abus de marché, qui constitue de son point de vue un élément important de garantie des investisseurs, même professionnels. Ce participant ne considère pas envisageable de scinder le régime des abus de marché selon qu'il s'agit de titres cotés sur un marché réglementé ou sur Alternext. Il n'est pas plus envisageable de s'écarter du schéma européen dessiné par la directive abus de marché. Un autre participant justifie sa position en mettant en avant la crise de confiance systémique actuelle démontre qu'il s'agit d'un sujet sensible sur lequel il ne semble pas souhaitable d'avoir des dispositions distinctes selon que l'on est sur un marché réglementé ou sur Alternext. Il insiste sur le fait que l'existence d'une jurisprudence de la commission des sanctions de l'AMF devrait pouvoir être mise à profit dans les deux types de marché. Un autre participant précise que son remplacement par une liste d'évènements sur lesquels l'émetteur devrait être amené à communiquer, bien que présentant en apparence l'avantage d'une certaine simplicité, lui semble incohérent avec la réglementation des abus de marchés. Néanmoins, ce même participant reconnaît que l'établissement par les services de l'AMF d'une liste strictement indicative permettrait aux dirigeants des petites et moyennes valeurs de mieux respecter leurs obligations en la matière sans recourir à des conseils extérieurs.

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

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

Quatre participants soutiennent l'alignement des règles du rachat d'actions d'Alternext sur celles en vigueur sur Euronext. Un de ces participants justifie son soutien du fait de l'utilité économique indéniable des programmes de rachat d'actions. Un autre de ces participants estime que les objectifs de programme de rachat d'actions devraient être étendus notamment à la couverture des titres donnant accès au capital.

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

Trois participants soutiennent l'instauration d'une déclaration du franchissement des seuils de 50 % et de 95 %, un des participants précisant qu'il soutient cette proposition dans la mesure où les investisseurs, principaux concernés, estiment que cette déclaration constitue un élément d'information important. A cet égard, une modification législative permettant l'application de l'article L.233-7 du Code de commerce à certains seuils seulement pourrait être opportune. Un de ces participants précise enfin que le seuil du tiers pourrait particulièrement être opportun sur le marché Alternext afin de contrebalancer l'absence d'offre publique obligatoire.

Un participant souhaiterait aller encore plus loin et ne voit pas pourquoi la proposition du rapport limite cette extension à uniquement deux seuils sur Alternext.

II.3.3. La mise en place du retrait obligatoire

Trois participants souhaitent que des réflexions soient rapidement menées sur les moyens de mettre en place le retrait obligatoire sur Alternext. Plus précisément :

- le premier souhaite, tout comme pour les valeurs moyennes cotées sur Euronext, que la procédure de retrait puisse être mise en œuvre dès que le seuil de 90% est franchi. Ce participant pense en effet que d'une part il est néfaste que certains acteurs puissent prendre plus de 5% d'une société pour ensuite négocier financièrement leur sortie. Le relèvement de ce seuil rendra plus difficile la tâche des spéculateurs. D'autre part, dans un contexte où la cotation est peu attractive, il lui semble pertinent de renforcer la fluidité de la cotation : s'il est plus simple de sortir de la cote, plus de sociétés seront enclines à y entrer ;

- le deuxième estime que les éléments rendant légitime une procédure d'expropriation doivent être envisagés dans le cadre de la réforme de l'APE et des conséquences qui en découlent. Le retrait obligatoire ne peut toutefois être envisagé de façon complètement similaire à la procédure existant sur un marché réglementé, et l'on peut même imaginer qu'elle se déroule dans des conditions notablement assouplies par rapport à cette dernière, notamment avec un seuil moins important. Une autre voie de solution pourrait aussi consister à laisser aux investisseurs un temps suffisant pour s'ils le souhaitent « sortir », six mois par exemple ;
- le troisième estime que la question de la procédure du retrait obligatoire au marché Alternext est délicate dans la mesure où elle affecte directement les droits des actionnaires minoritaires. Les valeurs cotées sur Alternext étant des petites et moyennes valeurs, les actionnaires de ces sociétés peuvent être des actionnaires de proximité (sectorielle, géographique, salariés et anciens salariés, etc.) qui attribuent à leur participation une valeur autre que purement pécuniaire. Néanmoins, les entités prenant le contrôle d'émetteurs d'Alternext souhaitent généralement retirer l'émetteur-cible de la cote. Permettre ce retrait obligatoire accroîtrait la compétitivité du marché Alternext. Par ailleurs l'instauration de la procédure de retrait obligatoire au marché Alternext permettrait aux dirigeants des émetteurs potentiels de ne pas considérer une admission au marché Alternext comme étant irréversible. Ainsi, ce participant est favorable à l'instauration d'une procédure de retrait obligatoire à l'initiative d'un actionnaire majoritaire détenant 95 % (ou même un pourcentage moins élevé, comme le permet la Directive OPA) du capital ou des droits de vote d'un émetteur, une telle opération devant faire l'objet d'une expertise indépendante (au sens des articles 261-1 et suivants du RG AMF). Il rejoint le premier participant en mettant en avant qu'un abaissement du seuil de 95 % à 90 % limiterait notamment les risques de *greenmailing* de la part des fonds d'investissement.

Un participant n'est pas favorable à la mise en place d'une procédure de retrait obligatoire sur Alternext. Les actionnaires minoritaires doivent selon lui être prémunis d'une expropriation et, *a minima*, avoir la possibilité de monétiser leur participation ultra minoritaire en cas de cession.

II.3.4. Les règles relatives aux augmentations de capital

Trois participants soutiennent la faculté d'étendre à Alternext les dispositions en matière d'augmentation de capital applicables sur un marché réglementé, l'un d'eux soulignant que compte tenu des enjeux sous-tendant la réforme de l'appel public à l'épargne, toute autre solution serait d'ailleurs profondément incohérente.

II.3.5. Le régime des stocks-options et des actions gratuites

Trois participants soutiennent la faculté d'étendre à Alternext les dispositions en matière de souscription et achat d'actions par les salariés applicables sur un marché réglementé, toute autre solution serait selon un participant profondément incohérente et un de ces participants précise que l'extension de règles optimisant pour les émetteurs d'Alternext les mécanismes d'intéressement de leurs salariés lui semble être un facteur d'attractivité pour le marché Alternext.

Un participant souligne que le groupe de travail s'est focalisé uniquement sur quelques règles issues du Code de commerce alors que régime des stock-options et des actions gratuites implique un ensemble de règles de droit des sociétés, de droit fiscal et de droit social. Compte tenu de l'importance croissante de ces mécanismes de rémunérations, il lui semble qu'une analyse d'ensemble est nécessaire pour aligner des dispositions applicables sur Euronext Paris à Alternext, les fenêtres négatives n'étant qu'un aspect de distinction aujourd'hui entre Euronext Paris et Alternext. L'extension des règles sur Euronext Paris à Alternext impliquerait en principe une adaptation coûteuse des plans existants dès que la société est inscrite sur Alternext, étant précisé que cette adaptation du plan serait susceptible de comporter un impact social et fiscal en cas de volonté de modification de plans existants. En tout état de cause, une adaptation des règles en matière de stock options devrait s'accompagner également selon lui d'une harmonisation avec les dispositions similaires en matière d'attributions gratuites d'actions (articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce).

II.4. Les réflexions nécessitant des travaux complémentaires

II.4.1. La garantie de cours

Un participant souhaite qu'une réflexion complémentaire soit menée rapidement.

Un autre participant réfute l'argument selon lequel les règles en matière d'offres publiques étant applicables sur des marchés étrangers concurrents comme l'AIM, l'application de ce dispositif à Alternext n'induirait pas de distorsions concurrentielles. L'équilibre du champ concurrentiel ne peut être constaté partiellement : il s'apprécie nécessairement généralement. Or, compte tenu des différences d'importance entre l'AIM et Alternext, ce participant a du mal à considérer que cet équilibre pourrait être réalisé.

Un participant fait observer qu'aucune offre d'achat aux actionnaires minoritaires n'est requise dans les hypothèses où le changement de contrôle ne résulte pas de l'acquisition d'un bloc conférant directement la majorité du capital ou des droits de vote. Ces hypothèses sont pourtant nombreuses : changement de contrôle indirect, augmentation de capital, conversion d'obligations convertibles, exercice de bons, obtention d'un droit de vote double, etc. Néanmoins, l'instauration sur Alternext du principe d'offre publique pourrait faire perdre à ce marché ses caractères de simplicité et d'autonomie. En outre, l'instauration des cas d'offres publiques obligatoires n'est pas envisageable sans être accompagnée de cas d'exception et de dérogation (puisque'il n'est par exemple pas question de décourager les recapitalisations d'émetteurs en difficulté financière), ce qui pourrait, complexifier plus que nécessaire la réglementation régissant les émetteurs d'Alternext.

S'agissant des garanties de cours et comme le souligne le groupe de travail, l'AMF a eu l'occasion de se prononcer sur des dépôts de garanties de cours visant des émetteurs d'Alternext suite à l'acquisition indirecte de blocs de contrôle par rachat de holding. Une approche au cas par cas est certainement opportune dans la mesure où elle pourrait permettre d'éviter certains éventuels contournements.

Néanmoins, étant donné l'absence d'offre publique obligatoire sur Alternext, une modification du RG AMF et des règles Alternext précisant que l'obligation de garantie de cours résulte de toute acquisition, directe ou indirecte, d'un bloc de titres (sur ou hors marché) conférant à l'acquéreur la majorité du capital et des droits de vote permettrait de dissiper tout doute quant à l'application de l'obligation de déposer une garantie de cours en ce cas. En revanche, le franchissement du seuil de 50 % ne devrait pas systématiquement justifier le dépôt d'une garantie de cours, préservant ainsi le caractère contractuel du marché Alternext. Ainsi par exemple :

- en cas d'augmentation de capital réservée, les actionnaires ont la possibilité de se prononcer sur l'opération en assemblée générale ;
- en cas d'exercice de titres donnant accès au capital (conversion d'obligations convertibles, exercice de bons, etc.), les actionnaires minoritaires pouvaient anticiper leur dilution ;
- en cas d'obtention d'un droit de vote double, les actionnaires minoritaires pouvaient également anticiper leur dilution en ayant connaissance des statuts de l'émetteur.

Par ailleurs, ce participant pense que l'application de la réglementation AMF propre aux offres publiques volontaires serait de nature à accroître l'intérêt de ce marché pour nombre d'investisseurs (partenaires financier, fonds, particuliers, etc.). En l'état actuel, le lancement d'une offre publique sur Alternext n'est régi par aucun texte. Les initiateurs d'offres visant des émetteurs Alternext et les services de l'AMF s'inspireront probablement – à l'instar des pratiques des autorités boursières réclamant l'application de règles équivalentes sans fondement juridique – de la réglementation AMF applicable sur le marché réglementé, tant en termes d'information à donner au marché qu'en terme de délais, déclarations, surenchères, etc. Une réforme des textes alignant la réglementation applicable en la matière, à l'instar de la procédure de garantie de cours, permettrait de clarifier le régime des offres publiques volontaires et d'attirer de nouveaux investisseurs sur Alternext.

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

Un participant salue la création du groupe de travail *ad hoc* qui doit rendre son rapport rapidement et rappelle l'attachement de très nombreux émetteurs à cette possibilité de transfert. Un autre estime qu'une réflexion doit être menée de manière urgente sur cette question. Ce participant précise que la capacité de transférer un certain nombre d'émetteurs du marché réglementé vers Alternext est extrêmement importante. Il y a même probablement là un enjeu économique fort si l'on veut qu'un certain nombre de sociétés puisse continuer à se développer avec l'aide du marché sans avoir à faire face à des coûts disproportionnés. Il y a tout le moins une situation transitoire à résoudre dans la mesure où il n'y a pas de raison qu'un émetteur soit durablement pénalisé d'avoir accédé au marché trop tôt, et d'avoir ainsi « perdu » l'opportunité de la réforme de l'appel public à l'épargne. Pour autant, il y a certainement une question pour les investisseurs qui vont alors perdre les garanties attachées à la cotation sur un marché réglementé.

Un participant rappelle qu'en l'état actuel des textes, une société cotée sur NYSE Euronext, pour accéder à Alternext, doit se retirer de NYSE Euronext puis présenter un dossier d'admission à Alternext. Le cadre juridique applicable aux sociétés cotées sur Alternext n'offre pas les mêmes garanties que celui applicable aux sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé. L'instauration d'une faculté de transfert du marché réglementé à Alternext lui semble dès lors envisageable, sous réserve qu'elle soit couplée d'un droit de sortie pour les actionnaires minoritaires.

III. Les autres remarques

III.1. Faciliter l'accès aux normes applicables sur Alternext

Un participant fait valoir que les règles d'Alternext actualisées au 7 mai 2008 sont, à tout le moins concises, et ne reprennent pas de manière suffisante la réglementation applicable à Alternext. Cette remarque vaut surtout lorsqu'il s'agit de dispositions législatives, réglementaires ou du règlement général de l'AMF qu'il faut interpréter pour, finalement, comprendre qu'ils ne s'appliquent pas à Alternext. En effet, les textes disposent souvent qu'ils se limitent à des « titres admis aux négociations sur un marché réglementé ». Il estime que l'exercice est encore plus compliqué lorsqu'il s'agit d'identifier les dispositions applicables ou non à un émetteur étranger. Un accès facilité aux normes applicables serait un atout pour Alternext mais surtout permettrait aux investisseurs de pouvoir plus facilement appréhender les contours exacts de la réalité juridique et réglementaire de ce marché. Ce participant regrette que les règles contractuelles d'Alternext ne soient pas visées par les propositions de réforme qui sont principalement législatives et au niveau du Règlement général de l'AMF. L'existence d'un espace contractuel peut permettre de favoriser à l'avenir une compétition accrue entre les Systèmes Multilatéraux de Négociation Organisée (SMNO).

III.2. Proposition de modification concernant l'attestation PSI et celle du Listing sponsor

Un des participants estime que lorsqu'un prestataire de services d'investissement (PSI) est également un « listing sponsor » il n'y a pas de raisons qui nécessitent une double attestation. Une attestation unique est souhaitable dans ce cas. Une attestation conjointe du PSI et du listing sponsor semble possible.

Ce participant rappelle que les banquiers introducteurs préparent sur la base de l'audit de la société et des entretiens avec les dirigeants, une attestation des PSI qui confirme à l'AMF que le PSI a effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement (article 216-16 du RGAMF). Cette attestation qui est remise à l'AMF préalablement à la délivrance du visa sur le prospectus engage la responsabilité du PSI. En cas d'introduction en bourse sur Alternext, une attestation supplémentaire, l'attestation du *listing sponsor*, est remise par le banquier introducteur. Il est également attesté dans ce document par le *listing sponsor* qu'une série de vérifications (« diligences ») ont été réalisées selon un schéma-type fixé par Euronext Paris. En pratique, l'AMF peut être amenée à demander au *listing sponsor* d'attester sur tel ou tel élément relatif à l'opération d'introduction en bourse, ce qui ne va pas sans soulever des discussions entre les intervenants et l'AMF : par exemple, sur une convention d'assistance à l'introduction en bourse conclue entre l'émetteur et l'un des actionnaires.

III.3. Proposition de réflexion concernant la double cotation Alternext et marché étranger

Même si le groupe de travail a renvoyé à une autre instance le soin d'examiner la façon dont Alternext pourrait conforter sa visibilité internationale, un participant a mis en avant que l'approche adoptée par l'AMF de reconnaissance mutuelle avec des marchés étrangers équivalents à des marchés réglementés en vue de faciliter la double cotation est séduisante. Une société étrangère n'est pas ainsi déconnectée de son marché boursier d'origine tout en bénéficiant d'une cotation sur une bourse européenne de notoriété internationale.

III.4. Mise en place d'un site Internet interactif

Un participant propose de créer, afin d'améliorer la visibilité des sociétés d'Alternext sur le site internet qu'il a créé, une rubrique dédiée aux sociétés cotées sur ce marché les mettant en avant notamment au moyen de la mise en ligne d'éléments relatifs à leurs stratégies et/ou de leurs résultats, grâce notamment à la possibilité de Web TV sous-titrée.