

RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL AMF SUR ALTERNEXT

Observations de l'AMAFI

1. La réforme de l'appel public à l'épargne devrait entraîner des modifications substantielles quant aux conditions dans lesquelles le public pourra désormais accéder à des titres offrant des garanties moindres que celles attachées aux titres admis aux négociations sur un marché réglementé. Dans ce nouvel environnement, qui va notamment affecter Alternext, le Collège de l'AMF a confié à M. Jean-Pierre Pinatton la présidence d'un groupe de travail chargé 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 globale de la structure des marchés.

L'AMAFI a été associée à ce groupe de travail qui, compte tenu des échéances relatives à la réforme de l'appel public à l'épargne, a conduit ses réflexions dans un délai resserré, celles-ci se traduisant par la publication d'un rapport soumis à consultation publique du 6 octobre à la fin du mois de novembre.

2. Les observations sur ce rapport que souhaite formuler l'AMAFI sont relativement limitées et concernent les points suivants.

- ***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***

3. L'AMAFI a très activement milité en faveur de la réforme de l'appel public à l'épargne¹ qui constitue à son sens un enjeu fondamental pour la compétitivité de la Place, mais aussi pour la capacité du marché à jouer pleinement le rôle qui est le sien en termes de financement de l'économie et de lieu d'échange entre vendeurs et acheteurs sur la base d'un processus de découverte des prix significatif.

Cette réforme, et c'est l'une des conséquences voulues par l'Association, permettra ainsi la création de marchés sur lesquels pourront s'échanger des titres entre investisseurs, y compris particuliers, sans que les émetteurs qui y sont cotés soient alors astreints à l'ensemble des obligations très lourdes, voire totalement disproportionnées, qui du fait de l'existence d'une notion d'appel public à l'épargne, s'applique aujourd'hui à eux, et souvent remet en cause l'intérêt même de faire appel au marché pour leur financement.

¹ On renvoie ici à l'ensemble des contributions développées par l'AMAFI en la matière.

Alternext a constitué une première étape d'assouplissement : celle-ci est toutefois restée limitée compte tenu du caractère transversal de la notion d'appel public à l'épargne. Cette notion, certes n'appréhende pas automatiquement tous les émetteurs cotés sur ce marché mais elle crée de véritables incertitudes juridiques sur la situation des émetteurs réputés ne pas faire appel public à l'épargne dont les titres s'échangent dans le public grâce à la facilité ouverte par la cotation sur Alternext.

4. L'objectif de la réforme de l'appel public à l'épargne est donc de permettre aux autres marchés que les marchés réglementés, et notamment à Alternext, de constituer des lieux d'échanges entre investisseurs suffisamment structurés pour que ceux-ci, sachant qu'il existe un « vrai » marché secondaire, soient d'autant plus incités à souscrire aux émissions primaires qu'ils auront l'assurance, le jour venu, de disposer de la mécanique de marché pour réaliser leur investissement.

Il s'agit ainsi, et de façon évidemment assouplie par rapport aux marchés réglementés, de trouver la combinaison optimum entre besoins des émetteurs et besoins 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 cependant suffisantes pour les inciter à investir dans les valeurs qui sont 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 le marché réglementé.

5. Dans le contexte de crise actuelle, où malgré tous les efforts déployés, il est probable que la liquidité sera durablement moins abondante et que les bilans bancaires auront moins de capacité pour générer des crédits, il est vital que le marché puisse jouer pleinement son rôle de financement de l'économie. En ce qui concerne les valeurs moyennes, dont certaines doivent constituer les fleurons de l'économie nationale de demain, cela renforce encore l'enjeu de la définition du bon équilibre qui leur permettra de lever les ressources indispensables à leur développement sans pour autant se trouver confrontés à des coûts insupportables.

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

➤ ***L'AMAFI est favorable à ce que le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne ne s'applique pas sur Alternext***

6. Il s'agit en effet d'une obligation lourde dont l'intérêt n'est pas établi s'agissant de sociétés de faible taille, souvent en phase de développement.

➤ ***L'AMAFI est favorable à ce que la publicité des droits de vote soit effectuée via une mise en ligne***

7. Une telle mise en ligne sur le site Internet de l'émetteur et celui d'Alternext offre toute les garanties nécessaires à l'information des investisseurs sans entraîner les coûts attachés à une publication dans un journal d'annonce officiel.

➤ ***L'AMAFI est favorable à l'allégement des déclarations des opérations des dirigeants sur les titres de leur société***

8. Cette obligation doit être maintenue dans la mesure où l'information ainsi donnée est importante pour le marché. Il faut toutefois que ces conditions soient allégées par rapport à des obligations dont la significativité peut aujourd'hui être largement discutée.

On peut par exemple imaginer une obligation de déclaration mensuelle lorsque le montant de cession aura été au moins supérieur à 50.000 € durant cette période, 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 bien sûr être précisée.

➤ ***L'AMAFI est favorable au maintien de la définition actuelle de l'information privilégiée***

9. L'AMAFI 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, mêmes professionnels.

Elle 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.

➤ ***L'AMAFI est favorable à l'extension des objectifs des programmes de rachat d'actions***

10. Etant souligné que le point relatif à l'application sur Alternext des contrats de liquidité n'a pas de raison d'être compte tenu de la loi de modernisation de l'économie, l'AMAFI soutient l'extension proposée des objectifs des programmes de rachat d'actions dont l'utilité économique est indéniable.

➤ ***L'AMAFI est favorable à l'instauration d'une déclaration du franchissement des seuils de 50% et de 95%***

11. Dans la mesure où les investisseurs, principaux concernés, estiment que cette déclaration constitue un élément d'information important, l'AMAFI la soutient.

➤ ***Une réflexion approfondie sur la mise en place d'un retrait obligatoire est nécessaire***

12. Dans la mesure où la cotation sur Alternext déclenche l'assujettissement à certaines obligations qui sont autant de garanties pour les investisseurs, il serait normal qu'un émetteur ne puisse pas se faire délistier sans être tenu à aucune obligation de nature à sauvegarder les droits des investisseurs.

Le retrait obligatoire peut certes constituer une voie de solution : elle ne peut toutefois être envisagée 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.

13. De manière plus générale, les éléments rendant légitimes une procédure d'expropriation doivent être envisagés dans le cadre de la réforme de l'appel public à l'épargne et des conséquences qui en découlent.

L'AMAFI soutient donc totalement la nécessité d'une réflexion approfondie sur ce point.

➤ ***L'AMAFI est favorable à l'extension des règles relatives aux augmentations de capital***

14. Compte tenu des enjeux sous-tendant la réforme de l'appel public à l'épargne, toute autre solution serait d'ailleurs profondément incohérente.

➤ ***L'AMAFI est favorable à l'extension du régime des stocks-options et des actions gratuites***

15. Compte tenu des enjeux sous-tendant la réforme de l'appel public à l'épargne, toute autre solution serait également profondément incohérente.

➤ ***L'AMAFI est favorable à une réflexion complémentaire sur la garantie de cours***

16. Les premières réflexions du groupe montrent la nécessité d'un approfondissement.

L'AMAFI 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, comme le font trop souvent les services de l'AMF, être constaté partiellement : il s'apprécie nécessairement généralement. Or, compte tenu des différences d'importance entre l'AIM et Alternext, on a du mal à considérer que cet équilibre pourrait être réalisé. En outre, être compétitif ne signifie pas faire aussi bien, mais faire mieux ...

➤ ***L'AMAFI est favorable à une réflexion complémentaire, mais rapidement menée, sur les conditions de fluidité entre les plateformes de cotation***

17. La capacité de transférer un certain nombre d'émetteurs du marché réglementé vers Alternext est extrêmement importante. Compte tenu de ce qui a été dit précédemment sur les effets de la crise, 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 l'on ne voit pas pour quelles raisons un émetteur serait 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.

Une réflexion doit donc être menée de manière urgente sur cette question.

