

UNIVERSITE PANTHEON-ASSAS (PARIS II)
(Droit – Economie - Sciences sociales)

LES OBLIGATIONS DES SOCIETES
SUR UN MARCHE AUTRE QUE REGLEMENTE

Mémoire en vue de l'obtention du Diplôme de Juriste Conseil d'Entreprises (DJCE)

Présenté par Rodolphe ELINEAU

Directeur de Mémoire – M. le Professeur Michel GERMAIN

Année universitaire 2006-2007

"L'université Panthéon-Assas (Paris II) droit – économie - sciences sociales, n'entend donner aucune approbation, ni improbation, aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur".

SOMMAIRE

(Les chiffres renvoient aux pages)

INTRODUCTION.....	4
CHAPITRE 1- L'INTERET DE L'EMETTEUR :	
L'ACCES AU MARCHE	11
SECTION 1- UN ACCES SIMPLIFIE AU MARCHE	11
SECTION 2- UN ACCES FACILITE AU MARCHE.....	24
CHAPITRE 2- L'INTERET DE L'INVESTISSEUR :	
L'EFFICACITE DU MARCHE.....	32
SECTION 1- UN MARCHE TRANSPARENT.....	32
SECTION 2- UN MARCHE EN RECHERCHE DE LIQUIDITE	40
CONCLUSION	50

INTRODUCTION

1. *“The London Stock Exchange is changing its approach, particularly in relation to Aim, where they did not have any standards at all and anyone could list. I think they are starting to tighten up, and they should. London had to be careful not to damage its reputation by allowing in companies that are not well run¹”*. Cette mise en garde de John Thain, patron du New York Stock Exchange (NYSE), contre l’Alternative Investment Market (AIM), marché non réglementé britannique, jette le trouble sur la sécurité et la fiabilité de ces marchés. Alternext et le Marché Libre, marchés non réglementés français, sont exclus de ces reproches. Si leur appartenance au groupe NYSE Euronext, dirigé par John Thain, peut l’expliquer, il ne fait aucun doute que la critique s’adressait plus largement aux marchés non réglementés par opposition aux marchés réglementés. Les obligations des sociétés sur un marché autre que réglementé ne seraient dès lors que de façade.

2. **Les marchés réglementés.** La directive européenne sur les services d’investissement (DSI) du 10 mai 1993² a défini un critère formel de qualification d’un marché réglementé³, reposant sur l’inscription sur une liste élaborée par chacun des Etats membres (article 1^{er}, point 13). L’article 16 de cette directive prévoit, en effet, que les Etats doivent établir une liste des marchés réglementés conformes à leur réglementation, qu’ils doivent communiquer aux autres Etats membres. La loi française de transposition du 2 juillet 1996 a mis en œuvre ce mécanisme, retranscrit à l’article L 421-1 du Code monétaire et financier. Suite aux modifications apportées à cet article par la loi de sécurité financière (LSF) du 1^{er} août 2003, ce dernier dispose que *« La reconnaissance de la qualité de marché réglementé d’instruments financiers est décidée par arrêté du ministre chargé de l’économie sur la proposition de l’Autorité des marchés financiers. Cet arrêté est publié au Journal officiel de la République française. Les règles de marché sont publiées dans des conditions fixées par l’Autorité des marchés financiers »*. L’article L 421-3 du

¹ « La Bourse de Londres change d’approche, notamment en ce qui concerne l’Aim, où il n’y avait aucune norme et où n’importe qui pouvait se coter. Je pense qu’ils commencent à se renforcer, et il le faut. Londres ferait bien de faire attention de ne pas écorner sa réputation en laissant se coter des entreprises mal dirigées », David Blackwell, « Thain lambasts Aim standards », *FT.com-All Financial Times News*, 26 janvier 2007.

² Directive n°93/22/CEE du Conseil, 10 mai 1993, *JOCE* n°L 141, 11 juin 1993, p. 27

³ Th. Granier, « Marché libre OTC », *Dictionnaire Joly Bourse et Produits Financiers, Tome 3*, 28 février 2005, p. 2

même code poursuit en énonçant les conditions posées à la reconnaissance de la qualité de marché réglementé⁴.

La récente directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004⁵ apporte des précisions sur la notion de marché réglementé. L'ordonnance du 12 avril 2007 qui transpose la directive reprend à son compte ces précisions⁶. Le nouvel article L 421-1 du Code monétaire et financier précise qu'un marché réglementé d'instruments financiers est « *un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables* ». Le caractère formel de la qualification de marché réglementé s'estompe mais perdure. Il résulte, en effet, du nouvel article L 421-4 que « *La reconnaissance de la qualité de marché réglementé d'instruments financiers est décidée par arrêté du ministre chargé de l'économie sur proposition de l'Autorité des marchés financiers* ».

3. Emergence des marchés non réglementés. Les marchés autres que réglementés, ou non réglementés, sont des marchés qui ne répondent pas aux critères de qualification d'un marché réglementé. Cette définition négative, sous forme de lapalissade, marque une opposition nette entre ces deux types de marchés.

En France, on peut distinguer deux marchés non réglementés. Le Marché Libre OTC (« Ouvert à Toute Cession ») a été créé le 23 septembre 1996 afin de pallier la disparition du hors cote au 2 juillet 1998⁷. Ce marché coexistait alors avec le Nouveau marché, le Second marché et le Premier marché. Ces trois marchés ont été regroupés les 18 et 25 février 2005 au sein d'une cote unique,

⁴ Parmi ces conditions figurent l'exigence d'un fonctionnement régulier des négociations, la fixation par les règles de marché des conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation, des dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations d'un ou plusieurs instruments financiers, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations par les règles de marché

⁵ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil, 21 avril 2004, *JOUE* n°L 145, 30 avril 2004, p. 1

⁶ Ordonnance n°2007-544 relative aux marchés d'instruments financiers, 12 avril 2007, *JORF* n°87, 13 avril 2007, p. 6749

⁷ Loi n°96-597 du 2 juillet 1996 et décret n°97-1050 du 14 novembre 1997

l'Eurolist by Euronext. Quelques mois plus tard, la réforme de la cote s'est achevée par le démarrage, le 17 mai 2005, d'Alternext. Le paysage boursier français comprend donc aujourd'hui un marché réglementé (Eurolist by Euronext) et deux marchés non réglementés (Alternext et le Marché Libre).

4. Philosophie des marchés non règlementés. Le Marché Libre est apparu pour pallier la disparition du hors cote. En effet, cette disparition laissait un vide qu'il convenait de combler. L'idée d'un accès au marché par étape apparaît : le Marché Libre était alors un marché transitoire peu contraignant, première étape vers le Nouveau marché, le Second marché, puis le Premier marché⁸. Aujourd'hui, le Marché Libre est un marché à destination des jeunes entreprises avec des moyens et une notoriété insuffisants pour tenter l'aventure de l'Eurolist. Ce marché regroupe aujourd'hui 253 entreprises. Alternext, quant à lui, a vocation à devenir le marché de référence des valeurs moyennes de la zone euro. Créé sur le modèle de l'AIM londonien, Alternext entend favoriser l'accès au marché des petites et moyennes entreprises (PME) face à un environnement réglementaire toujours plus complexe sur les marchés réglementés. En offrant un marché qui adapte son cadre réglementaire à la taille des entreprises, Alternext souhaite devenir le marché de référence pour le financement des PME. Il compte aujourd'hui 86 entreprises. Si l'inspiration économique du Marché Libre et d'Alternext apparaît identique (favoriser l'accès au marché), ces deux marchés doivent être distingués.

La qualification applicable à ces deux marchés divergent. Selon la note d'organisation du Marché Libre, ce dernier est un marché organisé par Euronext Paris SA. En revanche, « *il ne constitue pas un marché réglementé au sens de l'article L 421-1 du Code monétaire et financier* »⁹. La notion de marché organisé n'a jamais été très explicite¹⁰. De la même manière, l'article 1-1 des règles de marché d'Alternext précise qu'il s'agit d'un marché organisé par Euronext Paris SA et que ce n'est pas un marché réglementé au sens de l'article L 421-1 du Code monétaire et financier¹¹. Comment définir un tel marché ? Le terme « organisé » renvoie au fait que le Marché Libre et Alternext fonctionnent sous l'égide d'Euronext Paris SA, entreprise de marché. Cet

⁸ H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., 2001, n°728

⁹ s.a., « Marché Libre – Note d'organisation », www.euronext.com, septembre 2005

¹⁰ M.-A. Frison-Roche, « Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », *RJDA*, 1997/8-9, p. 679

¹¹ s.a., « Alternext notices », www.euronext.com, 17 juillet 2006

organisateur met en œuvre des règles spécifiques à chaque marché. Ainsi, le Marché Libre fonctionne dans le cadre d'une note d'organisation et Alternext dans le cadre de règles de marché¹². De par cette organisation, on peut dire qu'un marché organisé n'est pas un marché de gré à gré « pur »¹³. Une unité semble donc se dégager au sein de la catégorie de marchés non réglementés. Allant même plus loin, le Marché Libre et Alternext apparaissent tous deux comme des systèmes multilatéraux de négociation. Suite à la directive MIF et son article 4-1-15¹⁴, la récente ordonnance du 12 avril 2007 définit la notion de systèmes multilatéraux de négociation en créant un article L 424-1 dans le Code monétaire et financier. Selon cet article, « *Un système multilatéral de négociation est un système qui, sans avoir la qualité de marché réglementé, assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimées par des tiers sur des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments* ». Cette unité n'est cependant que factice. Les règles de marché d'Alternext précise en effet qu'Alternext est un système multilatéral de négociation organisé. Selon l'article 525-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), « *Les systèmes multilatéraux de négociation, dont les règles d'organisation sont approuvées par l'AMF à leur demande, qui se soumettent aux dispositions du livre VI relatives aux abus de marché et qui prévoient un mécanisme de garantie de cours, sont des systèmes multilatéraux de négociation organisés* ». Le Marché Libre, ne remplissant pas ces conditions, est un système multilatéral de négociation non organisé¹⁵.

Le cadre réglementaire dans lequel évoluent ces marchés est également très différent. Alternext met en place, par ses règles de marché, un ensemble réglementaire applicable aux émetteurs et aux investisseurs. Le Marché Libre, quant à lui, n'organise que des règles procédurales, sans véritables obligations à la charge des émetteurs et des investisseurs. Pour s'en convaincre, on peut dresser un aperçu des règles en vigueur sur ce marché, conformément à la Note d'organisation du Marché Libre de septembre 2005. Aucune condition préalable n'est exigée pour l'inscription sur ce marché. Concernant les états financiers, les obligations sont celles que

¹² Ces règles sont présentées respectivement dans les annexes 1 et 2 de ce Mémoire

¹³ H. de Vauplane, J.-P. Bornet, op. cit. n°354

¹⁴ Article 4-1-15 : « *système multilatéral, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats conformément aux dispositions du titre II* »

¹⁵ J.-J. Daigre, « Alternext », *RTDF*, n°3, 2006, p. 151

leur impose la forme sociale et aucune antériorité des comptes n'est exigée. Aucun minimum de titres devant être diffusés dans le public n'est fixé. Dès lors, aucune obligation supplémentaire n'est imposée aux sociétés qui souhaiteraient accéder au Marché Libre. Les règles de marché se contentent, en fait, de fixer une procédure particulière pour l'admission. L'article 3 précise les conditions de première négociation d'une valeur. Elle s'effectue à l'initiative et sous la responsabilité d'un membre d'un marché réglementé de titres gérés par Euronext Paris, sauf opposition de ce dernier. Une note publiée par Euronext Paris annonce la première négociation. Particularité du Marché Libre, la demande d'admission peut émaner de la société elle-même ou d'un simple actionnaire. La procédure d'admission se matérialise par le dépôt du dossier préalable dont le contenu est fixé par la note d'organisation :

- les comptes de la société pour les deux derniers exercices (si l'ancienneté le permet),
- les statuts de la société,
- une lettre d'intention du membre du marché réglementé dépositaire du dossier mentionnant notamment le nombre de titres proposés et le prix d'offre minimum, accompagnée d'une note succincte justifiant le prix proposé ainsi qu'un courrier attestant l'absence de clause restreignant la libre négociabilité des actions,
- le cas échéant, une copie des courriers par lesquels le ou les actionnaires cédants doivent avoir informé la société émettrice et recueilli son absence expresse d'opposition à l'offre de cession et à son prix,
- les modalités de règlement-livraison prévues,
- le cas échéant, le prospectus, et
- tout document dont Euronext Paris SA estimerait la production nécessaire.

L'admission engendre donc une procédure particulière à suivre, un formalisme propre au Marché Libre, sans que l'on puisse véritablement parler d'obligations. L'exigence d'un prospectus, « le cas échéant » c'est-à-dire en cas d'appel public à l'épargne fait figure d'îlot de résistance réglementaire. Une fois l'admission prononcée, émetteurs et investisseurs ne sont pas soumis à des obligations autres que celles imposées par leur forme sociale. L'article 1 de la note d'organisation précise que, sur ce marché « *les obligations comptables sont celles que leur impose leur forme sociale ;(...); Euronext Paris SA n'est pas destinataire d'une information particulière concernant les événements susceptibles d'affecter le patrimoine ou la situation*

juridique de l'entreprise et ne peut en conséquence les porter en toutes circonstances à la connaissance des utilisateurs ».

Ce Mémoire, qui a pour objet d'étudier les obligations des sociétés sur un marché autre que réglementé, se focalisera donc sur Alternext qui, contrairement au Marché Libre, impose un véritable cadre réglementaire aux sociétés. Il ne sera fait référence au Marché Libre que de manière ponctuelle, au gré des îlots de résistance réglementaire rencontrés, notamment dans le cadre du prospectus. Ce Mémoire prend donc le parti de marginaliser quelque peu le Marché Libre afin de mettre l'accent sur Alternext. Cet axe d'étude paraît conforté par les milieux financiers qui prédisent « *la vague des transferts du Marché Libre* »¹⁶. Comme un symbole, la société la plus active du Marché Libre, Poweo, a opéré son transfert sur Alternext en mai 2005.

5. Problématique. L'étude des règles de marché d'Alternext montre que certaines obligations imposées aux sociétés sont le fait d'une importation de ce qui existe déjà sur l'Eurolist (garantie de cours, prospectus), que d'autres s'en sont inspirées (obligations d'information), et que d'autres encore sont de véritables innovations (Listing sponsor). Pour certains, le régime juridique d'Alternext serait un tableau impressionniste qui se construit par petites touches¹⁷. Les sociétés, émettrices ou investisseuses, apparaissent soumises à certaines obligations ce qui peut paraître paradoxal, tant du fait de la nature de marché non réglementé d'Alternext que de la philosophie du marché, marquée par la volonté d'attirer de nombreuses PME. L'entre-deux que constitue Alternext, cette couleur grise entre un Eurolist noirci par la lourdeur de la réglementation et le Marché Libre blanchi de toute réglementation, est-il tenable ? Peut-on trouver une cohérence à une démarche qui entend à la fois assouplir par rapport à ce qui se fait sur l'Eurolist, et durcir par rapport à ce qui prévaut sur le Marché Libre ? En particulier, et c'est ce qui nous retiendra au cours de ce Mémoire, les obligations imposées aux sociétés sur ce marché autre réglementé forment-elles un ensemble cohérent ?

6. Plan. Alternext entend devenir un marché de référence pour les PME grâce à la mise en place d'une communauté d'intérêts qui a pour pivot les obligations imposées aux sociétés sur ce

¹⁶ R. Godin, « La vague des transferts du Marché Libre est lancée », *La Tribune*, 27 mai 2005, p. 24.

¹⁷ Ph. P., « Garantie de cours », *Revue de droit bancaire et financier*, janvier-février 2006, p. 41

marché. Loin d'être le fruit d'une loterie réglementaire, ces obligations entendent restaurer un équilibre entre intérêt de l'émetteur et intérêt des investisseurs, quelque peu menacé par la lourdeur de la réglementation du côté de l'Eurolist et par l'absence de réglementation du côté du Marché Libre. L'entre-deux n'est donc pas exclusif de toute cohérence et cette dernière prend appui sur les obligations imposées aux sociétés. Nous étudierons donc tout d'abord les obligations favorisant, dans l'intérêt de l'émetteur, l'accès au marché (**CHAPITRE 1**) puis celles favorisant, dans l'intérêt des investisseurs, l'efficacité du marché (**CHAPITRE 2**).

CHAPITRE 1

L'INTERET DE L'EMETTEUR : L'ACCES AU MARCHÉ

7. Alternext entend attirer les PME grâce à un cadre réglementaire adapté à leurs moyens financiers et à leur taille, face à l'Eurolist qui ne distingue pas suivant les sociétés. Ce marché entend aussi mener une démarche qualitative en ne libéralisant pas totalement son accès, à la différence du Marché Libre. Pour cela, la démarche d'Euronext a été d'assouplir le cadre réglementaire de référence, celui de l'Eurolist. Les sociétés vont donc être soumises à des obligations adaptées. L'accès au marché est ainsi simplifié (**SECTION 1**) et facilité (**SECTION 2**).

SECTION 1 – UN ACCES SIMPLIFIE AU MARCHÉ

8. Cette simplification s'est faite dans le souci d'une démarche qualitative. Si les conditions d'admission ont été simplifiées tout en restant classiques (**A**), les procédures d'admission allient simplification et innovation (**B**).

A- Des conditions d'admission simplifiées qui demeurent classiques

9. Ces conditions classiques ont trait à la fois aux titres des sociétés (1) et aux états financiers des ces dernières (2).

1- Les conditions tenant aux titres des sociétés

10. Les titres éligibles. Comme sur l'Eurolist, les titres qui peuvent faire l'objet d'une admission sur Alternext sont les instruments financiers tels que définis par l'article L 211-1 du Code monétaire et financier. Suivant la nouvelle rédaction issue de l'ordonnance du 12 avril 2007, sont visés : les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ; les titres

de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créances qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ; les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ; les instruments financiers à terme figurant sur une liste fixée par décret ; tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, ainsi que les droits représentatifs d'un placement financier dans une entité, émis sur le fondement de droits étrangers.

11. Négociation et transfert des titres. L'article 3 des règles de marché d'Alternext précisent que les titres proposés à l'admission doivent être librement négociables et transférables. Cette condition exclut, comme sur l'Eurolist, les clauses statutaires d'agrément et de préemption. La présence de telles clauses dans les statuts obligera donc la société, qui souhaite accéder au marché, à modifier ses statuts. Cette condition se retrouve aussi sur l'AIM londonien. Les règles de marché de l'AIM précisent, en effet, qu'une société doit s'assurer que ses titres sont librement transférables. Toutefois, ces règles prévoient deux exceptions. Les titres peuvent ne pas être librement transférables lorsque, dans une juridiction, une loi ou disposition impose des restrictions au transfert ou lorsque la société cherche à limiter le nombre d'actionnaires domiciliés dans un pays particulier pour être sûr de ne pas être soumise à des lois ou dispositions de ce pays¹⁸. Ces exceptions, fortement empreintes d'extranéité, peuvent s'expliquer par la dimension fortement internationale de l'AIM. Depuis son lancement en 1995, l'AIM a attiré plus de 2 000 sociétés dont 212 étrangères, soit un ratio de 10,6%. Alternext, certes créé dix ans plus tard, ne compte que 4 sociétés étrangères parmi les 85 sociétés présentes sur le marché¹⁹, soit un ratio de 4,7%. L'avenir obligera peut-être Alternext à introduire de telles exceptions au sein de ses règles de marché afin de favoriser l'accès des entreprises étrangères mais aussi de groupes qui interviennent dans plusieurs pays.

¹⁸ « An AIM company must ensure that its AIM securities are freely transferable except where :

- in any jurisdiction, statute or regulation places restrictions upon transferability; or
- the AIM company is seeking to limit the number of shareholders domiciled in a particular country to ensure that it does not become subject to statute or regulation »,

s.a., « AIM Rules for companies », www.londonstockexchange.com, p. 11

¹⁹ La dernière société étrangère à s'être introduite sur Alternext est une société espagnole, Antevenio. Cette admission est intervenue le 7 février 2007

12. Dépositaire central et chambre de compensation. Ce même article 3 énonce que les titres doivent par ailleurs être admis aux opérations d'un dépositaire central d'une façon qui permette le traitement automatique par les systèmes de LCH.Clearnet SA de tout ou partie des transactions qui s'effectueront sur Alternext, en vue de leur compensation ou de la génération directe d'instructions de règlement-livraison. La fonction de dépositaire central, assurée en France par Euroclear France, est régie par les articles 540-1 à 540-8 du Règlement général de l'AMF. Elle consiste à s'assurer que le montant de chaque émission admise à ses opérations est égal à la somme des instruments financiers enregistrés aux comptes de ses adhérents (teneurs de compte conservateurs, dépositaires centraux, établissements français ou étrangers). LCH.Clearnet SA, chambre de compensation, a pour fonction de calculer les soldes nets d'instruments financiers et en numéraire entre les différents membres du marché à la suite des transactions.

2- Les conditions tenant aux états financiers

13. Antériorité des états financiers. Les règles de marché, à l'article 3.1, fixent d'abord une condition d'antériorité des comptes sociaux. En effet, l'émetteur doit avoir déposé ses comptes annuels sociaux, et consolidés le cas échéant, au titre des deux exercices précédant la demande d'admission. Les états financiers du dernier exercice doivent, de plus, avoir été certifiés par le ou les commissaires aux comptes de l'émetteur. Si le dernier exercice a été clôturé depuis plus de neuf mois, l'émetteur doit présenter des comptes intermédiaires. Le marché Eurolist exige, quant à lui, de présenter des comptes au titre des trois exercices précédant la demande d'admission et la certification de ces trois exercices. De plus, l'exigence de comptes intermédiaires prend la forme de comptes semestriels certifiés.

La simplification opérée par Alternext tient donc à une antériorité plus faible des états financiers à fournir, à une certification du dernier exercice seulement et à une absence de certification d'éventuels comptes intermédiaires.

14. Normes comptables. Les règles fixent ensuite des exigences quant aux normes comptables applicables. Elles dépendent de la situation de l'émetteur.

Dans le cas d'un émetteur qui a son siège dans un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, les états financier doivent être établis suivant soit les normes IFRS (International Financial Reporting Standards), soit les normes comptables nationales de son Etat d'origine.

Dans le cas d'un émetteur qui a son siège dans un Etat tiers, il convient d'opérer une seconde distinction suivant la procédure d'admission utilisée. En cas de placement privé ou d'admission directe, peuvent être utilisées les normes IFRS, les normes comptables des Etats-Unis d'Amérique (« US GAAP ») ou les normes comptables nationales de son Etat d'origine, sous réserve de la production d'un tableau de réconciliation avec les normes IFRS dans ce dernier cas. En cas d'offre au public, l'émetteur présente ses états financiers conformément aux conditions fixées par le règlement européen du 29 avril 2004²⁰ pris en application de la directive « prospectus » du 4 novembre 2003²¹ 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.

15. « Sauf dérogation » ? Avant d'envisager les exigences en matière de normes comptables puis de certification, il est précisé que « *Sauf dérogation, l'émetteur doit avoir déposé ses comptes annuels sociaux, et consolidés le cas échéant, au titre des deux exercices précédant la demande d'admission* ». La construction de l'article laisse à penser que seule l'exigence d'une antériorité de deux ans des comptes sociaux est susceptible d'une dérogation. Elle permettrait l'admission de PME qui, du fait de leur jeunesse, sont dans l'impossibilité de fournir deux ans d'états financiers. Les conditions liées aux normes comptables et à la certification seraient absolues. Cette dérogation est une marque d'originalité. En effet, l'Eurolist ne permet pas de telle dérogation. L'AIM ne posant pas de conditions liées aux comptes sociaux, c'est tout naturellement qu'aucune dérogation n'est prévue. Un auteur souligne toutefois, qu'au titre des introductions intervenues en 2005, aucune dérogation n'a été accordée²².

Les conditions d'admission à Alternext se révèlent donc relativement classiques par rapport à ce qui se fait sur un marché réglementé comme l'Eurolist. La dose de souplesse instillée n'apparaît que légère.

²⁰ Règlement d'application n°809/2004, 29 avril 2004, *JOUE* n°L 215, 16 juin 2004, p. 3

²¹ Directive 2003/71/CE du Parlement Européen et du Conseil, 4 novembre 2003, *JOUE* n° L 345, p. 64

²² M. Goldberg-Darmon, *L'introduction en Bourse – Les nouvelles règles d'admission Eurolist, Alternext, Marché Libre*, Revue Banque Edition, 2006, p. 78

B- Des procédures d'admission simplifiées et innovantes

16. Selon l'article L 411-1 du Code monétaire et financier, « *l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé* » est une opération d'appel public à l'épargne, ce qui requiert la rédaction d'un prospectus. L'accès au marché réglementé ne peut donc se faire sans appel public à l'épargne, l'exception tirée de la notion de placement privé de l'article L 411-2-I étant réservée à une certaine catégorie d'émetteurs : instruments financiers émis ou inconditionnellement et irrévocablement garantis par un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ; émission par un organisme international à caractère public dont la France fait partie ; par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ; par un organisme mentionné au 1 du I de l'article L 214-1, soit les organismes de placements collectifs. Cette définition du placement privé est la seule applicable à l'admission de titres aux négociations sur un marché réglementé. En effet, les dispositions du II de l'article L 411-2, qui inclut dans la notion de placement privé un nombre beaucoup plus important d'opérations, sont limitées à l'offre au public d'instruments financiers puisqu'il ne vise que « *l'émission ou la cession* » et non l'admission aux négociations.

Les marchés non réglementés semblent donc exclus de cette notion d'appel public à l'épargne. Il n'en est rien et l'admission sur un marché non réglementé, que ce soit Alternext ou le Marché Libre, peut également se faire par appel public à l'épargne (1). Cependant, la simplification de l'accès réside dans l'existence de procédures originales d'admission ne rentrant pas dans le champ de l'appel public à l'épargne (2). L'absence de rédaction d'un prospectus est de nature à faciliter grandement l'accès au marché.

- 1- La voie classique de l'appel public à l'épargne donnant lieu à la rédaction d'un prospectus visé par l'AMF

17. Notion d'appel public à l'épargne. L'article L 411-1 du Code monétaire et financier dispose que « *L'appel public à l'épargne est constitué par l'une des opérations suivantes :*

1. *L'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé ;*

2. *L'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement* ». Les marchés non réglementés vont donc pouvoir être concernés par l'appel public à l'épargne, non pas du simple fait de l'admission à un marché non réglementé, mais en raison du recours à la publicité, au démarchage, à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement.

La publicité peut consister notamment en annonces diffusées dans la presse, en affiches placardées dans des lieux publics, en communiqués à la radio ou à la télévision, en lettres circulaires ou individuelles largement diffusées. Il a ainsi été jugé²³ que constitue un appel public à l'épargne le fait pour un dirigeant de société (en l'espèce civile) d'avoir diffusé des brochures publicitaires vantant le mode d'investissement proposé, d'avoir fait paraître des annonces dans divers journaux économiques et dans des revues d'anciens élèves de grandes écoles et, enfin, d'avoir utilisé les services de prétendus conseillers financiers qui se conduisaient comme des démarcheurs de la société émettrice.

Les autres notions sont clairement définies par le Code monétaire et financier et n'appellent pas de remarques particulières : démarchage à l'article L 341-1, établissements de crédits à l'article L 511-1 et prestataires de services d'investissement à l'article L 531-1.

18. Exigence d'un prospectus sur un marché autre que réglementé. L'article L 412-1-II alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier précise que « *Le règlement général [de l'AMF] fixe également les conditions dans lesquelles il est procédé à l'information du public lorsque les instruments financiers ont été soit émis ou cédés dans le cadre d'un appel public à l'épargne, soit admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers* ». L'alinéa 2 poursuit en énonçant que « *Le règlement général peut tenir compte du fait que les instruments financiers sont négociés ou non sur un marché d'instruments financiers autre qu'un marché réglementé et, le cas échéant, des caractéristiques de celui-ci. Il peut prévoir que certaines règles ne sont applicables qu'à certains marchés d'instruments financiers, à la demande de la personne qui les gère* ».

²³ Cass. Crim., 6 octobre 1980, *Bull. crim.* N° 248

Qu'en est-il de l'exigence d'un prospectus suite à un appel public à l'épargne effectué sur un marché autre que réglementé ?

Il faut revenir sur la réglementation communautaire applicable en l'espèce. La Directive 2003/71 du 4 novembre 2003 et le Règlement 809/2004 du 29 avril 2004 ont fait évoluer la réglementation. En particulier, la directive ne distingue plus, s'agissant des informations à inclure dans le prospectus, entre les opérations d'admission aux négociations sur un marché réglementé et les offres au public d'instruments financiers. Le Règlement général de l'AMF n'utilise donc plus la notion de prospectus simplifié dans le cadre d'un appel public effectué sur un marché autre que réglementé²⁴. L'article 212-1 du Règlement général de l'AMF exige de tous les émetteurs qui font appel public à l'épargne au sens de l'article L 411-1 du Code monétaire et financier qu'ils « *établissent, préalablement à la réalisation de toute opération sur le territoire de l'Espace économique européen, un projet de prospectus et le soumettent au visa préalable de l'AMF ou de l'autorité de contrôle compétente d'un autre Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen* ».

Dès lors, il paraît clair que l'appel public sur un marché autre que réglementé, Marché Libre ou Alternext, exige la rédaction d'un prospectus identique à celui qui prévaut en cas d'admission aux négociations sur un marché réglementé. Le schéma de ce prospectus est fixé par l'annexe I de la directive du 4 novembre 2003²⁵.

La section 2 du Règlement général de l'AMF, intitulée « *Dépôt, visa et diffusion du prospectus* », est entièrement applicable (articles 212-6 à 212-30).

19. Particularités de l'appel public à l'épargne sur un marché autre que réglementé. Dans le cadre d'un marché réglementé, il est exigé de l'émetteur une diffusion suffisante de ses titres dans le public. Selon les règles de marché harmonisées d'Euronext²⁶, la diffusion est présumée suffisante lorsque les titres de capital qui font l'objet de la demande d'admission sont répartis

²⁴ D. Gewinner, C. Uzan, « La transposition de la directive prospectus en droit français », *Bulletin Joly Bourse*, n°4, 1^{er} juillet 2005, p. 375

²⁵ Ce schéma est reproduit en annexe 3 de ce Mémoire

²⁶ s. a., « Règles de marché harmonisées d'Euronext », *www.euronext.com*, 1^{er} mars 2007, p. 52

dans le public à concurrence d'au moins 25% du capital souscrit représenté par cette catégorie de titres. Par exception, un pourcentage inférieur est possible dès lors que, compte tenu du nombre élevé de titres d'une même catégorie et de l'étendue de leur diffusion dans le public, le marché peut fonctionner. Ce pourcentage ne peut toutefois être inférieur à 5% et doit représenter une valeur d'au moins 5 millions d'euros sur la base du prix d'offre. L'évaluation de la diffusion dans le public repose donc sur un pourcentage de capital réparti dans le public. Concernant Alternext, aucun pourcentage de diffusion dans le public n'est requis. Cela peut étonner d'autant qu'il est ici question d'appel public à l'épargne. Le Marché Libre, comme cela était prévisible, ne pose également aucune condition. Cependant, afin d'assurer une ouverture effective du capital de l'émetteur, l'article 3.2 des règles de marché d'Alternext exige que l'offre au public donne lieu à la souscription d'un montant d'au moins 2,5 millions d'euros. L'utilisation de la notion d'ouverture effective du capital par les règles de marché d'Alternext, au lieu et place de la notion de diffusion suffisante des titres utilisée par les règles de marché harmonisées d'Euronext, marque une différence d'objectif. Dans le cadre d'un marché réglementé, il s'agit d'assurer une répartition minimale des titres dans le public. Dans le cadre d'un marché non réglementé, il s'agit seulement d'assurer une ouverture du capital. L'idée d'un accès au marché par étape refait surface²⁷. Tout d'abord, on permet aux émetteurs d'accéder au marché sans aucune exigence liée à l'ouverture ou à la diffusion du capital (c'est le Marché Libre). Puis, on leur permet d'accéder à un marché plus organisé à condition d'ouvrir effectivement leur capital (c'est Alternext). Enfin, sous condition de diffusion suffisante des titres dans le public, les émetteurs vont pouvoir accéder à un marché réglementé (c'est l'Eurolist).

Sur Alternext et le Marché Libre, comme sur l'Eurolist, l'offre au public doit se faire par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement dûment agréé.

2- Les voies originales ne donnant pas lieu à la rédaction d'un prospectus visé par l'AMF

20. Le placement privé. L'article 3.2 des Règles de marché d'Alternext énonce que l'ouverture effective du capital en vue de l'admission sur le marché peut prendre la forme d'une « *opération de placement privé* ». Avant de poursuivre l'étude de cet article, il convient de faire un point sur

²⁷ H. de Vauplane, J.-P. Bornet, op. cit. n°728

la notion même de placement privé qui constitue la pierre angulaire des voies originales d'accession sur Alternext. Cette notion apparaît, notamment, à l'article L 411-2 du Code monétaire et financier. Deux situations peuvent permettre de qualifier une opération de placement privé, par opposition à un appel public à l'épargne.

Une opération peut être un placement privé en raison de la taille de l'offre. Ainsi, ne constitue pas une opération par appel public à l'épargne l'offre portant sur des instruments financiers dont le montant est, sur une période de douze mois qui suit la date de la première opération :

- inférieur à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises ;
- compris entre 100 000 euros et 2 500 000 euros ou la contre-valeur de ces montants en devises et cette offre porte sur des instruments financiers qui ne représentent pas plus de 50% du capital de la société

Ne constitue pas une opération par appel public à l'épargne l'offre portant sur des titres dont la valeur nominale s'élève au moins à 50 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises.

Ces seuils sont fixés par l'article 211-2 du Règlement général de l'AMF.

Une opération peut constituer un placement privé en raison de la qualité des investisseurs. Est un placement privé l'offre s'adressant exclusivement à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers.

L'offre qui s'adresse à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour leur propre compte ne constitue pas un appel public à l'épargne mais un placement privé. Ce cercle restreint est constitué de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à 100 (article D 411-4 du Code monétaire et financier).

Enfin, l'offre qui s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre constitue un placement privé. La notion d'investisseurs qualifiés a été récemment

modifiée par le décret n°2006-557 du 16 mai 2006²⁸. Cette réforme ouvre de nouvelles perspectives pour les placements privés en étendant la notion d'investisseurs qualifiés²⁹. Le nombre des investisseurs potentiels dans le cadre d'un placement privé se trouve donc accru³⁰. L'article D 411-1-I du Code monétaire et financier fixe une liste d'investisseurs considérés comme des investisseurs qualifiés lorsqu'ils agissent pour compte propre. Il s'agit principalement des établissements de crédit et des compagnies financières, des entreprises d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placement collectif, des sociétés d'assurance et de réassurance, des sociétés financières d'innovation, des intermédiaires en marchandises, du Trésor, de la Banque de France et de la Caisse des dépôts et consignations. Au-delà des établissements visés, sont aussi considérés comme investisseurs qualifiés les entités remplissant au moins deux des trois critères suivants : un effectif annuel moyen supérieur à 250 personnes ; le total du bilan supérieur à 43 millions d'euros ; un chiffre d'affaires, ou montant des recettes, supérieur à 50 millions d'euros. Ces critères sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou, à défaut, des comptes sociaux, tels que publiés, et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes. Ces investisseurs sont qualifiés de droit.

D'autres personnes, morales ou physiques, vont pouvoir opter pour la qualité d'investisseurs qualifiés selon l'article D 411-1-II. Une personne morale peut opter, sur décision du conseil d'administration, du directoire, des gérants ou de l'organe de gestion de la personne concernée, si elle remplit au moins deux des trois critères suivants : un effectif moyen annuel inférieur à 250 personnes ; un total du bilan inférieur à 43 millions d'euros ; un chiffre d'affaires ou montant des recettes inférieur à 50 millions d'euros. L'appréciation de ces conditions se fait par les mêmes moyens que pour les investisseurs qualifiés de plein droit. Une personne physique doit remplir, quant à elle, au moins deux des trois critères suivants : détention d'un portefeuille d'instruments financiers d'une valeur supérieur à 500 000 euros ; réalisation d'opérations d'un montant supérieur à 600 euros par opération sur des instruments financiers, à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ; l'occupation, pendant au moins un an,

²⁸ Décret n°2006-557 du 16 mai 2006 modifiant les articles D 411-1 et suivants du Code monétaire et financier, *JORF*, n°115, 18 mai 2006, p. 7318

²⁹ M. Goldberg-Darmon, « Nouvelles perspectives pour les placements privés », *L'AGEFI Hebdo*, du 19 au 25 octobre 2006, p. 6

³⁰ M. Goldberg-Darmon, « La qualification d'investisseur qualifié a été étendue », *Option Finance*, n°892, 17 juillet 2006, p. 30

dans le secteur financier, d'une position professionnelle exigeant une connaissance de l'investissement en instruments financiers.

La réforme reconnaît aussi la qualité d'investisseurs qualifiés aux personnes physiques ou morales reconnues investisseurs qualifiés dans les Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen.

Ces personnes qui souhaitent opter pour la qualité d'investisseurs qualifiés doivent en faire la demande et déclarer, sous leur responsabilité, remplir les différentes conditions énoncées. Elles sont ensuite inscrites dans un fichier tenu par l'AMF. Ces personnes peuvent renoncer, à tout moment, à leur nouvelle qualité, qui est effective au jour de la réception de l'accusé de réception attestant de leur inscription.

21. L'opération de placement privé sur Alternext. L'article 3.2 des règles de marché d'Alternext énonce que l'ouverture effective du capital en vue de l'admission sur le marché peut prendre la forme d'une « *opération de placement privé préalable de titres nouveaux dans les deux années précédentes pour un montant d'au moins 5M[°]€ auprès d'un nombre de personnes jugé suffisant au vu des conditions fixées ci-après* ».

Certaines conditions particulières à Alternext doivent donc être remplies afin de pouvoir caractériser un placement privé.

Que penser du nombre de personnes jugé suffisant ? D'après l'article 3.2, ce nombre est fixé à cinq, sauf dérogation. On peut encore une fois s'interroger sur le contenu de cette dérogation et sur les circonstances justifiant son octroi. L'article poursuit en précisant que parmi ces cinq personnes, il ne faut pas compter :

- les dirigeants, membres des organes dirigeants ou mandataires sociaux, directeur général et leur famille (conjoint et enfants mineurs), ainsi que toute société dont ils détiennent séparément ou ensemble 20 % et plus des droits de vote,

- les personnes actionnaires depuis plus de 2 ans et leur famille (conjointes et enfants mineurs) ainsi que toute société ou entité qu'elles gèrent ou dont elles détiennent séparément ou ensemble 20 % et plus des droits de vote,
- les sociétés contrôlées par l'émetteur,
- toute personne liée par un pacte d'actionnaires ou autre convention limitant significativement la cession desdits titres,
- toute personne ayant reçu une rémunération en titres supérieure à 100 000 € ou représentant plus de 3 % des titres admis.

Qui sont ces personnes ? Les règles de marché ne donnent aucune précision. L'AMF, dans une documentation élaborée par ses services³¹, précise qu'il doit s'agir d'investisseurs qualifiés.

Ce placement privé doit porter sur des titres nouveaux, ce qui exclut un placement privé par voie de cession de titres existants. Pourquoi une telle précision ? Il semble que les règles de marché entendent faire du placement privé un véritable outil pour permettre une levée de fonds. En effet, si le placement privé pouvait prendre la forme de cession de titres existants, l'opération aurait pu être utilisée comme un droit de sortie pour les actionnaires, au détriment de la croissance en capital de la société.

L'utilisation de l'expression « *une opération de placement privé* » n'est pas anodine. Cette dernière permet d'affirmer avec certitude que les 5 millions d'euros doivent être placés en une seule fois, et non au terme de plusieurs levées de fonds successives³².

22. L'admission directe aux négociations sur Alternext. L'article 3.2 des règles de marché d'Alternext permet aux émetteurs en provenance d'un autre marché d'être admis directement aux négociations dès lors qu'ils justifient d'une diffusion de leurs titres dans le public via leur marché d'origine pour un montant d'au moins 2,5 millions d'euros. A défaut, ils doivent suivre la

³¹ s.a., « S'informer sur... le prospectus », *www.amf-france.org*, mars 2007

³² M. Goldberg-Darmon, « Mise au point sur les différentes procédures d'admission sur Alternext », *Option finance*, n°902, 16 octobre 2006, p. 35

procédure d'offre au public. Cette procédure est applicable aux émetteurs inscrits sur le Marché Libre qui demandent leur transfert sur Alternext (article 3.3 des règles de marché).

23. Les informations à fournir. L'article 3.2 des règles de marché d'Alternext précise que, dans le cadre d'un placement privé ou d'une admission directe aux négociations, dix jours de bourse avant la date décidée pour l'admission, l'émetteur doit s'assurer qu'est mis en ligne sur le site d'Alternext, et tenu gratuitement à la disposition de toute personne qui en fait la demande, un document d'information dont le contenu est établi en suivant les rubriques habituelles d'un prospectus visé, en anglais ou bien en français. Ce document est dit « offering circular ». Les sociétés sont donc soumises, dans le cadre de ces voies originales d'admission sur Alternext, aux mêmes obligations d'informations qu'en cas d'appel public à l'épargne. Cependant, ces procédures d'admission restent novatrices par leurs conditions, et par l'absence d'exigence de visa de l'AMF sur les informations à fournir.

Les règles de marché réserve toutefois l'existence d'une véritable exception à l'obligation d'information. Suivant l'article 3.3, les émetteurs qui demandent une admission directe aux négociations sur Alternext, mais qui sont déjà admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace économique européen ou sur un marché organisé figurant sur une liste établie en annexe 2 des règles de marché (le NASDAQ, l'AIM et la Bourse suisse), ne sont soumis qu'à une obligation d'information limitée à la production du dernier rapport annuel et des comptes des deux derniers exercices, complétés s'ils remontent à plus de neuf mois par des comptes intermédiaires et établis suivant les normes visées à l'article 3.1, d'une situation de trésorerie datant de moins de trois mois, de l'évolution du cours de bourse et d'un état des communications faites sur le marché d'origine sur une période significative.

Une telle dispense existe également sur l'AIM³³. Dès lors qu'un émetteur qui souhaite être admis sur l'AIM l'est déjà sur un marché éligible³⁴ depuis au moins 18 mois, ce dernier n'a pas à

³³ s.a., « AIM Designated Markets : The fast track route to AIM », www.londonstockexchange.com

rédiger de document d'admission. En lieu et place de ce document d'admission, l'émetteur doit seulement fournir certaines informations, comme le montant de la levée de fonds correspondant à l'admission sur l'AIM ou l'activité et la stratégie de la société.

L'accès au marché est donc simplifié, non pas grâce aux conditions d'admission qui restent proches de celles en vigueur sur l'Eurolist, mais grâce à la variété des procédures d'admission, plus ou moins contraignantes. Sur Alternext, le choix est grand et les conséquences réglementaires totalement différentes. Il semble donc nécessaire, après avoir simplifié l'accès au marché, de le faciliter en créant un statut d'accompagnateur propre à Alternext : le Listing sponsor.

SECTION 2 – UN ACCES FACILITE AU MARCHE

24. Une des innovations majeures d'Alternext est la mise en place d'un nouveau statut d'interlocuteur agréé appelé Listing sponsor. Une société qui souhaite faire admettre ses titres aux négociations sur Alternext a l'obligation de choisir un Listing sponsor. L'article 3.1 des règles de marché d'Alternext précise en effet que « *La demande d'admission est présentée par l'émetteur conjointement avec un Listing sponsor s'étant engagé à exercer cette fonction vis-à-vis de lui* ». Loin d'être un obstacle à l'accès au marché, la présence obligatoire de cette nouvelle personne est de nature à le faciliter largement. Le Listing sponsor apparaît comme un interlocuteur agréé comme tel par Euronext (**A**), et comme un interlocuteur obligatoire mais privilégié des sociétés (**B**).

A- Le Listing sponsor, un interlocuteur agréé par Euronext

25. Cette nouvelle fonction est sans aucun doute inspirée du Nominated Adviser ou « Nomad » rendu obligatoire pour toute admission sur l'AIM. Comme l'AIM, Alternext a posé des règles strictes à l'accès à la fonction de Listing sponsor. Trois conditions objectives, sources de clarté,

³⁴ En l'espèce, les marchés éligibles sont : Australian Stock Exchange, Euronext, Deutsche Börse, Johannesburg Stock Exchange, NASDAQ, NYSE, Stockholmsbörsen, Swiss Echange, Toronto Stock Exchange, UKLA Official List.

sont posées (1). Ce tableau est quelque peu obscurci par l'immixtion d'une dose de subjectivité (2).

1- Les conditions objectives posées à la fonction de Listing sponsor

26. Une personne morale avec une expérience suffisante. Seules les personnes morales peuvent prétendre à la qualité de Listing sponsor sur Alternext. Ces dernières doivent justifier, pour les deux années précédant la demande d'admission, d'une expérience suffisante dans deux domaines précisément identifiées par les règles de marché. Il s'agit tout d'abord d'une activité générale dans la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises. Ensuite, il s'agit de justifier avoir mené à bien des opérations sur le capital d'émetteurs impliquant la rédaction de documents d'information. Qu'entend-on par documents d'information ? Il semble s'agir de prospectus ou encore de notes d'information exigées en cas d'augmentation de capital.

27. Des moyens humains et techniques suffisants. Le Listing sponsor doit disposer d'un nombre de collaborateurs proportionné à l'activité envisagée. Les règles de marché précisent que ce nombre ne saurait être inférieur à deux. Ces collaborateurs doivent justifier, à titre individuel, de la même expérience que le Listing sponsor à titre de personne morale. Cette expérience individuelle des collaborateurs va permettre à des entités qui ne peuvent justifier de deux ans d'existence d'obtenir l'agrément nécessaire à l'exercice de la fonction de Listing sponsor. En effet, une expérience particulièrement élevée des collaborateurs permet de pallier la trop jeune existence d'une personne morale.

28. Une assurance responsabilité civile professionnelle. Le candidat à la fonction de Listing sponsor doit avoir souscrit auprès d'une compagnie notoirement solvable une assurance adaptée pour sa responsabilité civile professionnelle couvrant les risques, de nature contractuelle ou délictuelle, liés à l'activité envisagée, notamment son rôle dans l'établissement de documents d'information.

Si ces trois conditions sont remplies, elles ne sont cependant pas suffisantes. Les règles de marché d'Alternext précisent en effet que ces exigences sont de simples conditions minimales de candidature. Une dose de subjectivité apparaît.

2- L'immixtion d'une dose de subjectivité

29. L'appréciation de « l'apport potentiel de la candidature au marché et ses conséquences sur l'image d'Alternext ». Une fois les conditions objectives minimales de candidature remplies, Euronext Paris dispose d'un large pouvoir d'appréciation pour décider d'agréer ou non telle personne morale souhaitant accéder au statut de Listing sponsor. Euronext Paris appréciera en effet l'apport potentiel de la candidature au marché et ses conséquences sur l'image d'Alternext. Cette condition supplémentaire apparaît pour le moins subjective³⁵. La marge de manœuvre laissée à Euronext Paris pour accepter ou non la candidature apparaît très importante et de nature à jeter le doute, dans l'esprit des candidats, quant à la réussite de leur candidature.

La décision est rendue dans un délai de trois mois à compter de la remise d'un dossier complet. En cas d'appréciation positive, l'admission se matérialise par l'inscription par avis d'Euronext Paris sur la liste des Listing sponsors d'Alternext. A ce jour, 39 Listing sponsors ont été agréés³⁶.

Cette condition subjective s'explique peut être par le fort intuitu personae attachée à la fonction de Listing sponsor. L'article 2.1 in fine des règles de marché d'Alternext précise que « *La qualité de Listing sponsor étant attribuée en considération de la personne morale, elle ne peut en aucun cas être cédée ou transférée à un tiers* ».

B- Le listing sponsor, un interlocuteur privilégié des sociétés

30. Le Listing sponsor a pour fonction de faciliter l'introduction d'une société sur Alternext. L'obligation pour les sociétés de s'associer un Listing sponsor se révèle donc bénéfique pour ces dernières. Le Listing sponsor va accompagner la société dans son processus d'introduction (1). A

³⁵ M. Goldberg-Darmon, « Le Listing sponsor, ce qu'il change pour les entreprises », *Option finance*, n°842, 11 juillet 2005, p. 29

³⁶ La liste des Listing sponsors figure en annexe 4 de ce Mémoire

cet effet, il va attester par écrit à Euronext avoir effectué, concernant la société candidate, un certain nombre de contrôles. Les règles de conduite qui s'imposent à ces Listing sponsors garantissent le succès de ce rôle novateur (2).

1- L'accompagnement de la société par le Listing sponsor

31. Vérifier que la société remplit les conditions d'admission. L'article 2.2 des règles de marché d'Alternext précise que le Listing sponsor doit avoir vérifié que l'émetteur répond aux conditions de candidature et qu'il a constitué le dossier-type requis. Le rôle du Listing sponsor est ici préventif et destiné à favoriser la constitution des dossiers de candidature. Ce rôle préventif vise tout particulièrement la condition liée à l'ouverture effective du capital. D'un montant différent suivant la procédure d'admission choisie, il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'une vraie condition d'admission. Dès lors, le Listing sponsor va devoir s'être assuré que l'émetteur remplit ou a des chances raisonnables d'atteindre les niveaux de capital requis pour l'admission. Pour remplir cette obligation, il est précisé par les règles de marché que le Listing sponsor « *doit notamment porter à la connaissance d'Euronext Paris l'identité et les agréments des établissements chargés de la diffusion des titres, le cas échéant* ». Un enseignement peut être tiré de cette précision : la présence de l'adverbe « notamment » semble indiquer qu'Euronext Paris considèrera que le Listing sponsor a correctement rempli sa mission qu'après avoir apprécié un faisceau d'indices permettant d'apprécier les chances de l'émetteur de remplir la condition d'ouverture effective du capital. La révélation de l'identité et des agréments des établissements chargés de la diffusion des titres, propre au cas d'appel public à l'épargne, pourrait ne pas suffire. Dans les cas de placement privé et d'admission directe, le Listing sponsor devra trouver d'autres indices, non précisés par les règles de marché.

32. Conseiller la société quant à la procédure d'admission. Suivant l'article 2.2 des règles de marché d'Alternext, le Listing sponsor doit fournir à l'émetteur toute information utile quant aux éventuelles obligations légales et réglementaires découlant de l'opération projetée. Est ici visée l'opération même d'introduction, celle-ci se traduisant par diverses obligations à respecter. Mais, plus précisément, semblent ici visées les procédures d'introduction. En effet, les différents moyens d'accéder à Alternext (appel public à l'épargne, placement privé, admission directe)

n'emportent pas les mêmes conséquences légales et réglementaires. L'assistance d'un Listing sponsor va permettre aux sociétés d'effectuer le choix de la procédure d'admission en connaissance de cause.

33. Le Listing sponsor et le document d'information. Le Listing sponsor doit s'être assuré de l'existence d'un document d'information permettant aux investisseurs potentiels d'apprécier la situation financière et les perspectives générales de l'émetteur. Il est précisé par les règles de marché d'Alternext que l'établissement du document d'information suppose la réalisation par le Listing sponsor d'une série de vérifications (« diligences ») selon un schéma-type fixé par Euronext Paris. Le Listing sponsor va surtout s'engager en cas de rédaction d'un offering circular (placement privé ou admission directe aux négociations). En effet, en l'absence de prospectus visé par l'autorité compétente, le Listing sponsor atteste tout particulièrement, auprès d'Euronext Paris comme dans ledit document, que celui-ci ne comporte aucune inexactitude ni omission significative. Le Listing sponsor va donc devoir affirmer au sein même de l'offering circular, en plus de l'attestation remise à Euronext Paris, que les diligences d'usage n'ont pas mis à jour d'inexactitude ou d'omission significative. Cette prise de position est de nature à engager la responsabilité du Listing sponsor. On comprend alors mieux que l'exigence d'une assurance de responsabilité civile professionnelle soit érigée en une condition d'accès au statut de Listing sponsor. Peut-on faire un parallèle entre ce visa du Listing sponsor et celui délivré par l'AMF sur les prospectus ? Le visa de l'AMF est requis en vue de la diffusion du prospectus dans le public. Or, en ce qui concerne le document visé par le Listing sponsor, l'offering circular, le cadre est tout à fait différent. Ce dernier, prenant la forme soit d'un placement privé, soit d'une admission directe, n'est pas marqué par une diffusion au public. Le visa donné par le Listing sponsor ne peut donc avoir pour motivation la diffusion au public. On peut penser que la motivation majeure de cette intervention du Listing sponsor est de rassurer les investisseurs et de leur donner confiance. Ainsi, si le visa de l'AMF et celui du Listing sponsor n'ont pas les mêmes destinataires, ils paraissent avoir une fonction identique : instaurer de la confiance entre l'émetteur et les investisseurs.

34. Vérifier la capacité de la société à répondre aux exigences du marché. Le Listing sponsor doit vérifier que l'émetteur dispose de moyens suffisants pour respecter ses obligations périodiques comme permanentes.

L'ensemble de ces obligations mises à la charge du Listing sponsor nous montre en quoi ce dernier va faciliter l'accès au marché : le Listing sponsor prend en charge les relations entre l'émetteur et le marché, relations qu'il coordonne. L'obligation mise à la charge des sociétés de s'associer un Listing sponsor apparaît véritablement comme une obligation d'accompagnement.

2- Les règles de conduite imposées au Listing sponsor

35. La prévention des conflits d'intérêts. Afin que cette obligation imposée aux sociétés ne se retourne par contre elles et le marché, les règles de marché d'Alternext entendent prévenir tout conflit d'intérêts. Un Listing sponsor doit donc s'abstenir de présenter toute candidature qui le placerait en situation de conflit d'intérêts. Comme le relèvent les règles de marché (article 2.2), de telles situations incluent, à titre non limitatif :

- une fonction de certification des comptes de l'émetteur ;
- l'exercice d'une fonction de direction ou d'administration au sein de l'émetteur par tout associé, dirigeant ou employé du Listing sponsor ;
- une participation au capital de l'émetteur par le Listing sponsor ou un quelconque de ses associés, dirigeants ou employés, individuellement ou de concert. Cependant, *« la présente restriction ne s'applique pas aux prestataires de services d'investissement agréés ayant mis en place les procédures dites de « murailles de Chine » et établi des listes de surveillance ou d'interdiction au sens du Livre III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».*

Que penser des autres situations possibles de conflit d'intérêt (relation familiale par exemple) ? Le Listing sponsor devra les porter préalablement à la connaissance d'Euronext Paris et démontrer qu'une telle situation n'affecte pas l'exercice de sa fonction.

36. Listing sponsor et prestataire de services d'investissement. Le Listing sponsor peut être ou non un prestataire de services d'investissement. Ce dernier statut oblige à des règles de bonne conduite particulières : Section III du Chapitre III du Titre III du Code monétaire et financier, articles L 533-4 à L 533-12. Dans le cas où le Listing sponsor ne serait pas prestataire de services d'investissement et donc non soumis à ces règles de bonne conduite, les règles de marché d'Alternext exigent que le listing sponsor respecte certaines obligations à l'introduction :

- convenir par écrit du coût des prestations qu'il se propose d'assurer ;
- s'abstenir d'être rémunéré sous forme d'attribution de titres de l'émetteur ;
- aménager entre la date de signature du contrat avec l'émetteur et la date d'admission sur Alternext un délai d'au moins trois mois ;
- procéder à une évaluation de la société en ayant recours aux méthodologies reconnues de valorisation et en se fondant sur les données objectives relatives à la société elle-même, aux marchés sur lesquels elle intervient et à la concurrence à laquelle elle est confronté.

Vis-à-vis de ses collaborateurs, le Listing sponsor non prestataire de services d'investissement est également soumis à des obligations énoncées à l'article 2.2 des règles de marché d'Alternext. Certaines relèvent de la pédagogie et de l'information des collaborateurs. Ainsi, le Listing sponsor doit « *informer ceux de ses collaborateurs impliqués dans le suivi de l'émetteur de la définition de l'information privilégiée par les lois et règlements en vigueur et des sanctions encourues en cas d'utilisation abusive ou de circulation indue de telles informations* » et « *identifier les fonctions sensibles, c'est-à-dire celles qui exposent certains de ses collaborateurs à se trouver en situation de conflit d'intérêts par rapport à l'émetteur ou à détenir des informations confidentielles ou privilégiées sur celui-ci* ». D'autres relèvent de la prévention des délits d'initiés qui pourraient être commis par les collaborateurs du Listing sponsor. Il incombe, dès lors, à ce dernier de « *déterminer et mettre en place les mesures adéquates de restriction ou d'interdiction aux titulaires de fonctions sensibles d'émettre des ordres pour leur compte propre sur les titres de l'émetteur suivi* » et « *interdire à ceux de ses collaborateurs susceptibles de produire une analyse financière sur l'émetteur l'émission d'ordres pour leur compte propre tant sur les titres de l'émetteur que sur ceux du secteur auquel l'émetteur appartient* ».

Simplifié, l'accès au marché d'Alternext est également facilité par l'intervention obligatoire d'un Listing sponsor à l'introduction. L'accompagnement offert aux sociétés est de nature à faciliter le processus d'admission. Le rôle de Listing sponsor ne s'arrête pas une fois la société inscrite sur Alternext. L'article 2.2 des règles de marché d'Alternext met, à la charge du Listing sponsor, diverses obligations permanentes. Interlocuteur premier d'Euronext Paris, il doit à ce titre être disponible durant les heures normales d'activité pour répondre à toute demande d'Euronext Paris relative aux sociétés dont il a la charge. Pour une période minimale de deux ans à compter de l'admission de la société émettrice³⁷, le Listing sponsor doit contrôler en permanence que celle-ci remplit ses obligations d'information périodique et procède en temps utile aux communications ad hoc auxquelles il est tenu, qu'il s'agisse d'obligations légales et réglementaires ou des règles propres d'Alternext. A l'occasion de la publication des états périodiques, il procède, notamment avec les dirigeants de la société émettrice, à un bilan de leur communication financière sur la période écoulée. Ces obligations du Listing sponsor durant la vie de la société émettrice sur le marché montrent que la réglementation en vigueur sur Alternext ne se limite pas à l'introduction et à la satisfaction des intérêts des émetteurs. C'est là la grande originalité de ce marché autre que réglementé. Alternext cherche à concilier les intérêts de l'émetteur et ceux des investisseurs. Une communauté d'intérêts est instaurée. Cela marque une différence avec le Marché Libre qui semble, du fait de l'absence de véritable réglementation, privilégier l'admission sans se préoccuper des investisseurs. La différence avec l'Eurolist est aussi marquée, ce dernier paraissant, dans le cadre de PME, trop contraignant pour les émetteurs et les investisseurs. L'originalité, et les germes de la réussite d'Alternext sont donc à trouver dans sa capacité à prévoir des obligations à la charge des sociétés dans l'intérêt des émetteurs et des investisseurs.

³⁷ A l'issue de la période de deux ans, la résiliation de ses engagements ou leur transfert avec l'accord de la société émettrice à un autre Listing sponsor agréé par Euronext Paris doit être notifiée à celle-ci avec un préavis de deux mois, sauf circonstances exceptionnelles

CHAPITRE 2

L'INTERET DE L'INVESTISSEUR : L'EFFICACITE DU MARCHE

37. Le Marché Libre, unique marché autre que réglementé avant la création d'Alternext en 2005, a fait l'objet de critiques importantes de la part des investisseurs. Selon une enquête réalisée entre 2000 et 2001³⁸, 65% des professionnels de la finance considéraient le manque de liquidité comme un frein à l'investissement sur le Marché Libre. Pour 43% des professionnels, le manque d'information constituait également un obstacle. Seuls les marchés réglementés offraient les conditions de fonctionnement attendues par les investisseurs. Aujourd'hui, le paysage tend à se modifier. Un marché autre que réglementé en général ne peut plus se voir adresser ces critiques car cette catégorie renferme désormais un marché qui a pris en compte ces remarques. En effet, Alternext a su promouvoir l'efficacité de son marché en répondant à l'attente des investisseurs. Ce qui marque l'esprit d'un juriste est de remarquer que cette promotion a pris appui sur des obligations juridiques imposées aux sociétés émettrices et investisseuses. Ainsi et contrairement au Marché Libre, Alternext est un marché transparent (**SECTION 1**) qui entend faire progresser la liquidité (**SECTION 2**).

SECTION 1- UN MARCHE TRANSPARENT

38. Cette transparence repose sur les obligations d'information qui pèsent sur les sociétés émettrices. Ces obligations sont à la fois périodiques (**A**) et permanentes (**B**). A titre liminaire, il faut préciser que pour l'ensemble des informations à donner, l'émetteur doit assurer leur mise à disposition sur son site et celui d'Alternext, en anglais ou en français le cas échéant. Ces informations sont maintenues en ligne pendant 2 ans.

³⁸ s.a., « Les investisseurs et le Marché Libre », www.tns-sofres.com/etudes/comfi/130301_invest.pdf, décembre 2000-février 2001

A- La transparence par l'information périodique

39. Cette information périodique prend la forme, sur Alternext, de rapports financiers à publier. Ces rapports sont annuels (1) et semestriels (2).

1- Le rapport financier annuel

40. Les prévisions des règles de marché. Selon l'article 4.2 des règles de marché d'Alternext, « *L'émetteur rend publics ses comptes annuels, le rapport de gestion et, le cas échéant, les comptes consolidés et le rapport de gestion du groupe, ainsi que les rapports des contrôleurs légaux sur les comptes précités dans les 4 mois suivant la clôture de son exercice* ».

41. Les interrogations. Rien n'est dit quant aux normes de gestion applicables. Cependant, l'article 3.1 des règles de marché régissant l'admission est également applicable en matière d'information périodique. Il faut donc se référer aux normes en vigueur lors de l'admission.

La formulation de l'article 4.2 se rapproche largement de celle utilisée par l'article L 451-1-2 du Code monétaire et financier concernant les sociétés cotées sur un marché réglementé. Ces émetteurs doivent aussi publier un rapport financier annuel dans les 4 mois qui suivent la clôture de leur exercice. Selon l'article précité, ce rapport financier annuel « *comprend les comptes annuels, les comptes consolidés le cas échéant, un rapport de gestion, une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents et le rapport des commissaires aux comptes ou des contrôleurs légaux ou statutaires sur les comptes précités* ». Une interrogation portait sur le contenu du rapport de gestion. Fallait-il se référer au rapport de gestion du Code de commerce (article L 225-100, L 225-100-2, L 225-100-3 et L 225-211 alinéa 2) ? Ce rapport de gestion du Code monétaire et financier est-il au contraire distinct de celui du Code de commerce ? Le nouvel article 222-3-3° du Règlement général de l'AMF, issu de l'arrêté du 4 janvier 2007³⁹ apporte une réponse. Selon cet article, le rapport de gestion établi par une société cotée sur un marché réglementé comporte « *au minimum les informations mentionnées*

³⁹ Arrêté du 4 janvier 2007 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *JORF*, 20 janvier 2007, p. 1204

aux articles L. 225-100, L. 225-100-3 et au deuxième alinéa de l'article L. 225-211 du code de commerce et, si l'émetteur est tenu d'établir des comptes consolidés, à l'article L. 225-100-2 dudit code ». Le rapport de gestion du Code monétaire et financier comprend donc au minimum le rapport de gestion du Code de commerce.

Que dire du rapport de gestion sur un marché autre que réglementé ? Peut-on raisonner par analogie et considérer que le rapport de gestion d'une société sur un marché non réglementé est le même que celui d'une société sur un marché réglementé ? Faute de précision, il est difficile de trancher cette question. Cependant, on préférera opter pour la voie consistant à suivre ce qui se fait sur un marché réglementé. Plusieurs arguments militent en faveur d'un tel choix. Tout d'abord, le parallélisme existant entre les formulations est un indice fort de parallélisme en terme de contenu. Ensuite, faute de précision, on peut penser que les règles de marché n'ont pas entendu déroger à ce qui se fait sur un marché réglementé.

Sur l'AIM, les sociétés doivent seulement publier des comptes annuels audités transmis aux actionnaires au plus tard 6 mois après la clôture de l'exercice considéré⁴⁰.

2- Le rapport financier semestriel

42. Les prévisions des règles de marché. L'article 4.2 des règles de marché oblige l'émetteur à rendre public « *dans les quatre mois après la fin du deuxième trimestre un rapport semestriel couvrant les six premiers mois de cet exercice* ». Rien n'est précisé quant au contenu de ce rapport.

43. Les interrogations. On pourrait encore une fois être tenté de se référer aux règles en vigueur pour une société cotée sur un marché réglementé. Sur un tel marché, les articles 222-4, 222-5 et 222-6 du Règlement général de l'AMF exigent que le rapport financier semestriel contiennent des comptes semestriels présentés suivant la norme IAS 34 (un bilan, un compte de résultat, un état de variation des capitaux propres, un tableau des flux de trésorerie et des notes contenant un

⁴⁰ Rule 19 : « *An AIM company must publish annual audited accounts which must be sent to its shareholders without delay and in any event not later than six months after the end of the financial year to which they relate* »

résumé des principales méthodes comptables et autres notes explicatives) ou suivant l'article 222-5 du règlement (un bilan, un compte de résultat, un état de variation des capitaux propres, un tableau des flux de trésorerie et une annexe) ; un rapport semestriel d'activité ; une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité du rapport financier semestriel, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, attestant qu'à leur connaissance les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'émetteur, ou de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et que le rapport semestriel d'activité présente un tableau fidèle des informations mentionnées à l'article 222-6 ; un rapport des contrôleurs légaux sur l'examen limité des comptes précités. Lorsque les dispositions légales qui sont applicables à l'émetteur n'exigent pas que les comptes semestriels fassent l'objet d'un rapport des contrôleurs légaux ou statutaires, l'émetteur le mentionne dans son rapport.

Pour les mêmes raisons que celles exposées précédemment, on suivra ce schéma.

B- La transparence par l'information permanente

44. L'obligation d'information permanente est liée au statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne. Dès lors, que la société soit admise sur l'Eurolist, sur Alternext ou sur le Marché Libre, les obligations vont être les mêmes (1). Les règles de marché d'Alternext prévoient toutefois quelques obligations spécifiques aux sociétés cotées sur Alternext (2).

1- Les obligations d'information permanente liées au statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne

45. Information privilégiée. Dès que possible, toute société émettrice doit porter à la connaissance du public toute information privilégiée qui le concerne directement (article 223-2-I du Règlement général de l'AMF). Selon l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF, « *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 sur le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.

Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un évènement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet évènement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés.

Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou sur le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

La divulgation d'une telle information par la société émettrice peut être différée par la société émettrice sous sa propre responsabilité afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que la société émettrice soit en mesure d'assurer la confidentialité de l'information en contrôlant l'accès à cette dernière. Il s'agit, en particulier : de mettre en place des dispositions efficaces pour empêcher l'accès à cette information aux personnes autres que celles qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'émetteur ; de prendre les mesures nécessaires pour veiller à ce que toute personne ayant accès à cette information connaisse les obligations légales et réglementaires liées à cet accès et soit avertie des sanctions prévues en cas d'utilisation ou de diffusion indue de cette information ; de mettre en place les dispositions nécessaires permettant une publication immédiate de cette information dans le cas où il n'aurait pas été en mesure d'assurer sa confidentialité (article 223-2-II).

Quels peuvent être ces intérêts légitimes ? L'article 223-2-III vise, de manière non exhaustive, deux situations. Il peut s'agir tout d'abord de protéger des informations qui, si elles étaient rendues publiques, seraient susceptibles d'affecter l'issue ou le cours normal de négociations en cours. Il peut aussi s'agir de décisions ou contrats passés par l'organe de direction de la société émettrice, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de cette société pour devenir effectifs, si leur publication avant approbation, combinée avec l'annonce que cette approbation doit encore être donnée, est de nature à fausser leur correcte appréciation par le public.

L'information, privilégiée, donnée au public doit être exacte, précise et sincère (article 223-1 du Règlement général de l'AMF). La société émettrice doit s'abstenir de combiner, d'une manière susceptible d'induire le public en erreur, la fourniture d'informations et les éléments publicitaires ou commerciaux relatifs à ses activités. Tout changement significatif concernant les informations rendues publiques doit être divulgué rapidement selon les mêmes modalités que celles utilisées lors de la diffusion initiale.

Toute information doit être portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué dont l'auteur s'assure de la diffusion effective et intégrale et que l'AMF doit recevoir au plus tard au moment de sa diffusion. La société émettrice disposant d'un site Internet doit y faire figurer, pendant une période appropriée, toute information privilégiée qu'il est tenu de rendre publique. L'AMF peut demander la publication, sous forme de communiqué, des informations qu'elle juge utiles à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement de marché et, à défaut, procéder elle-même à la publication de ces informations.

46. Contrôle interne et gouvernement d'entreprise. En application de l'article L 621-18-3, la société doit rendre publiques les informations relatives aux conditions de préparation des travaux du conseil ainsi qu'aux procédures de contrôle interne mises en place par la société. Ces informations sont rendues publiques au plus tard le jour de dépôt au greffe du rapport annuel (article L 225-37 et L 225-68), et mises en ligne sur le site de la personne morale concernée (article 222-9 du Règlement général de l'AMF).

47. Honoraires des contrôleurs légaux des comptes. Les sociétés émettrices doivent publier, dans un communiqué, le montant des honoraires versés à chacun des contrôleurs légaux des comptes chargés de contrôler ses comptes, dans les quatre mois qui suivent la clôture de son exercice.

48. Opérations des dirigeants. L'article L 621-18-2 du Code monétaire et financier oblige la communication à l'AMF de certaines opérations réalisées par les dirigeants et personnes assimilés, ainsi que les personnes liées à ces derniers. Ce sont ces personnes qui supportent

l'obligation d'information. Les articles 223-22 et suivants du Règlement général de l'AMF organisent cette information. Cela a-t-il une conséquence pour la société émettrice ? Oui, car en application de l'article 223-24 du Règlement général de l'AMF, la société émettrice doit établir, tenir à jour et communiquer simultanément aux personnes concernées et à l'AMF la liste des dirigeants et personnes assimilées.

2- Les obligations d'information permanente propres à Alternext

49. Les informations susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours des titres. On a vu que, dans le cadre de l'appel public à l'épargne, les émetteurs devaient rendre publiques les informations susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours des titres. Les règles de marché d'Alternext ont généralisé cette obligation. En effet, que la société ait ou non procédé à un appel public à l'épargne, dès lors qu'elle est inscrite sur Alternext, l'émetteur doit rendre public ce genre d'information. La formulation utilisée par l'article 4.3 des règles de marché rappelle celle en vigueur en cas d'appel public à l'épargne. En effet, l'émetteur doit rendre public *« toute information précise le concernant qui est susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de ses titres, étant précisé que l'Emetteur peut sous sa propre responsabilité différer la publication de ladite information afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire les intervenants en erreur et que l'Emetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information »*.

La diffusion de telles informations est également prévue sur l'AIM⁴¹.

50. Les franchissements de seuil. L'article 4.3 des règles de marché prévoit que l'émetteur doit rendre public le franchissement à la hausse ou à la baisse par toute personne agissant seule ou de concert de seuils de participation représentant 50% ou 95% du capital ou des droits de vote, dans un délai de cinq jours de bourse suivant celui où il en a connaissance. Ces deux seuils ont une très grande importance car ils correspondent respectivement au seuil de déclenchement obligatoire de la garantie de cours et facultatif de l'offre de rachat préalable à une radiation des titres.

⁴¹ Rule 11, General disclosure of price sensitive information

A coté de cette obligation à la charge de la société émettrice demeure les déclarations de franchissements de seuils à la charge des détenteurs de titres⁴². Cette obligation est prévue par l'article L 233-7 du Code de commerce, récemment modifié par la loi Breton du 26 juillet 2005⁴³. Selon cet article, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des 90% ou des 95% du capital ou des droits de vote doit, dans un délai de cinq jours de bourse, à compter du franchissement du seuil de participation, informer la société émettrice du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. En cas de franchissement à la baisse des seuils, la même information doit être donnée. A la différence de l'Eurolist, la personne qui franchit ces seuils sur Alternext n'a pas l'obligation d'en informer également l'AMF. Cependant, l'article L 233-7-II prévoit la possibilité d'imposer une telle obligation à un actionnaire d'une société cotée sur un marché d'instruments financiers autre qu'un marché réglementé, à la demande de la personne qui gère ce marché. Mais, à ce jour, Euronext n'a pas fait de telle demande.

Cette obligation légale à la charge des investisseurs n'est pas sans importance pour les sociétés émettrices, ces dernières devant fournir l'identité des actionnaires en cause dans le rapport présenté aux actionnaires (article L 233-13 du Code de commerce). Il s'agit d'une information supplémentaire à la charge des sociétés.

51. Opérations de ses dirigeants. L'article 4.3 des règles de marché obligent les émetteurs à rendre publiques les opérations de ses dirigeants dans un délai de cinq jours de bourse suivant celui où il en a connaissance, dès lors que ces opérations excèdent un montant cumulé de 5 000 euros, calculé par dirigeant sur l'année civile. L'émetteur doit donc avoir pris les dispositions d'organisation interne pour avoir connaissance systématiquement des opérations des dirigeants. Les dirigeants visés sont les gérants, le président, les directeurs généraux, les directeurs généraux délégués, les membres du directoire, les personnes physiques ou morales exerçant les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents

⁴² M. Loy, « La réforme du régime juridique des déclarations de franchissement de seuils », *JCP-La Semaine Juridique-Editions Entreprise et Affaires*, n° 36, 8 septembre 2005, p. 1432

⁴³ Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, *JORF*, 27 juillet 2005, p. 12160

des personnes morales exerçant ces fonctions et toute personne exerçant des fonctions équivalentes dans des sociétés étrangères.

52. Communication aux actionnaires. L'article 4.4 des règles de marché d'Alternext précise que la convocation aux assemblées générales doit être mise en ligne sans délai par l'émetteur, de même que tout document transmis aux actionnaires.

53. Opérations sur titres. L'article 4.5 des règles de marché d'Alternext oblige les émetteurs à fournir des informations concernant les opérations sur ses titres. Trois jours de bourse avant leur prise d'effet, diverses opérations doivent donner lieu à information d'Euronext Paris. Il s'agit du détachement de droit de souscription, d'attribution ou de répartition, du détachement de dividendes ou de coupons, de l'ouverture d'une période d'option de paiement du dividende en titres ou en espèces, d'une procédure d'échange de titres avec rompus ou avec changement de code valeur, du remboursement contractuel de titres de créance, du regroupement de titres, et de division de titres. De plus, l'émission d'instruments financiers assimilables à une catégorie déjà admise donne lieu à une demande d'admission qui diffère suivant la procédure d'admission. En cas d'offre au public, cette information doit intervenir sans délai. Dans les autres cas, cette information doit parvenir à Alternext dans un délai maximum de 90 jours civils.

La transparence est assurée par des obligations à la charge des émetteurs et des investisseurs. Ces obligations imposées aux sociétés sont un moyen trouvé pour promouvoir la transparence sur Alternext. Elles vont également permettre d'assurer une certaine liquidité. L'attente des investisseurs trouvera ainsi un écho.

SECTION 2- UN MARCHE EN RECHERCHE DE LIQUIDITE

54. La liquidité d'un marché, représentée par le volume de capitaux échangés, est primordiale. Elle s'avère le garant de son bon fonctionnement, de la confiance que les agents économiques lui témoignent, et surtout, légitime sa raison d'être : une fidèle représentativité des prix, afin d'assurer les échanges et les transactions dans les meilleures conditions. D'un point de vue financier, ce souci s'est traduit par l'apparition sur Alternext, le 9 janvier 2006, de la cotation en

continu. Ce mode de cotation favorise largement la liquidité. D'un point de vue juridique, la recherche de liquidité peut se traduire par la mise en place d'une réglementation sur les offres publiques. Les marchés réglementés présentent une telle réglementation, en témoigne la réforme récente des offres publiques⁴⁴. Qu'en est-il des marchés non réglementés ? La réglementation concernant les franchissements de seuils sur Alternext nous a révélé l'existence d'un mécanisme de garantie de cours et de rachat. Cependant, si le mécanisme de garantie de cours paraît efficace (A), la réglementation des offres publiques apparaît faible (B).

A- L'efficacité du mécanisme de garantie de cours

55. Ce mécanisme, qui existait déjà sur le marché réglementé par l'intermédiaire de l'article L 433-3-II du Code monétaire et financier⁴⁵, a été étendu à l'ensemble des marchés d'instruments financiers par la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 (1). Le mécanisme permettra un développement de la liquidité sur les marchés visés (2).

1- La mise en place d'une garantie de cours sur un marché autre que réglementé

56. **Définition.** La garantie de cours est un mécanisme qui oblige l'acquéreur du contrôle d'une société à se porter acheteur de l'ensemble des titres présentés à la vente pour le prix auquel la cession des titres a été réalisée. Cette procédure a pour objectif d'instaurer une égalité entre les actionnaires. En effet, l'acquisition du contrôle donne souvent lieu à une prime. Sans garantie de cours, seuls les majoritaires en bénéficieraient. Grâce à la garantie de cours, les minoritaires vont être placés dans la même situation que les majoritaires quant au prix. Les titres des actionnaires minoritaires voient ainsi leur liquidité accrue.

57. **La loi pour la confiance et la modernisation de l'économie.** L'article 34 de cette loi a introduit un paragraphe III à l'article L 433-3 du Code monétaire et financier précisant que

⁴⁴ Directive 2004/25 du Parlement européen et du Conseil, 21 avril 2004, *JOUE*, L 142, 30 avril 2004, p. 12

⁴⁵ Article L 433-3-II du Code monétaire et financier : « *Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles le projet d'acquisition d'un bloc de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de la Communauté européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen oblige le ou les acquéreurs à acheter les titres qui leur sont alors présentés au cours ou au prix auquel la cession du bloc est réalisée* »

« L'Autorité des marchés financiers peut prévoir que les règles mentionnées au II sont également applicables, dans des conditions et selon des modalités fixées par son règlement général, aux instruments financiers négociés sur tout marché d'instruments financiers ne constituant pas un marché réglementé, lorsque la personne qui gère ce marché en fait la demande ». La procédure de garantie de cours paraît pouvoir concerner, a priori, l'ensemble des marchés d'instruments financiers, à savoir Alternext et le Marché Libre.

Il faut noter que précédemment à cette loi, les règles de marché d'Alternext prévoyaient déjà la mise en place du mécanisme de garantie de cours au titre des conditions d'admission. Ce dispositif avait alors, comme l'ensemble des règles de marché, valeur contractuelle⁴⁶. L'intervention de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie donne au mécanisme une dimension légale.

58. La réforme du Règlement général de l'AMF. Cette loi a mené à une réforme du Règlement général de l'AMF, en particulier de son Titre III relatif aux Offres Publiques d'Acquisition. La dernière modification date de l'arrêté du 18 septembre 2006⁴⁷. L'article 235-4 du Règlement énonce que « *Les garanties de cours portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé sont soumises aux dispositions du chapitre Ier à l'exception de sa section 2. Elles sont également soumises aux articles 235-1 et 235-2* ». Ce texte renvoie expressément aux articles 235-1 et 235-2 relatifs aux garanties de cours sur un marché réglementé.

Cet article ne vise cependant que le cas du système multilatéral de négociations organisé. Seul Alternext apparaît donc concerné par le mécanisme de garantie de cours. Le Marché Libre en est exclu.

La référence aux articles organisant la garantie de cours sur un marché réglementé montre que le système en vigueur sur Alternext va être calqué sur celui en vigueur sur un marché réglementé.

⁴⁶ Article 1.1 des règles de marché : « *les présentes règles ont valeur contractuelle* »

⁴⁷ Arrêté du 18 septembre 2006 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *JORF*, n°225, 28 septembre 2006, p. 14210

59. Les règles de marché d'Alternext. L'article 3.1 énonce clairement l'application du mécanisme de garantie de cours. Cet article a été modifié, le 17 juillet 2006, pour tenir compte de la modification législative. Désormais, il rappelle que « *les cessions de blocs de titres conduisant à la détention dans une société qui a son siège social en France de la majorité des droits de vote ou du capital par une personne, agissant seule ou de concert, donnent lieu à la mise en œuvre d'une garantie de cours dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Les Emetteurs dont le siège social n'est pas établi en France doivent indiquer dans leur document d'admission si le droit qui leur est applicable prévoit ou non une semblable garantie* ».

2- Le mécanisme en vigueur et les gains de liquidité

60. Déclenchement de la garantie de cours. Le principe de la garantie de cours est précisé par l'article 235-1 du Règlement général de l'AMF. Selon cet article, « *Est tenue de déposer un projet de garantie de cours une personne physique ou morale, 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 des droits de vote qu'elle détient déjà, la majorité du capital ou des droits de vote d'une société* ».

La garantie de cours est donc déclenchée du fait de la détention de 50% des titres ou du capital, suite à l'acquisition d'un bloc de titres. Cette notion de bloc de titres paraît très importante. En effet, cela signifie que le mécanisme de garantie de cours n'est pas applicable lorsque le seuil est atteint par ramassage en bourse et non par acquisition d'un bloc de titres. Pour apprécier ce seuil, il convient d'ajouter au nombre des actions achetées la fraction du capital correspondant aux actions d'autocontrôle de la société cible⁴⁸.

Selon un auteur⁴⁹, « *toute cession de contrôle d'une société dont les actions sont négociées sur Alternext est susceptible de déclencher la procédure de garantie de cours* ». Peut-on souscrire à cette analyse ? Il faut définir la notion de contrôle. Selon l'article L 233-3-I du Code de

⁴⁸ Cass. Com. 4 juillet 1995, *RJDA*, n°1245, 11/95

⁴⁹ Ph. P., op. cit

commerce, une société est considérée comme en contrôlant une autre lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société ; ou lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société; ou lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société ; ou lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société. D'après le II de ce même article, le contrôle est présumé lorsque la société dispose, directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40% et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient, directement ou indirectement, une fraction supérieure à la sienne. Le III prévoit le cas d'un contrôle conjoint par le biais d'une action de concert : deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale.

La détention de la majorité des droits de vote ou du capital est bien un cas de contrôle, qu'on peut définir comme le contrôle de droit. Cependant, la notion de contrôle est bien plus large et inclut un contrôle de fait et une présomption de contrôle. Si on se réfère au mécanisme de garantie de cours, seul le contrôle de droit entraînera son déclenchement. L'acquisition d'un bloc de titres donnant un contrôle de fait à l'acquéreur ne saurait justifier le déclenchement d'une garantie de cours. Dès lors, on ne peut affirmer que « *toute cession de contrôle d'une société est susceptible de déclencher la procédure de garantie de cours* ». On peut avoir un jugement plus tranché et affirmer que seule la cession d'un bloc de titres conférant un contrôle de droit entraîne le déclenchement de la procédure de garantie de cours.

L'article 235-1 du Règlement général de l'AMF prévoit aussi le déclenchement de la garantie de cours en cas de prise de contrôle résultant d'une acquisition accompagnée d'une action de concert. Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société (article L 233-10-I du Code de commerce). Ainsi, une société qui, concomitamment à l'acquisition d'un bloc de titres lui conférant 35% des droits

de vote ou du capital, a passé avec le cédant (conservant une participation de 15%) une convention portant sur l'organisation de la société doit mettre en œuvre la procédure de garantie de cours. Cette obligation pèse sur l'ensemble des concertistes, même sur ceux qui ne se sont pas portés acquéreurs d'un bloc de titres⁵⁰.

61. Procédure. L'article 235-1 alinéa 2 du Règlement général de l'AMF précise que l'acquéreur du bloc de titres doit déposer auprès de l'AMF un projet de garantie de cours précisant l'identité du ou des cédants et cessionnaires du bloc, la quantité de titres cédés, la date, le mode de réalisation et le prix de la cession, ainsi que toute information complémentaire nécessaire à l'appréciation de l'opération. L'offre d'acquisition des titres doit être maintenue pendant une durée de dix jours de bourse minimum (article 235-2 alinéa 1^{er}).

62. Prix. L'acquéreur du bloc s'engage à se porter acquéreur sur le marché, pendant une durée de dix jours de négociation minimum, 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 (article 235-2 alinéa 1^{er}). Par exception, l'AMF peut autoriser un prix d'offre inférieur dans l'hypothèse où la cession serait assortie d'une clause de garantie visant un risque identifié ou d'un règlement différé, pour la totalité ou pour partie. Dans le cas d'un différé de règlement, le taux d'actualisation retenu ne peut être supérieur au taux du marché constaté lors de la cession. (article 235-2 alinéa 2). De la clôture de l'offre à la publication de son résultat, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acheter des titres de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre (article 235-2 alinéa 3).

63. Les gains de liquidité. L'obligation d'acquisition des titres des minoritaires qui pèse sur le cessionnaire du bloc de contrôle est de nature à augmenter la liquidité des titres des sociétés cotées sur Alternext. Les mouvements de capitaux sont, de par ce mécanisme, multipliés.

⁵⁰ Cass. Com. 4 juillet 1995, *RJDA*, n° 1245, 11/95

B- La faiblesse de la réglementation sur les offres publiques

64. Plus qu'une faiblesse, on pourrait parler d'absence puisque l'article 231-1 du Règlement général de l'AMF réserve l'application du régime des offres publiques aux marchés réglementés. Cependant, on peut observer des inspirations, comme en témoigne le mécanisme de rachat sur Alternext (1). Une exception à l'inapplicabilité existe et, chose remarquable, on la trouve sur le Marché Libre (2).

1- Une offre de rachat limitée sur Alternext

65. L'existence d'une offre de rachat. L'article 5 des règles de marché d'Alternext prévoit un mécanisme de rachat. Ainsi, les titres d'une société admis sur Alternext peuvent être radiés à la suite de la mise en œuvre par une personne ou, conjointement un groupe de personnes détenant 95% des droits de vote de la société dont les titres sont admis sur Alternext, d'une offre de rachat à l'intention des actionnaires minoritaires. Cette offre de rachat est d'une durée minimale de dix jours de bourse. La détermination du prix de l'offre est soumise à une attestation d'équité établie par un expert indépendant. Cette procédure n'est pas soumise au contrôle de l'AMF mais est un mécanisme purement conventionnel, sous l'égide d'Euronext.

On peut voir dans ce mécanisme une forme d'offre publique de retrait ou de retrait obligatoire, comme il en existe sur un marché réglementé, le seuil de 95% des droits de vote étant caractéristique d'un tel mécanisme. Cependant, l'assimilation ne peut être totale. En effet, dans le cadre d'une offre publique de retrait sur un marché réglementé, le détenteur minoritaire de titres peut demander à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait (article 236-1 du Règlement général de l'AMF). Or, dans le cadre des règles de marché d'Alternext, aucune disposition ne prévoit la possibilité pour les actionnaires minoritaires d'imposer le rachat de leurs titres. De même, les majoritaires ne peuvent exiger des minoritaires qu'ils cèdent leurs titres sur Alternext car aucune procédure de retrait obligatoire, pendant de l'offre publique de retrait sur un marché réglementé⁵¹, n'est prévue sur ce marché.

⁵¹ Ces deux procédures, toujours liées, tendent aujourd'hui à prendre de la distance. En effet, le retrait obligatoire est désormais possible après toute offre et non plus seulement après une offre publique de retrait (article 237-14 du Règlement général de l'AMF)

Si on ne peut affirmer que l'offre de rachat sur Alternext est une offre de retrait ou un retrait obligatoire, on peut cependant dire qu'il s'agit d'une forme d'offre de retrait.

66. Détermination du prix. Le prix de l'offre de rachat doit avoir donné lieu à une attestation d'équité par un expert indépendant. Les notions d'expert indépendant et d'attestation d'équité ont fait l'objet de profondes modifications dans le Règlement général de l'AMF opérées par l'arrêté du 18 septembre 2006. Ces modifications, consistant notamment en la création d'un nouveau Titre VI « Expertise indépendante » au sein du Livre II du Règlement général, font suite au rapport sur l'évaluation financière indépendante⁵² présenté par un groupe de travail présidé par M. Naulot le 13 avril 2005⁵³. Le recours aux notions d'expert indépendant et d'attestation d'équité dans le cadre du mécanisme de rachat sur Alternext suscite quelques interrogations.

Qui doit désigner un expert indépendant ? Les règles de marché sont muettes quant aux modalités de désignation de l'expert. Dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, c'est la société visée qui le désigne (article 261-1 du Règlement général de l'AMF). En effet, la nomination de l'expert intervient lorsque l'organe social devant émettre une recommandation et un avis sur l'offre est placé dans une situation de conflit d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de son appréciation. Il en va de même lorsque l'opération est susceptible de mettre en cause l'égalité des porteurs de titres visés par l'offre. Dans le cadre d'un retrait obligatoire, il appartient également à la société visée de nommer un expert indépendant. L'offre de rachat sur Alternext étant une forme de retrait, on peut penser que l'expert indépendant doit être nommé par la société dont les titres font l'objet du rachat.

Quel est le contenu de la mission de cet expert ? Les règles de marché n'abordent pas le point concernant le contenu de la mission de l'expert indépendant. On sait seulement qu'il doit délivrer une attestation d'équité afin que le rachat puisse avoir lieu. La notion d'attestation d'équité⁵⁴

⁵² « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », 13 avril 2005, www.amf-france.org

⁵³ Ph. P., « Rapport Naulot sur l'évaluation financière indépendante », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, Mai-Juin 2005, p. 44

⁵⁴ H. de Vauplane, « L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires », *Revue Banque*, n° 671, juillet-août 2005, p. 98 ; F. Basdevant, « Le recours à un expert indépendant en cas de conflits d'intérêts »,

renvoie à un contenu précis, ce qui fait dire à certains auteurs que c'est une « *appellation contrôlée* »⁵⁵. L'article 262-1 du Règlement général de l'AMF précise que le rapport porte sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération et son contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Allant dans le sens d'une véritable « *appellation contrôlée* », l'article dispose qu' « *aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité* ». Les règles de marché utilisant expressément le terme d'attestation d'équité, il convient de se référer à cette instruction de l'AMF⁵⁶ pour déterminer le contenu de la mission de l'expert indépendant. Cette instruction présente à la fois le contenu du rapport d'expertise (article 2- Le rapport d'expertise) et la mission de l'expert (article 3- Les diligences de l'expert)⁵⁷.

67. Faiblesse du mécanisme. Un système de rachat de titres est a priori générateur de liquidité sur un marché. Cependant, le mécanisme prévu sur Alternext reste marqué par deux faiblesses de nature à remettre en cause d'éventuels gains de liquidité.

Tout d'abord, cette procédure est facultative et les minoritaires ne peuvent donc pas imposer aux majoritaires de racheter leurs titres. Euronext n'est pas allé jusqu'à introduire un mécanisme de retrait obligatoire.

Ensuite, la procédure de rachat demeure limitée à une hypothèse bien précise, la radiation des titres d'Alternext. Les cas de rachat, et donc les instants où la liquidité peut augmenter, apparaissent donc limités.

Revue de Droit Bancaire et Financier, Mai-Juin 2006, p. 101 ; J.-F. Rérolle, « L'attestation d'équité : futile ou utile ? », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, Juillet-Août 2006, p. 69 ; D. B., « Expertise indépendante », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, Novembre-Décembre 2006, p. 42

⁵⁵ E. Cafritz, O. Genicot, J.-F. Rérolle, « L'attestation d'équité- Vers une appellation contrôlée », *Banque & Droit*, n° 102, juillet-août 2005, p. 32

⁵⁶ Instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante prise en application du titre VI du règlement général de l'AMF, www.amf-france.org/documents/general/7334_1.pdf, 28 septembre 2006

⁵⁷ L'instruction est reproduite en annexe 5 de ce Mémoire

2- L'offre publique de retrait et le rachat forcé sur le Marché Libre

68. Une exception à l'inapplicabilité du régime des offres publiques. En principe, le régime des offres publiques est inapplicable sur ce marché. Il existe toutefois une exception qui concerne les sociétés dont les actions, après avoir été radiées d'un marché réglementé, sont aujourd'hui inscrites sur le Marché Libre. En effet, dans cette hypothèse, le Règlement général de l'AMF prévoit, dans son article 231-1, la possibilité de mettre en œuvre la procédure d'offre publique de retrait et de retrait obligatoire. En pratique, cette exception vise deux types de sociétés : celles dont les titres ont été radiés d'un marché réglementé et qui, avant d'être inscrites sur le Marché Libre, figuraient au relevé quotidien du hors-cote, avant sa suppression en 1998 ; et les sociétés dont les actions, après avoir été radiées d'un marché réglementé, ont été inscrites automatiquement sur le Compartiment des Valeurs Radiées des Marchés Réglementés, puis transférées sur le Marché Libre.

Cette exception, remarquable sur un marché autre que réglementé, apparaît toutefois extrêmement limitée et les gains en liquidité ne peuvent être que minimes.

Les marchés autres que réglementés ne paraissent donc pas présenter une réglementation optimisant la liquidité. Seul Alternext paraît en mesure d'afficher des gains de liquidité grâce au mécanisme de garantie de cours. Gageons que ce système permettra de créer, en compagnie du système de cotation en continu, la liquidité qui manque tellement à son voisin, le Marché Libre.

CONCLUSION

69. À la recherche d'une cohérence réglementaire applicable aux sociétés sur un marché autre que réglementé, ce Mémoire a permis de dégager deux enseignements.

Le Marché Libre, mer calme parsemée de quelques îlots de résistance réglementaire, fait l'objet de vives critiques de la part des investisseurs du fait de ses lacunes en matière d'information et de liquidité. Le risque est d'observer à terme une marginalisation de ce marché, ou, à tout le moins, un recentrage sur les petites sociétés qui n'ont pas encore les capacités de satisfaire à toutes les attentes des investisseurs.

Alternext, archipel réglementaire en construction, tente quant à lui de devenir une terre d'accueil pour les PME souhaitant vivre une aventure boursière dynamique en offrant toute satisfaction aux émetteurs et investisseurs. Ce marché, marqué par une communauté d'intérêts entre ces acteurs, entend bien, à terme, devenir une destination financière prisée.

En espérant que les sceptiques, à l'image de John Thain, accepteront de prendre en considération les atouts de cette communauté d'intérêts que constitue Alternext.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GENERAUX

T. BONNEAU, F. DRUMOND

Droit des marchés financiers, 2^{ème} édition, Economica 2005

M. GOLDBERG-DARMON

L'introduction en Bourse- Les nouvelles règles d'admission Eurolist, Alternext, Marché Libre, Les essentiels de la banque, Revue Banque Edition 2006

MEMENTO PRATIQUE FRANCIS LEFEBVRE

Droit des affaires- Sociétés commerciales, Editions Francis Lefebvre 2007

P. MERLE

Droit Commercial- Sociétés commerciales, 9^{ème} édition, Dalloz 2003

G. RIPERT, R. ROBLOT, sous la direction de Michel GERMAIN

Traité de Droit Commercial, TOME 1- Volume 2, Les sociétés commerciales, 18^{ème} édition, L.G.D.J 2002

H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET

Droit des marchés financiers, 3^{ème} édition, Litec 2001

THESES

M. GOLDBERG-DARMON

Les aspects juridiques de l'introduction en Bourse, Thèse Paris II, 2000

DOCTRINE

D. B.

« Expertise indépendante », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, Novembre-Décembre 2006, p. 42

F. BASDEVANT

« Le recours à un expert indépendant en cas de conflits d'intérêts », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, Mai-Juin 2006, p. 101

E. CAFRITZ, O. GENICOT, J.-F. REROLLE

« L'attestation d'équité- Vers une appellation contrôlée », *Banque & Droit*, n° 102, juillet-août 2005, p. 32

-J.-J. DAIGRE

« Alternext », *RTDF*, n°3, 2006, p. 151

M.-A. FRISON-ROCHE

« Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », *RJDA*, 1997/8-9, p. 679

D. GEWINNER, C. UZAN

« La transposition de la directive prospectus en droit français », *Bulletin Joly Bourse*, n°4, 1^{er} juillet 2005, p. 375

-M. GOLDBERG-DARMON

L'introduction en Bourse – Les nouvelles règles d'admission Eurolist, Alternext, Marché Libre, Revue Banque Edition, 2006, p. 78

« Le Listing sponsor, ce qu'il change pour les entreprises », *Option finance*, n°842, 11 juillet 2005, p. 29

« La qualification d'investisseur qualifié », *Option Finance*, n°892, 17 juillet 2006, p. 30

« Mise au point sur les différentes procédures d'admission sur Alternext », *Option finance*, n°902, 16 octobre 2006, p. 35

« Nouvelles perspectives pour les placements privés », *L'AGEFI Hebdo*, du 19 au 25 octobre 2006

Th. GRANIER

« Marché libre OTC », *Dictionnaire Joly Bourse et Produits Financiers, Tome 3*, 28 février 2005, p. 2

-M. LOY

« La réforme du régime juridique des déclarations de franchissement de seuils », *JCP-La Semaine Juridique-Editions Entreprise et Affaires*, n° 36, 8 septembre 2005, p. 1432

-Ph. P.

« Garantie de cours », *Revue de droit bancaire et financier*, janvier-février 2006, p. 41

« Rapport Naulot sur l'évaluation financière indépendante », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, mai-juin 2005, p. 44

-J.-F. REROLLE

« L'attestation d'équité : futile ou utile ? », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, juillet-août 2006, p. 69

-H. DE VAUPLANE

« L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires », *Revue Banque*, n° 671, juillet-août 2005, p. 98

JURISPRUDENCE

Cass. Crim., 6 octobre 1980, *Bull. crim.* N° 248

Cass. Com. 4 juillet 1995, *RJDA*, n°1245, 11/95

Cass. Com. 4 juillet 1995, *RJDA*, n° 1245, 11/95

SITES INTERNET

www.euronext.com

www.londonstockexchange.com

www.tns-sofres.com/etudes/comfi/130301_invest.pdf

www.amf-france.org

SOMMAIRE DETAILLE

(Les chiffres renvoient aux pages)

INTRODUCTION	4
CHAPITRE 1- L'INTERET DE L'EMETTEUR :	
L'ACCES AU MARCHÉ	11
SECTION 1- UN ACCES SIMPLIFIE AU MARCHÉ	11
A- Des conditions d'admission simplifiées qui demeurent classiques	11
1- <u>Les conditions tenant aux titres des sociétés</u>	11
2- <u>Les conditions tenant aux états financiers</u>	13
B- Des procédures d'admission simplifiées et innovantes	15
1- <u>La voie classique de l'appel public à l'épargne donnant lieu à la rédaction d'un prospectus visé par l'AMF</u>	15
2- <u>Les voies originales ne donnant pas lieu à la rédaction d'un prospectus visé par l'AMF</u>	18
SECTION 2- UN ACCES FACILITE AU MARCHÉ	24
A- Le Listing sponsor, un interlocuteur agréé par Euronext	24
1- <u>Les conditions objectives posées à la fonction de Listing sponsor</u>	25
2- <u>L'immixtion d'une dose de subjectivité</u>	26
B- Le Listing sponsor, un interlocuteur privilégié des sociétés	26
1- <u>L'accompagnement de la société par le Listing sponsor</u>	27
2- <u>Les règles de conduite imposées au Listing sponsor</u>	29
CHAPITRE 2- L'INTERET DE L'INVESTISSEUR :	
L'EFFICACITE DU MARCHÉ	32

SECTION 1- UN MARCHÉ TRANSPARENT	32
A- La transparence par l’information périodique	33
1- <u>Le rapport financier annuel</u>	33
2- <u>Le rapport financier semestriel</u>	34
B- La transparence par l’information permanente	35
1- <u>Les obligations d’information permanente liées au statut d’émetteur faisant appel public à l’épargne</u>	35
2- <u>Les obligations d’information permanente propres à Alternext</u>	38
SECTION 2- UN MARCHÉ EN RECHERCHE DE LIQUIDITÉ	40
A- L’efficacité du mécanisme de garantie de cours	40
1- <u>La mise en place d’une garantie de cours sur un marché autre que réglementé</u>	41
2- <u>Le mécanisme en vigueur et les gains de liquidité</u>	43
B- La faiblesse de la réglementation sur les offres publiques	46
1- <u>Une offre de rachat limitée sur Alternext</u>	46
2- <u>L’offre publique de retrait et le rachat forcé sur le Marché Libre</u>	49
CONCLUSION	50
BIBLIOGRAPHIE	51

ANNEXES

ANNEXE 1- NOTE D'ORGANISATION DU MARCHE LIBRE

(Source : Euronext Paris SA)

1 – DEFINITION ET ROLE DU MARCHE LIBRE

Le Marché Libre est un marché organisé par Euronext Paris SA.

Dans ce cadre, Euronext Paris SA fournit aux membres négociateurs des marchés réglementés de titres gérés par ses soins un moyen de diffusion et de confrontation des ordres de vente et d'achat sur tous instruments financiers inscrits sur ledit marché.

Il ne constitue pas un marché réglementé au sens de l'article L 441-1 du Code Monétaire et Financier. En conséquence, les émetteurs des instruments financiers dont la négociation est possible sur le Marché Libre ne sont pas tenus des obligations découlant de l'admission aux négociations sur un marché réglementé. Ceci implique notamment que :

- les obligations comptables sont celles que leur impose leur forme sociale ;
- il ne leur est pas imposé de pourcentage minimal de diffusion des titres dans le public ;
- Euronext Paris SA n'est pas destinataire d'une information particulière concernant les événements susceptibles d'affecter le patrimoine ou la situation juridique de l'entreprise et ne peut en conséquence les porter en toutes circonstances à la connaissance des utilisateurs.

Les émetteurs ayant par ailleurs fait appel public à l'épargne sont toutefois notamment soumis aux dispositions correspondantes du règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatif à l'information permanente (Livre II, Titre II, chapitre II).

2 - CARACTERISTIQUES

Les transactions se font au comptant. L'acheteur est redevable des capitaux, le vendeur des titres, dès l'exécution de l'ordre.

La négociation ainsi que la diffusion des données de marché se font en utilisant les systèmes Euronext Paris SA. La compensation et le règlement-livraison se font, le cas échéant, au travers des systèmes de LCH.Clearnet SA.

Euronext Paris SA se réserve la faculté de prendre toute décision utile au bon fonctionnement du marché, notamment toute modification des horaires, toute interruption temporaire ou définitive de la négociation des valeurs qu'elle jugerait opportune.

3 - PREMIERE NEGOCIATION D'UNE VALEUR

La première négociation d'une valeur sur le Marché Libre s'effectue à l'initiative et sous la responsabilité d'un membre des marchés réglementés de titres gérés par Euronext Paris SA, (ci-après désigné Membre) sauf opposition d'Euronext Paris SA et sous réserve du règlement des commissions prévues à l'article 9 de la présente note. Cette première négociation est annoncée par une note.

S'il s'agit d'une première cession, celle-ci peut émaner soit d'un détenteur de titres, soit de la société elle-même, les titres cédés pouvant notamment être créés par voie d'augmentation de capital.

Le dossier transmis préalablement à Euronext Paris SA par le Membre doit comporter les pièces suivantes (établies en français, l'anglais étant toléré pour les sociétés étrangères) :

- les comptes de la société pour les deux derniers exercices (si l'ancienneté le permet),
- les statuts de la société,
- une lettre d'intention du Membre dépositaire du dossier mentionnant notamment le nombre de titres proposés et le prix d'offre minimum, accompagnée d'une note succincte justifiant le prix proposé ainsi qu'un courrier attestant l'absence de clause restreignant la libre négociabilité des actions,
- le cas échéant, copie des courriers par lesquels le ou les actionnaires cédants doivent avoir informé la société émettrice et recueilli son absence expresse d'opposition à l'offre de cession et à son prix,
- les modalités de règlement-livraison prévues (nominatif pur, nominatif administré, ou bien au porteur le cas échéant, en précisant si les instruments seront admis aux opérations d'Euroclear France)
- s'il y a lieu, le prospectus établi en application du règlement correspondant de l'autorité compétente relatif à l'offre au public de valeurs mobilières et d'une manière générale tout document dont l'autorité compétente exigerait la publication,
- tout document dont Euronext Paris SA estimerait la production nécessaire.

Sur la base de ces éléments, une note initiale est publiée en principe 3 jours de bourse avant la date prévue pour la première cotation, donnant sur la société les informations dont dispose Euronext Paris SA, sans que ces informations puissent engager la responsabilité de cette dernière, de même que les dates et caractéristiques de l'opération ainsi que les indications techniques nécessaires à la négociation.

Le jour fixé pour la première négociation, Euronext Paris SA procède :

- soit, dans le cas général, à la cotation directe par centralisation des ordres que lui transmettent les membres du marché ;
- soit, si l'importance de l'opération le justifie, à une offre à prix ferme, à prix minimal ou à prix ouvert.

La première négociation peut être précédée d'un placement total ou partiel réalisé par un ou plusieurs établissements agréés à cet effet.

Les titres qui font l'objet de la première négociation peuvent provenir d'une cession d'actions ou d'une augmentation de capital.

4 - CONTRAT D'APPORT DE LIQUIDITE

Un contrat d'apport de liquidité peut être conclu entre un membre du marché et Euronext Paris SA si cette dernière l'estime opportun.

5 - CESSATION DE NEGOCIATION

Sans préjudice des dispositions de l'article 2, Euronext Paris SA cesse d'offrir les services mentionnés à l'article 1 dans les seuls cas suivants :

- l'intégralité des titres concernés donnent lieu soit à remboursement (pour des titres de créances) soit à forclusion (pour des droits),
- à la demande du liquidateur si celui-ci déclare sans valeur les titres d'une société faisant l'objet d'une procédure de liquidation,
- les titres sont admis sur un marché réglementé géré par l'une des entreprises de marché d'Euronext,
- à la demande d'une personne, ou conjointement d'un groupe de personnes, détenant 100% du nombre de titres de capital négociables.

Le retrait d'un titre entraîne le retrait de tous ceux dont la définition fait référence au titre retiré.

6 - ETABLISSEMENT DES COURS

6-1 Règles générales

Les règles d'établissement des prix des valeurs sont les suivantes :

- les négociations sont effectuées à l'unité,
- les négociations s'effectuent en un seul fixing par séance,
- la confrontation des ordres intervient à 15h00 pour les lignes principales (actions et obligations) et à 15h30 pour les lignes secondaires,
- à la confrontation des ordres, le cours de référence utilisé pour la gestion des écarts de cours est, sauf exception, le dernier cours enregistré ou le dernier prix offert ou demandé, pour les lignes principales.
- gestion des écarts de cours

Sauf exception annoncée aux membres du marché, Euronext Paris SA applique les règles d'écart de cours suivantes :

- sur une action, le cours enregistré ne peut franchir un seuil de + ou - 10 % par rapport au dernier cours connu ou au dernier prix indicatif,

- pour les lignes secondaires, le seuil autorisé est soit de + ou - 10 % par rapport au dernier cours connu ou au dernier prix indicatif, soit défini en fonction du dernier cours connu de l'actif sous-jacent,

- sur une obligation, le cours enregistré ne peut franchir un seuil supérieur à 2 % par rapport au cours de référence,

- dès lors que l'état des offres et des demandes risque de conduire au franchissement du seuil autorisé, la valeur est réservée jusqu'à la prochaine confrontation des ordres,

- si les conditions du marché lui paraissent le justifier, et sous réserve d'en informer préalablement les membres du marché, Euronext Paris SA est habilitée à fixer des marges de variation excédant les pourcentages ci-dessus mentionnés.

En fin de journée Euronext Paris SA apprécie, en fonction de l'état du marché, s'il y a lieu de faire état d'un prix indicatif offert ou demandé.

- Suspension de négociation

Euronext Paris SA peut être amenée à suspendre la négociation d'une valeur dans l'intérêt du marché.

6-2 Libellé des ordres

Tout ordre doit comporter l'indication du sens de l'opération (achat ou vente), la désignation ou les caractéristiques de la valeur sur laquelle porte la négociation, le nombre de titres à négocier et d'une manière générale toutes les précisions nécessaires à sa bonne exécution.

Les ordres peuvent être libellés à un cours limité, à la meilleure limite (antérieurement dit « au prix du marché »), à tout prix, à seuil ou à plage de déclenchement, tout ou rien. Les ordres peuvent par ailleurs être assortis de conditions particulières d'exécution, telles qu'autorisées par le système de négociation.

6-3 Validité des ordres dans le carnet central

Les présentes dispositions ne s'appliquent qu'à la production des ordres dans le carnet central, sans préjuger des conditions fixées entre les intermédiaires et leurs clients.

L'ordre à révocation est valable pour une période de 365 jours civils.

L'ordre à durée déterminée devient caduc au terme du délai stipulé, lequel ne peut excéder celle d'un ordre à révocation transmis le même jour. A défaut d'exécution dans le délai stipulé, il est automatiquement éliminé du système de négociation.

Faute d'indication de durée, l'ordre est réputé valeur jour.

6-4 Annulation des transactions

Euronext Paris SA peut, notamment en cas d'erreur manifeste, annuler un cours et, en conséquence, l'ensemble des transactions effectuées à ce cours le jour en cause. L'annulation est portée à la connaissance des membres du marché.

6-5 Déclarations d'opérations hors carnet d'ordres central

Toute opération effectuée hors du carnet d'ordres central peut être déclarée à Euronext Paris SA.

Les déclarations par les membres du marché de telles opérations sont autorisées via le système de déclaration et d'appariement après la cotation du fixing de la séance et jusqu'au prochain fixing de la séance suivante. Elles se font à prix libres et sont publiées le lendemain de leur survenance.

Les déclarations d'opérations hors carnet ne sont pas recevables sur les valeurs dont la cotation est réservée ou suspendue ni sur les valeurs ayant enregistré une réduction des ordres.

6-6 Opérations sur titres

Sans aucune garantie de sa part, Euronext Paris SA publie des notes sur les opérations financières et les informations portées à sa connaissance (événements statutaires...) et concernant les valeurs négociées sur le marché.

7 - REGLEMENT/LIVRAISON

Pour les valeurs du Marché Libre qui sont admises aux opérations d'Euroclear France, le règlement-livraison s'effectue de manière automatique trois jours après la négociation dans le système RELIT+. Les transactions sont compensées et garanties par LCH.Clearnet SA, dans les conditions fixées par celles-ci.

Pour les valeurs du Marché Libre qui ne sont pas admises aux opérations d'Euroclear France, les formalités d'inscription nominative et de radiation auprès de l'émetteur ou du prestataire chargé de l'administration de ses livres s'effectuent par ordre de mouvement à la diligence du membre du marché ayant négocié.

Pour les valeurs non compensées par LCH.Clearnet SA, Euronext Paris SA peut, sans garantie de sa part, conformément aux usages boursiers, mettre en place à la demande de la partie victime d'une défaillance de livraison ou de règlement une procédure de rachat ou d'indemnisation à l'encontre de la partie défaillante après le 21ème jour de bourse après la date théorique de livraison.

Exceptionnellement, Euronext Paris SA peut modifier, pour une valeur, les délais mentionnés ci-dessus. En tout état de cause, passé un délai de trois mois après la date de négociation, Euronext Paris SA n'accepte plus de demande de rachat.

8 - RESPECT ET MODIFICATION DES PRESENTES REGLES

8-1 Tout membre du marché qui intervient sur le Marché Libre devra agir dans le strict respect des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur susceptibles de s'appliquer aux transactions sur ce marché, notamment les règles sur l'appel public à l'épargne et le démarchage. La responsabilité de Euronext Paris SA ne pourra être engagée, à quelque titre que ce soit, en cas de non-respect de ces dispositions par un membre du marché.

8-2 Toute intervention sur le Marché Libre entraîne pleine et entière adhésion aux présentes règles qui ont valeur contractuelle et s'imposent aux différents intervenants.

La présente note devra être transmise par chaque membre du marché chargé de la négociation à tout investisseur qui en fera la demande.

Les règles contenues dans la présente note sont susceptibles d'être modifiées à tout moment par Euronext Paris SA en vue d'assurer le bon fonctionnement du marché.

Dans ce cas, Euronext Paris SA informera les membres du marché des modifications intervenues, et ceux-ci devront s'y conformer et les porter eux-mêmes à la connaissance de leurs clients.

Toutefois, au cas où un membre du marché ne souhaiterait pas continuer à assurer des négociations sur le Marché Libre aux nouvelles conditions qui lui auront été notifiées par Euronext Paris SA, il pourra cesser d'intervenir sur ce marché, sans indemnité de part et d'autre.

9 - COMMISSIONS

(Barème H.T.)

- a) Commission de dépôt de dossier qui est acquise quel que soit le sort de l'opération : 3800 €
- b) Commission de première négociation : 0.1 % de la capitalisation boursière
- c) Les commissions habituelles d'Euronext Paris SA sont perçues sur les transactions.

10 - ABONNEMENT AUX NOTES DU MARCHE LIBRE

Abonnement annuel : 692,37 €(H.T.).

ANNEXE 2- REGLES DE MARCHE D'ALTERNEXT

(Source : Euronext Paris SA)

1 Dispositions générales

1.1 Principes d'organisation

Alternext est la dénomination d'un marché organisé par Euronext Paris SA (« Euronext Paris » ci-après). Ce marché ne constitue pas un marché réglementé au sens de l'article L.421-1 du Code monétaire et financier et ne figure donc pas sur la liste établie par la Commission européenne en application de la directive sur les services d'investissement. Alternext est un « système multilatéral de négociation organisé » au sens de l'article 525-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

AlternextTM est une marque déposée par Euronext NV, société holding de droit néerlandais.

L'objet d'Alternext est :

- d'organiser l'admission de titres de capital et de titres de créance à la demande des sociétés émettrices (« les Emetteurs ») sur un système électronique de conclusion de transactions par confrontation multilatérale d'ordres doublé de dispositifs de négociation bilatérale,
- de fixer les obligations permanentes des Emetteurs admis, en complément de leurs obligations légales et réglementaires le cas échéant.

Les présentes règles ont valeur contractuelle entre Euronext Paris et, à raison de leur fonction respective fixée par les présentes, les participants directs au marché que sont :

- les introducteurs agréés, dits « Listing sponsors »,
- les Emetteurs des titres admis,
- les membres négociateurs ayant accès aux dispositifs de négociation d'Euronext, y compris les teneurs de marché.

La participation directe à Alternext emporte pleine et entière adhésion aux présentes règles, lesquelles sont régies par le droit français et s'entendent sans préjudice de toute obligation légale ou réglementaire. Tout litige qui surviendrait entre Euronext Paris et l'un des participants directs non résolu amiablement relèvera de la compétence exclusive des tribunaux français.

Les règles sont susceptibles d'être modifiées par Euronext Paris, notamment en vue d'améliorer le fonctionnement du marché, ainsi que les conditions tarifaires applicables. Dans ce cas, Euronext Paris en informera les participants directs avec un préavis raisonnable et ceux-ci devront s'y conformer.

Sans garantie d'exhaustivité, les présentes règles peuvent également, lorsque ceci est jugé utile à leur bonne compréhension, citer expressément des règlements de l'Autorité des marchés

financiers ou faire référence à des textes nationaux de transposition de directives européennes susceptibles de s'appliquer en fonction de la nature de l'opération.

1.2 Contrôle des règles

Le contrôle des règles s'appliquant à l'Emetteur est du ressort :

- dans les conditions précisées ci-après, du Listing sponsor pour ce qui concerne la communication par l'Emetteur,
- d'Euronext Paris lorsque le Listing sponsor a épuisé ses moyens d'action,
- de l'Autorité des marchés financiers ou de l'autorité compétente du pays d'origine lorsqu'un de ses règlements s'applique à l'Emetteur ou à l'un de ses dirigeants.

Le contrôle des règles relatives à la négociation est du ressort :

- d'Euronext Paris pour ce qui relève de la négociation par les membres sur Alternext,
- de l'Autorité des marchés financiers lorsqu'un de ses règlements s'applique à tout ou partie des interventions d'une quelconque personne sur Alternext.

Dans ce cadre, Euronext Paris met en oeuvre des moyens proportionnés à l'activité d'Alternext pour assurer la mise en application et la surveillance du respect des règles, dans la limite de la répartition des fonctions de surveillance prévue ci-dessus. Euronext Paris ne pourra être tenue responsable en cas d'infraction aux règles par un des participants directs au marché, ou pour un quelconque fait ou omission d'Euronext Paris ou de ses dirigeants, employés, agents ou représentants quand ils s'assurent du respect des règles, sauf faute lourde ou intentionnelle.

1.3 Usage des systèmes propres à Alternext

L'admission des titres sur Alternext et la négociation de ces titres donnent lieu à la perception d'une rémunération versée respectivement par l'Emetteur et le Membre négociateur conformément aux procédures et conditions en vigueur et communiquées par Euronext Paris.

L'usage du site d'Alternext www.alternext.com par les participants directs peut impliquer l'usage de procédures d'authentification. Il appartient aux participants directs de prendre toutes mesures nécessaires pour que ne soient pas divulgués les mots de passe et tout autre code de sécurité qui pourront être fournis par Euronext Paris, Euronext Paris déclinant toute responsabilité quant à l'utilisation frauduleuse des mots de passe ou autre code de sécurité que ce soit en cas de perte, vol ou communication à un tiers.

Par ailleurs, l'usage des systèmes de négociation se fait dans le respect des dispositions de la convention d'accès aux services par les membres négociateurs.

1.4 Décisions d'Euronext Paris

Relèvent de la compétence du conseil d'administration d'Euronext Paris, après avis du conseil d'orientation, les décisions suivantes :

- l'agrément comme le retrait de la qualité de Listing sponsor,
- l'admission comme la radiation d'un Emetteur.

Le président du conseil d'administration peut toutefois lorsque l'intérêt du marché l'exige prendre de semblables décisions par délégation ; il rend alors compte de sa décision au prochain conseil.

Les autres décisions courantes de gestion du marché sont du ressort des services compétents d'Euronext Paris.

2 Agrément et fonction des introducteurs (« Listing sponsors »)

2.1 Agrément

Seules les personnes morales peuvent prétendre à la qualité de Listing sponsor sur Alternext.

Les candidats doivent justifier de l'expérience suivante :

- une activité générale depuis au moins deux ans dans la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises; et

- avoir mené à bien sur les deux années précédentes des opérations sur le capital d'Emetteurs impliquant la rédaction de documents d'information.

Dans certains pays, et en fonction de l'activité principale exercée, la prestation de tels services peut nécessiter un agrément.

Par ailleurs, les candidats doivent disposer d'un nombre proportionné à l'activité escomptée, et qui ne saurait en tout état de cause être inférieur à deux, de collaborateurs ayant à titre individuel la forme d'expérience décrite ci-dessus.

Des candidatures d'entités ayant moins de deux ans d'existence peuvent également être prises en compte sous réserve que leur personnel dispose alors à titre individuel d'une expérience particulièrement relevée

Enfin, le candidat doit avoir souscrit auprès d'une compagnie notoirement solvable une assurance adaptée pour sa responsabilité civile professionnelle couvrant les risques, de nature contractuelle ou délictuelle, liés à l'activité envisagée, notamment son rôle dans l'établissement de documents d'information.

Le candidat fait parvenir à Euronext Paris le formulaire-type de demande d'adhésion en tant que Listing sponsor dûment rempli et signé, auquel est annexé un dossier-type attestant l'expérience requise et décrivant les moyens humains et techniques qu'il entend mettre en oeuvre pour remplir sa fonction sur Alternext.

Les exigences détaillées ci-dessus s'entendent comme de simples conditions minimales de candidature : Euronext Paris apprécie ensuite l'apport potentiel de la candidature au marché et ses conséquences sur l'image d'Alternext. La décision est rendue dans un délai de trois mois à compter de la remise d'un dossier complet.

L'admission se matérialise par l'inscription par avis d'Euronext Paris sur la liste des Listing sponsors d'Alternext. La qualité de Listing sponsor étant attribuée en considération de la personne morale, elle ne peut en aucun cas être cédée ou transférée à un tiers.

2.2 Obligations du Listing sponsor

Obligations à l'introduction

Le Listing sponsor s'abstient de présenter la candidature d'un Emetteur qui le placerait en situation de conflit d'intérêt. A titre non limitatif, de telles situations incluent :

- une fonction de certification des comptes de l'Emetteur,
- l'exercice d'une fonction de direction ou d'administration au sein de l'Emetteur par tout associé, dirigeant ou employé du Listing sponsor,
- une participation au capital de l'Emetteur par le Listing sponsor ou un quelconque de ses associés, dirigeants ou employés, individuellement ou de concert. La présente restriction ne s'applique pas aux prestataires de services d'investissement agréés ayant mis en place les procédures dites de « murailles de Chine » et établi des listes de surveillance ou d'interdiction au sens du Livre III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Les autres situations de conflit d'intérêt potentiel doivent être portées à la connaissance d'Euronext Paris pour un examen préalable où le Listing sponsor peut être amené à démontrer qu'elles n'affectent pas l'exercice de sa fonction.

Le Listing sponsor atteste par écrit à Euronext Paris s'être assuré pour toute candidature d'un Emetteur effectuée sous son contrôle :

- d'avoir fourni à l'Emetteur toute information utile quant aux éventuelles obligations légales et réglementaires découlant de l'opération projetée,
- de la satisfaction par l'Emetteur aux conditions de candidature et de la constitution du dossier-type requis,
- que l'Emetteur remplit ou a des chances raisonnables d'atteindre les niveaux d'ouverture du capital requis pour l'admission. A cet effet, le Listing sponsor doit notamment porter à la connaissance d'Euronext Paris l'identité et les agréments des établissements chargés de la diffusion des titres, le cas échéant,
- de l'existence d'un document d'information permettant aux investisseurs potentiels d'apprécier la situation financière et les perspectives générales de l'Emetteur. En l'absence de prospectus visé par l'autorité compétente, le Listing sponsor atteste tout particulièrement, auprès d'Euronext Paris comme dans ledit document, que celui-ci ne comporte aucune inexactitude ni omission significative. Dans tous les cas, l'établissement du document d'information suppose la réalisation par le Listing sponsor d'une série de vérifications (« diligences ») selon un schéma-type fixé par Euronext Paris,

-des moyens mis en oeuvre par l'Emetteur afin de respecter ses obligations périodiques comme permanentes.

Règles particulières de conduite à l'introduction pour les non prestataires de services d'investissement

Le Listing sponsor qui n'est pas tenu des règles de bonne conduite applicables aux prestataires de services d'investissement doit respecter les principes suivants :

- convenir par écrit du coût des prestations qu'il se propose d'assurer,
- s'abstenir d'être rémunéré sous forme d'attribution de titres de l'Emetteur,
- aménager entre la date de signature du contrat avec l'Emetteur et la date d'admission sur Alternext un délai d'au moins trois mois,
- procéder à une évaluation de la société en ayant recours aux méthodologies reconnues de valorisation et en se fondant sur les données objectives relatives à la société elle-même, aux marchés sur lesquels elle intervient et à la concurrence à laquelle elle est confrontée.

Vis-à-vis de ses collaborateurs, il doit par ailleurs prendre les mesures suivantes :

- informer ceux de ses collaborateurs impliqués dans le suivi de l'Emetteur de la définition de l'information privilégiée par les lois et règlements en vigueur et des sanctions encourues en cas d'utilisation abusive ou de circulation induite de telles informations,
- identifier les fonctions sensibles, c'est-à-dire celles qui exposent certains de ses collaborateurs à se trouver en situation de conflit d'intérêts par rapport à l'Emetteur ou à détenir des informations confidentielles ou privilégiées sur celui-ci,
- déterminer et mettre en place les mesures adéquates de restriction ou d'interdiction aux titulaires de fonctions sensibles d'émettre des ordres pour leur compte propre sur les titres de l'Emetteur suivi,
- interdire à ceux de ses collaborateurs susceptibles de produire une analyse financière sur l'Emetteur l'émission d'ordres pour leur compte propre tant sur les titres de l'Emetteur que sur ceux du secteur auquel l'Emetteur appartient.

Obligations permanentes

De manière générale, le Listing sponsor constitue l'interlocuteur premier d'Euronext Paris et doit à ce titre être disponible durant les heures normales d'activité pour répondre à toute demande d'Euronext Paris relative aux Emetteurs dont il a la charge.

Le Listing sponsor est chargé sur une période minimale de deux ans à compter de l'admission sur Alternext de l'Emetteur de contrôler en permanence que celui-ci remplit ses obligations d'information périodiques et procède en temps utile aux communications ad hoc dont il est tenu, qu'il s'agisse d'obligations légales et réglementaires ou des règles propres d'Alternext. A l'occasion de la publication des états périodiques, il procède notamment avec les dirigeants de l'Emetteur à un bilan de leur communication financière sur la période écoulée.

En cas de manquement par l'Emetteur, il est tenu de le rappeler à ses obligations et de lui fournir le conseil nécessaire pour remédier au manquement. Il signale parallèlement à Euronext Paris la nature du manquement et les démarches entreprises en réaction. Les pièces attestant son action de conseil ou de rappel à l'ordre sont tenues à la disposition d'Euronext Paris pendant deux ans.

A l'issue de la période des deux ans fixée ci-dessus, la résiliation de ses engagements ou leur transfert avec l'accord de l'Emetteur à un autre Listing sponsor agréé par Euronext Paris doit être notifiée à celle-ci avec un préavis de deux mois, sauf circonstances exceptionnelles.

3 Conditions et procédures d'admission des titres aux négociations

3.1 Conditions générales de candidature

Organisation de l'Emetteur

La demande d'admission est présentée par l'Emetteur conjointement avec un Listing sponsor s'étant engagé à exercer cette fonction vis-à-vis de lui.

Les titres proposés à l'admission doivent être librement négociables et transférables. Ils doivent par ailleurs être admis aux opérations d'un dépositaire central d'une façon qui permette le traitement automatique par les systèmes de LCH.Clearnet SA de tout ou partie des transactions qui s'effectueront sur Alternext, en vue de leur compensation ou de la génération directe d'instructions de règlement-livraison.

L'Emetteur doit s'être organisé pour assurer, sans frais pour les porteurs, le service des titres et le paiement des dividendes ou intérêts, et aviser Euronext Paris de toute modification dans la désignation des caisses chargées du service financier.

Durée d'existence et états financiers

Les exigences suivantes en matière d'états financiers s'entendent sans préjudice des normes de présentation en cas de visa d'un prospectus par l'autorité compétente.

Sauf dérogation, l'Emetteur doit avoir déposé ses comptes annuels sociaux, et consolidés le cas échéant, au titre des deux exercices précédant la demande d'admission. Les états financiers sont établis conformément aux normes comptables suivantes, dans le cadre d'une demande d'admission comme des obligations permanentes ultérieures :

a) S'agissant d'un Emetteur qui a son siège social dans un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen :

-soit les normes IFRS ;

-soit les normes comptables nationales de son Etat d'origine.

b) S'agissant d'un Emetteur qui a son siège social dans un Etat tiers :

-en cas de placement privé ou d'admission directe, les normes IFRS, les normes comptables des Etats-Unis d'Amérique (« US GAAP ») ou les normes comptables nationales de son Etat d'origine, sous réserve de la production d'un tableau de réconciliation avec les normes IFRS ;

-en cas d'offre au public, l'Emetteur présente ses états financiers conformément aux conditions fixées par le règlement européen 809/2004 du 29 avril 2004.

Les états financiers du dernier exercice doivent avoir été certifiés par le ou les commissaires aux comptes de l'Emetteur. Si le dernier exercice a été clôturé depuis plus de neuf mois, des comptes intermédiaires doivent être présentés.

Garantie de cours

Il est rappelé que les cessions de blocs de titres conduisant à la détention dans une société qui a son siège social en France de la majorité des droits de vote ou du capital par une personne, agissant seule ou de concert, donnent lieu à la mise en oeuvre d'une garantie de cours dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Les Emetteurs dont le siège social n'est pas établi en France doivent indiquer dans leur document d'admission si le droit qui leur est applicable prévoit ou non une semblable garantie.

Opérations des dirigeants sur les titres de l'Emetteur

Si la déclaration des opérations des dirigeants sur les titres de l'Emetteur ne procède pas déjà d'une obligation légale, l'Emetteur doit avoir pris les dispositions d'organisation interne pour en avoir systématiquement connaissance.

Pour l'application du présent article, « opérations » a le sens qui lui est donné à l'article 222-14 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et « dirigeants » désigne les personnes suivantes :

- les gérants,
- le président (président du conseil d'administration ou président-directeur général),
- les directeurs généraux,
- les directeurs généraux délégués,
- les membres du directoire,
- les personnes physiques ou morales exerçant les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales exerçant ces fonctions,

et toute personne exerçant des fonctions équivalentes dans les sociétés étrangères.

3.2 Conditions générales d'admission

Procédures alternatives

L'admission est subordonnée à une ouverture effective du capital qui peut prendre trois formes :

- une offre au public donnant lieu à souscription d'un montant d'au moins 2,5M°€; ou
- une opération de placement privé préalable de titres nouveaux dans les deux années précédentes pour un montant d'au moins 5M°€ auprès d'un nombre de personnes jugé suffisant au vu des conditions fixées ci-après ; ou

-une admission directe aux négociations pour les Emetteurs en provenance d'un autre marché, dès lors qu'ils justifient d'une diffusion de leurs titres dans le public via leur marché d'origine pour un montant d'au moins 2,5 M°€ A défaut, ils suivent la procédure d'offre au public.

Les Emetteurs en provenance d'un autre marché doivent justifier d'une diffusion de leurs titres dans le public via leur marché d'origine. A défaut, ils suivent la procédure d'offre au public.

Conditions particulières sur les offres au public

L'offre au public se fait par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement dûment agréé.

Les offres au public peuvent être réalisées par centralisation auprès d'Euronext Paris, selon les modalités techniques et conditions tarifaires fixées par celle-ci.

Conditions particulières sur les placements privés

Le nombre minimum de personnes détentrices des titres est de cinq, sauf dérogation, en ne comptant pas les personnes suivantes :

- les dirigeants, membres des organes dirigeants ou mandataires sociaux, directeur général et leur famille (conjoint et enfants mineurs), ainsi que toute société dont ils détiennent séparément ou ensemble 20 % et plus des droits de vote,

- les personnes actionnaires depuis plus de 2 ans et leur famille (conjoint et enfants mineurs) ainsi que toute société ou entité qu'elles gèrent ou dont elles détiennent séparément ou ensemble 20 % et plus des droits de vote,

- les sociétés contrôlées par l'Emetteur,

- toute personne liée par un pacte d'actionnaires ou autre convention limitant significativement la cession desdits titres,

- toute personne ayant reçu une rémunération en titres supérieure à 100 000 € ou représentant plus de 3 % des titres admis.

Procédure et documentation à fournir

Au moins vingt jours de bourse avant la date projetée pour l'admission, et en tout état de cause dès le dépôt du prospectus auprès de l'autorité compétente selon le cas, l'Emetteur doit faire parvenir à Euronext Paris son formulaire-type de demande d'adhésion dûment complété et signé. Toute modification du dossier est portée sans délai à la connaissance d'Euronext Paris, laquelle peut décaler la date d'admission d'un maximum de dix jours de bourse en cas d'impact significatif sur le traitement de la demande.

Dans le cadre d'un placement privé ou d'une admission directe aux négociations, dix jours de bourse avant la date visée pour l'admission, l'Emetteur doit s'assurer qu'est mis en ligne sur le site d'Alternext, et tenu gratuitement à disposition de toute personne qui en fait la demande, un document d'information dont le contenu est établi en suivant les rubriques habituelles d'un prospectus visé, en anglais ou bien en français.

Le Listing sponsor doit pour sa part avoir remis à Euronext Paris l'attestation-type par laquelle il confirme avoir effectué les diligences requises. A cette même date, l'Emetteur doit avoir constitué au profit d'Euronext Paris une provision pour les frais d'admission tels que fixés en annexe.

Si l'Emetteur remplit les conditions de candidature fixées et si la diffusion de titres a atteint les montants précités, Euronext Paris annonce par avis l'admission.

A défaut, la demande est rejetée et la provision lui est restituée, déduction faite des frais de traitement du dossier. Les pièces constituées peuvent toutefois être utilisées pour demander son inscription sur d'autres marchés non réglementés gérés par le groupe Euronext, dans la limite de leur validité dans le temps.

3.3 Dispositions particulières aux Emetteurs déjà admis sur des marchés éligibles (procédure accélérée)

Les Emetteurs déjà admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace économique européen ou un marché organisé figurant sur une liste établie en annexe doivent remplir les conditions générales de candidature et présenter le niveau de diffusion de titres dans le public satisfaisant aux exigences d'ouverture du capital. Le dossier de candidature met en évidence une description détaillée de l'actionnariat, notamment afin de justifier une diffusion dans le public préexistante le cas échéant, et comporte l'attestation par le Listing sponsor que l'Emetteur remplit ses obligations de communication sur le marché d'origine.

Le document d'information est toutefois limité dans ce cas à la production :

- du dernier rapport annuel et des comptes des deux derniers exercices, complétés s'ils remontent à plus de neuf mois par des comptes intérimaires et établis selon les normes visées au 3.1 a) ou b) selon le cas,

- une situation de trésorerie datant de moins de trois mois, l'évolution du cours de bourse et un état des communications faites sur le marché d'origine sur une période significative.

Les dispositions de la présente section sont également applicables aux Emetteurs inscrits sur le Marché libre géré par Euronext Paris qui demandent leur transfert sur Alternext.

4 Obligations permanentes des Emetteurs

4.1 Modes de communication

Sans préjudice des normes de communication imposées aux Emetteurs en situation d'appel public à l'épargne en France, l'Emetteur doit assurer la mise à disposition des informations visées au présent chapitre sur son site et celui d'Alternext, en anglais ou en français le cas échéant. Celles-ci sont maintenues en ligne pendant 2 ans. La mise à disposition intervient concomitamment à la publication par l'Emetteur.

En outre, Euronext Paris doit être informée des modifications du nombre de titres émis et plus généralement des opérations sur titres ayant un impact sur la gestion du système de négociation avec un préavis suffisant pour en gérer les conséquences opérationnelles.

4.2 Obligations périodiques

L'Emetteur rend publics ses comptes annuels, le rapport de gestion et, le cas échéant, les comptes consolidés et le rapport de gestion du groupe, ainsi que les rapports des contrôleurs légaux sur les comptes précités dans les 4 mois suivant la clôture de son exercice.

L'Emetteur rend public dans les quatre mois après la fin du deuxième trimestre un rapport semestriel couvrant les six premiers mois de cet exercice.

4.3 Obligations de publicité de certains événements

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'Emetteur doit rendre public :

-toute information précise le concernant qui est susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de ses titres, étant précisé que l'Emetteur peut sous sa propre responsabilité différer la publication de ladite information afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire les intervenants en erreur et que l'Emetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information ;

-le franchissement à la hausse ou à la baisse par toute personne agissant seule ou de 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.

-les opérations de ses dirigeants au sens des présentes règles dans un délai de 5 jours de bourse suivant celui où il en a connaissance, dès lors que ces opérations excèdent un montant cumulé de 5000 euros, calculé par dirigeant sur l'année civile.

4.4 Communication aux actionnaires

La convocation aux assemblées générales doit être mise en ligne sans délai, de même que tout document transmis aux actionnaires.

4.5 Opérations sur titres

Les opérations suivantes donnent lieu à information d'Euronext Paris au moins trois jours de bourse avant leur prise d'effet :

- détachement de droit de souscription, d'attribution ou de répartition,
- détachement de dividendes ou de coupons,
- ouverture d'une période d'option de paiement du dividende en titres ou en espèces,
- procédure d'échange de titres avec rompus ou avec changement de code valeur,
- remboursement contractuel de titres de créance,
- regroupement de titres,
- division des titres.

L'émission d'instruments financiers assimilables à une catégorie déjà admise donne lieu en outre à une demande d'admission, sans délai en cas d'offre au public et dans un délai maximum de 90 jours civils dans les autres cas.

4.6 Paiement des frais

L'Emetteur règle les frais d'abonnement dans les conditions définies en annexe.

5 Conditions de radiation sur l'initiative de l'Emetteur ou d'actionnaires

Les titres peuvent être radiés d'Alternext dans les cas suivants :

- l'Emetteur confirme que l'intégralité des titres concernés a donné lieu à remboursement, en ce qui concerne les titres de créance, ou à forclusion, s'agissant de droits,
- à la demande du mandataire judiciaire, à la suite d'un jugement prononçant la liquidation de l'Emetteur ou la cession partielle ou totale de son activité,
- les titres sont admis sur un autre marché géré par l'une des entreprises de marché du groupe Euronext,
- à la demande d'une personne ou conjointement d'un groupe de personnes détenant 100% des titres de capital négociables,
- à la suite de la mise en oeuvre 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 indépendant.

6 Règles de négociation

6.1 Membres

Les membres négociateurs doivent avoir été admis comme membres du marché réglementé de titres gérés par Euronext Paris et sont soumis aux dispositions du Chapitre 2 du Livre I des Règles d'Euronext.

L'intervention en tant que membre négociateur sur Alternext se fait dans le respect des dispositions des règles de négociation et de conduite applicables sur les marchés réglementés d'Euronext (Chapitres 4, sauf dispositions particulières relatives à la négociation hors carnet d'ordres central, et 8 du Livre I des Règles d'Euronext).

Parallèlement, les membres peuvent se déclarer comme teneur de marché (« Market maker ») auprès d'Euronext Paris sur un certain nombre de valeurs choisies par eux.

A cet effet, le membre fait parvenir à Euronext Paris le formulaire-type de déclaration dûment rempli et signé.

La reconnaissance de la qualité de Market maker se matérialise par l'inscription sur la liste des Market maker d'Alternext, disponible sur le site d'Alternext. La qualité de Market maker étant attribuée en considération de la personne morale, elle ne peut en aucun cas être cédée ou transférée à un tiers.

Les droits et obligations qui découlent de cette déclaration sont définis au paragraphe « Négociation avec un Market maker ». En tout état de cause, la déclaration en tant que Market maker sur une valeur ne confère aucune exclusivité.

La radiation de la liste des Market maker intervient sur l'initiative d'Euronext si le Market maker ne respecte pas les engagements qu'il a pris ou à la demande du Market maker lui-même, à l'issue d'un préavis d'un mois.

6.2 Principes généraux d'organisation du marché

Sur Alternext, les intérêts acheteurs et vendeurs sont rapprochés selon l'un des mécanismes suivants, au libre choix de l'investisseur et selon les termes contractuellement fixés avec son intermédiaire :

- par confrontation multilatérale dans un carnet d'ordre central,
- par confrontation bilatérale avec les intérêts d'une contrepartie identifiée,
- par confrontation bilatérale avec les intérêts d'un Market maker.

Les transactions effectuées par confrontation bilatérale sont réputées effectuées sur Alternext lorsque sont appariées l'instruction d'achat et l'instruction de vente correspondante, dans les conditions fixées ci-après.

6.3 Négociation dans le carnet d'ordres central

De manière générale, les négociations effectuées dans le carnet d'ordres central ont lieu par application des mêmes règles et procédures que celle mises en oeuvre sur les marchés réglementés gérés par Euronext (Cf. Dispositions pertinentes du Chapitre 4 du Livre I des Règles d'Euronext et Manuel de négociation sur les marchés de titres, en particulier, par rapport aux types d'ordres acceptés par le système, aux algorithmes de négociation et aux principes de transparence).

Les horaires des cycles de négociation et les seuils de réservation associés sont fixés par l'annexe dudit Manuel de négociation.

Suivant la liquidité du titre, les négociations ont lieu par fixage simple ou en continu, dans les conditions de classification prévues par le même Manuel de négociation.

6.4 Négociation en dehors du carnet central

Les contreparties souhaitant négocier sans confronter leurs intérêts avec ceux du reste du marché (négociation bilatérale pré-arrangée par leurs propres moyens) peuvent utiliser les fonctions propres à Alternext du système TCS (par les moyens d'accès usuels des membres ou interface Web).

Le système TCS est ouvert de 7h15 à 19h00. En dehors de ces horaires, Euronext n'accepte aucune déclaration.

Les personnes souhaitant y négocier doivent indiquer au moins les éléments suivants :

- Identifiant du déclarant ;

- Identifiant valeur ;
- Identifiant de la contrepartie (ou type de compte en cas d'application de deux comptes internes) ;
- Prix ;
- Quantité ;
- Type d'instruction (achat, vente, application).

Lorsque la transaction implique deux intervenants, le second a 15 minutes, à compter de la saisie de la première instruction, pour confirmer la transaction. Passé ce délai, la première instruction expirera et ne pourra donc plus faire l'objet d'un appariement. L'annulation des instructions est toujours possible avant leur appariement.

Pour chaque transaction effectuée sur TCS, Euronext diffuse les informations suivantes :

- Identifiant valeur ;
- Prix ;
- Quantité ;
- Date et heure.

Ces informations sont diffusées dans les conditions suivantes :

-Transactions effectuées « hors séance » (i.e. de l'intervention de la surveillance de marché clôturant la séance de fixing ou de négociation continue, selon le cas, à 19h00) : diffusion le jour de négociation suivant à 6h15.

-Transactions effectuées « en séance » (de 7h15 à l'intervention de la surveillance de marché clôturant la séance de fixing ou de négociation continue, selon le cas) : diffusion immédiate ou avec 1 heure de différé si un membre a son compte propre en contrepartie et si la transaction porte sur un montant supérieur ou égal à 50 000 euros. Un avis précise les modalités techniques d'entrée en vigueur de cette disposition.

6.5 Négociation avec un Market maker

Le Market maker déclaré bénéficie de la publicité de ses références et coordonnées sur le site internet d'Euronext ainsi que de l'accès au système d'affichage de prix d'Alternext (via l'interface Web de TCS uniquement).

En contrepartie de cette publicité, le Market maker s'engage, à l'égard d'Euronext, à afficher en permanence, au minimum de 9h00 à la clôture de la séance de fixing ou de négociation continue, selon le cas, une fourchette de prix indicatifs à l'achat comme à la vente pour un montant minimal de 5 000 euros, dont l'écart ne peut excéder 10%, sur les valeurs sur lesquelles il s'est déclaré Market maker.

Ces obligations sont toutefois suspendues en cas d'offre portant sur les titres de l'Emetteur. L'avis annonçant l'opération précise les conditions de cette suspension.

De 7h15 à 19h00, le système d'affichage diffuse auprès des membres et des utilisateurs de TCS Web, pour chaque valeur et pour chaque Market maker déclaré :

- le prix indicatif acheteur / vendeur,
- les quantités correspondantes,
- l'identifiant du Market maker à l'origine de la fourchette.

Les membres souhaitant négocier avec le Market maker, pour leur compte propre ou pour le compte de leurs clients, doivent contacter le Market maker à l'aide des coordonnées disponibles sur le site d'Alternext. Après accord sur ses termes, la négociation est saisie dans TCS en application des principes de négociation en dehors du carnet central.

6.6 Compensation et règlement/livraison des transactions

Les transactions réalisées sur Alternext se dénouent dans les conditions générales fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour les systèmes multilatéraux de négociation. Elles sont compensées par LCH.Clearnet SA, dans les conditions et limites fixées par celles-ci.

7 Sanction des manquements

L'ensemble des mesures susceptibles d'être prises par Euronext Paris en réaction à un manquement aux règles peuvent être rendues publiques.

7.1 Manquement du Listing sponsor

En cas de manquement de l'Emetteur à ses obligations de communication, le Listing sponsor doit démontrer à Euronext Paris qu'il a accompli toutes diligences raisonnables pour remédier à la situation. A défaut, Euronext Paris prend les mesures suivantes à son endroit en fonction de la nature et de la gravité de la défaillance :

- lettre d'avertissement, lui enjoignant le cas échéant des mesures correctrices ;
- interdiction de procéder à de nouvelles admissions, tout en le maintenant dans ses obligations à l'égard des Emetteurs déjà admis ;
- radiation de la liste des établissements agréés pour cette fonction.

7.2 Manquements de l'Emetteur

Un manquement de l'Emetteur à ses obligations donne lieu aux 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 ;

-radiation définitive d'Alternext.

7.3 Cas particulier de perte du Listing sponsor par l'Emetteur

En cas de retrait du Listing sponsor qui lui est attaché, l'Emetteur dispose d'un délai maximum de deux mois, sauf circonstances exceptionnelles, pour retrouver un établissement agréé pour cette fonction. Il reste tenu de ses obligations de communication durant cette période.

ANNEXE 1 - Abonnements et commissions sur Alternext

Les commissions d'admission et abonnements sur Alternext sont calculés en fonction de la taille des émetteurs.

Partie 1 : TITRES DE CAPITAL

(actions, obligations convertibles ou échangeables, autres titres donnant accès au capital)

I EMETTEURS DE DROIT FRANÇAIS

1. Commission d'admission

Le barème suivant est applicable sur la capitalisation boursière au prix d'introduction.

<i>Tranches cumulables en €</i>	<i>Coût maximum en €</i>	
Jusqu'à 10 000 000	7 500 €	7 500
De 10 000 001 à 100 000 000	0,6 ‰	61 500
De 100 000 001 à 500 000 000	0,4 ‰	221 500
De 500 000 001 à 1 000 000 000	0,3 ‰	371 500
Au delà de 1 000 000 000	0,1 ‰	Plafond : 3 000 000

Autres émissions : minoration de 50% sur les offres secondaires.

Pas de commission concernant les exercices de bons de souscription, conversions d'obligations, levées d'options.

2. Commission de centralisation

(introduction et vente de titres déjà inscrits à la cote)

Taux de 0,3 %, appliqué au nombre de titres offerts multiplié par le prix d'offre.

3. Abonnement annuel

- Actions (ou assimilés)

Le montant de l'abonnement annuel est calculé en fonction du nombre d'actions admises.

<i>Nombre d'actions</i>	<i>€</i>
Jusqu'à 2 500 000	3 000
De 2 500 001 à 5 000 000	4 000
De 5 000 001 à 10 000 000	8 000
De 10 000 001 à 50 000 000	12 000
De 50 000 001 à 100 000 000	16 000
Au delà de 100 000 000	20 000

- Autres titres de capital (ou lignes secondaires)

2 500 €

II EMETTEURS DE DROIT ETRANGER

1. Emetteurs étrangers s'inscrivant à la cote via une offre publique et un placement global

1.1 Commission d'admission

Le barème suivant est applicable sur la capitalisation boursière au prix d'introduction.

<i>Tranches cumulables en €</i>		<i>Coût maximum en €</i>
Jusqu'à 10 000 000	7 500 €	7 500
De 10 000 001 à 100 000 000	0,6 ‰	61 500
De 100 000 001 à 500 000 000	0,4 ‰	221 500
Au delà de 500 000 000	0,3 ‰	Plafond à 300 000

Autres émissions : minoration de 50% sur les offres secondaires. Le calcul de la commission est également basé sur le nombre d'actions admises à la cote multipliée par le premier cours.

1.2 Commission de centralisation

(introduction et vente de titres déjà inscrits à la cote)

Taux de 0,3 %, appliqué au nombre de titres offerts multiplié par le prix d'offre.

1.3 Abonnement annuel

(actions ou titres assimilés)

Le montant de l'abonnement annuel est calculé en fonction du nombre d'actions admises.
(*échelle non cumulative*)

<i>Nombre d'actions</i>	<i>€</i>
Jusqu'à 2 500 000	3 000
De 2 500 001 à 5 000 000	4 000
De 5 000 001 à 10 000 000	8 000
De 10 000 001 à 50 000 000	12 000
De 50 000 001 à 100 000 000	16 000
Au delà de 100 000 000	20 000

2 Emetteurs étrangers s'inscrivant à la cote par cotation directe

2.1 Commission d'admission

10 000 €

2.2 Abonnement annuel

cf II, 2, 1. 3.

Partie 2 : TITRES DE CREANCE

1. Obligations et autres - titres émis en €

- Commission d'admission

La base de calcul est la valeur nominale totale de l'émission.

Barème : 125 €par tranche de 25 000 000 d'€

Plafond : 2 500 €

- Abonnement annuel : 500 €

- Le cumul des montants de la commission d'admission et de l'abonnement annuel est plafonné à 20 000 €

Pour les obligations assimilables, les tarifs sont réduits de 50%.

Commission d'admission et abonnement sont à payer en totalité au moment de l'admission.

2. Obligations et autres - titres non émis en €

Admission : 2 500 €par ligne.

ANNEXE 2 - Marchés éligibles (pour les besoins de la section 3.4)

Les marchés non réglementés visés à la section 3.4 des présentes règles sont les suivants :

- le NASDAQ
- l'Alternative Investment Market
- La Bourse suisse

ANNEXE 3 - Pénalités

Les pénalités dues à Euronext Paris par un Emetteur en cas de retard des publications périodiques visées à la section 4.2 des présentes règles s'élèvent à 5 000 (cinq mille) euros par mois entier de retard.

ANNEXE 4 – Extrait du manuel de négociation sur les marchés de titres d’Euronext : informations relatives à ALTERNEXT

(Publié par l’avis n° 2006-0017 du 31/01/2006 en vigueur le 2/02/2006)

Note au lecteur:

- RA :.....Réservation Automatique
- NDC :...Négociation au Dernier Cours
- SP :.....Seuils de Précaution

Horaires de négociation						Seuils			Procédure appliquée		
Gr N°	Type	Mode de cotation	Indices / Marchés	Phase de préouv.	Négociation	Fixing de clôture	Négociation au Dernier Cours	Statiques (%)	Dynamiques (%)	Interruption de volatilité (minute)	Valeur indicative
E1	Titres de Capital	Fixing simple	Alternext	07h15	15h30	-	-	20	-	-	-
E2	Titres de Capital	Continu	Alternext	07h15	09h00 / 17h25	17h30	17h30 / 17h40	10	5	RA 4	-
EA	Titres de Capital	Fixing simple	Alternext-placement privé	07h15	15h30	-	-	20	-	-	-
E3	Lignes secondaires	Fixing simple	Alternext	07h15	16h00	-	-	20	-	-	-
E4	Lignes secondaires	Continu	Alternext	07h15	09h00 / 17h25	17h30	17h30 / 17h40	10	-	SP	-

ANNEXE 3- SCHEMA DU PROSPECTUS

(Source : directive de 4 novembre 2003)

I. Résumé

Le résumé condense, en quelques pages, les principales informations contenues dans le prospectus, tout au moins sous les rubriques suivantes:

A. identité des administrateurs, des membres de la direction, des conseillers et des commissaires aux comptes

B. éléments clés de l'offre et calendrier prévisionnel

C. informations de base concernant les données financières sélectionnées; capitaux propres et endettement; raisons de l'offre et utilisation prévue du produit; facteurs de risque

D. informations concernant l'émetteur

— histoire et évolution de la société

— aperçu de ses activités

E. examen du résultat et de la situation financière et perspectives

— recherche et développement, brevets et licences, etc.

— tendances de la société

F. administrateurs, membres de la direction et salariés

G. principaux actionnaires et opérations avec des apparentés

H. informations financières

— états financiers consolidés et autres informations financières

— changements notables

I. modalités de l'offre ou de l'admission à la négociation

— offre ou admission à la négociation

— plan de distribution

— places de cotation ou de négociation

— détenteurs de valeurs mobilières souhaitant les vendre

— dilution (uniquement pour les titres de capital)

— dépenses liées à l'émission

J. renseignements complémentaires

— capital social

— acte constitutif et statuts

— documents accessibles au public.

II. Identité des administrateurs, des membres de la direction, des conseillers et des commissaires aux comptes

L'objectif est d'identifier les représentants de la société et les autres personnes concernées par l'offre au public ou l'admission à la négociation, à savoir les personnes chargées d'établir le prospectus, conformément à l'article 5 de la présente directive, et les personnes chargées de contrôler les états financiers.

III. Éléments clés de l'offre et calendrier prévisionnel

L'objectif est de fournir des informations de base concernant le déroulement de l'offre et d'annoncer les dates essentielles qui s'y rapportent.

A. Éléments clés de l'offre

B. Méthode et calendrier prévisionnel

31.12.2003 FR Journal officiel de l'Union européenne L 345/83

IV. Informations de base

L'objectif est de fournir, sous une forme résumée, des informations de base sur la situation financière de la société, ses capitaux propres et les facteurs de risque. Si les états financiers inclus dans le document sont retraités pour tenir compte de changements notables dans la structure du groupe auquel la société est intégrée ou dans ses politiques comptables, les données financières sélectionnées doivent également être retraitées.

A. Données financières sélectionnées

B. Capitaux propres et endettement

C. Raisons de l'offre et utilisation prévue du produit

D. Facteurs de risque

V. Informations sur la société

L'objectif est de fournir des informations sur les activités de la société, sur les produits qu'elle fabrique ou les services qu'elle fournit, ainsi que sur les facteurs qui influent sur lesdites activités. Des informations doivent aussi être fournies sur le caractère adéquat et suffisant des propriétés immobilières, usines et équipement de la société, ainsi que sur ses projets concernant d'éventuelles augmentations ou diminutions de ces immobilisations corporelles.

A. Histoire et évolution de la société

B. Aperçu de ses activités

C. Organigramme

D. Propriétés immobilières, usines et équipement

VI. Examen du résultat et de la situation financière et perspectives

L'objectif est de fournir une analyse de la direction expliquant les facteurs qui ont influencé la situation financière et le résultat de la société sur les exercices couverts par les états financiers, ainsi que les facteurs et les tendances qui devraient influencer sensiblement la situation financière et le résultat de la société au cours des exercices à venir.

A. Résultat d'exploitation

B. Trésorerie et capitaux

C. Recherche et développement, brevets et licences, etc.

D. Tendances

VII. Administrateurs, membres de la direction et salariés

L'objectif est de fournir des informations sur les administrateurs de la société et les membres de sa direction, qui permettront aux investisseurs d'évaluer l'expérience, les compétences et le niveau des rémunérations de ces personnes, ainsi que leur relation avec la société.

A. Administrateurs et membres de la direction

B. Rémunérations

C. Pratiques des comités d'administration et de direction

D. Salariés

E. Actionnariat

VIII. Principaux actionnaires et opérations avec des apparentés

L'objectif est de fournir des informations concernant les principaux actionnaires et les autres personnes qui contrôlent ou qui peuvent contrôler la société. Des informations doivent aussi être fournies sur les opérations conclues avec des personnes apparentées, de sorte que l'on puisse juger si ces opérations respectent les intérêts de la société.

A. Principaux actionnaires

B. Opérations avec des apparentés

C. Intérêts des experts et conseillers

L 345/84 FR Journal officiel de l'Union européenne 31.12.2003

IX. Informations financières

L'objectif est de donner des précisions sur les états financiers qui doivent figurer dans le document, sur les exercices qui doivent être couverts et sur la date d'établissement des états financiers et des autres informations financières.

Les principes de comptabilisation et de vérification qui seront acceptés aux fins de la préparation et du contrôle des états financiers seront déterminés sur la base des normes comptables internationales et des normes internationales d'audit.

- A. États financiers consolidés et autres informations financières
- B. Changements notables

X. Modalités de l'offre ou de l'admission à la négociation

L'objectif est de fournir des informations sur l'offre ou l'admission à la négociation des valeurs mobilières, sur le plan de distribution de ces valeurs et d'autres questions connexes.

- A. Offre ou admission à la négociation
- B. Plan de distribution
- C. Marchés
- D. Détenteurs des valeurs mobilières souhaitant les vendre
- E. Dilution (uniquement pour les titres de capital)
- F. Dépenses liées à l'émission

XI. Informations complémentaires

L'objectif est de fournir les informations, essentiellement à caractère légal, qui n'apparaissent pas en d'autres points du prospectus.

- A. Capital social
- B. Acte constitutif et statuts
- C. Contrats importants
- D. Contrôle des changes
- E. Imposition
- F. Dividendes et intermédiaires chargés du service financier
- G. Opinions émises par des experts

H. Documents accessibles au public

I. Informations subsidiaires

ANNEXE 4- LISTE DES LISTING SPONSORS AGREES POUR INTERVENIR SUR ALTERNEXT PARIS (AU 15 MAI 2007)

(Source : Euronext Paris SA)

AÉLIOS FINANCE	GRANT THORNTON
ALLEGRA FINANCE	H & ASSOCIES
ARKEON FINANCE	IBI
ATOOUT CAPITAL	INTUITU CAPITAL
AUREL LEVEN SECURITIES	INVEST SECURITIES
AVENIR FINANCE CORPORATE	IXIS MIDCAPS
BANQUE PALATINE	KEPLER EQUITIES PARIS
BRYAN, GARNIER & CO	L'LIONE & ASSOCIES
CASSAGNE, GOIRAND ASSOCIES	NATEXIS BLEICHROEDER
CFD CORPORATE FINANCE	NEXFINANCE
CIC BANQUE CIO	ODDO CORPORATE FINANCE
CLIPPERTON FINANCE	OTC SECURITIES
CLOSE BROTHERS	PORTZAMPARC SOCIETE DE BOURSE
CM-CIC SECURITIES	PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDIT
CREDIT DU NORD	RESALLIANCE & ASSOCIES
EFI	SOCIETE GENERALE
EUROLAND FINANCE	SODICA
EXCO	TEATHER & GREENWOOD
FIDEURAM WARGNY	VIZILLZ CAPITAL FINANCE
GLOBAL EQUITIES	

ANNEXE 5- INSTRUCTION RELATIVE A L'EXPERTISE INDEPENDANTE

(Source : Autorité des marchés financiers)

Article 1 - L'indépendance de l'expert

Pour l'application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, l'expert est considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts, notamment, lorsqu'il :

- 1° Entretient des liens juridiques ou des liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- 2° A procédé à une évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'opération au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation, sauf si l'évaluation menée dans ce délai intervient dans le cadre d'une mission qui constitue le prolongement de la précédente ;
- 3° A conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation ;
- 4° Détient un intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter son indépendance.

Article 2 - Le rapport d'expertise

I. - Le rapport d'expertise mentionné à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF a pour objectif de permettre au conseil d'administration, au conseil de surveillance ou à l'organe compétent de la société visée par une offre publique d'acquisition d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé.

II. - Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes :

- 1° Lorsque l'expert est une personne morale, une présentation synthétique de la personne morale et, le cas échéant, du groupe auquel elle appartient, de son activité et de son organisation ;
- 2° La liste des missions d'expertise indépendante réalisées par l'expert au cours des 12 derniers mois ;
- 3° La déclaration mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF ;
- 4° Le cas échéant, la mention de son adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF et le nom de cette association ;
- 5° Le montant de la rémunération perçue par l'expert ;
- 6° Une description des diligences effectuées par l'expert qui doit notamment comprendre le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées par l'expert au cours de sa mission (membres des organes de direction, banquiers conseils, ...), les sources d'information utilisées, le personnel associé à sa réalisation en précisant l'expérience et la qualification professionnelle des différents intervenants ;
- 7° Une évaluation de la société visée ou des actifs concernés et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée ;
- 8° Une analyse du travail d'évaluation réalisé par le ou les conseils de l'initiateur ;
- 9° Une attestation qui conclut sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre publique ou de l'opération concernée.

L'expert précise, le cas échéant, si son rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité et les modalités de mise en œuvre de ce contrôle.

Article 3 - Les diligences de l'expert

Afin d'établir le rapport mentionné à l'article 262-2 du règlement général de l'AMF l'expert suit au minimum la démarche suivante :

1° Discussion des comptes et du plan d'affaires avec les équipes de direction de la société visée et, le cas échéant, de l'initiateur ;

2° Discussion avec les banques conseils de l'opération et analyse critique des hypothèses présentées ;

3° Rédaction du rapport en soulignant les points éventuels de divergence avec l'initiateur et ses banques conseil.

Le rapport est présenté par l'expert indépendant au conseil d'administration, au conseil de surveillance ou à l'organe compétent de la société concernée.

