

# Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux

**Yves MANSION**

*Membre du Collège de l'Autorité des Marchés financiers*

**Anne DEMARTINI, Samia MEKIOUS**

*Autorité des Marchés financiers*

*Direction de la Régulation et des Affaires internationales*

*Compte tenu du rôle moteur joué par les PME dans la croissance économique et l'emploi, les questions relatives à leur financement revêtent une importance toute particulière. À cet égard, et bien qu'encore marginale par rapport au poids économique des PME, l'importance des petites et moyennes valeurs au sein de la place financière de Paris s'est renforcée de manière significative au cours du dernier cycle boursier, avec notamment un net développement de leur recours aux marchés. Certes, le contexte financier très porteur depuis 2003 explique en partie ce mouvement. Mais plus fondamentalement, l'amélioration de l'accès des PME aux marchés financiers est au cœur des préoccupations du régulateur et de l'entreprise de marché. Dans le cadre de la transposition des principales directives du Plan d'action européen pour les services financiers, Euronext et l'Autorité des Marchés financiers (AMF) ont ainsi engagé une réflexion visant à élaborer un cadre réglementaire adapté à cette population très spécifique, du fait de la taille et de l'extrême diversité des sociétés qui la composent, tout en préservant la protection des investisseurs. Cette réflexion a notamment abouti en 2004 à une profonde réforme de la structure des marchés boursiers en France, qui a permis de créer un environnement plus propice à la cotation des PME. Elle s'est poursuivie plus récemment par le lancement au printemps 2007 d'un groupe de travail de place chargé de proposer de nouveaux aménagements aux obligations pesant actuellement sur les petites et moyennes sociétés cotées.*

Mots-clés : PME, petites et moyennes valeurs, Eurolist, Alternext, Plan d'action des services financiers, AMF, introduction en bourse, liquidité, information financière

Codes JEL : G21, G28, G32, L26

NB : Yves Mansion est Président du groupe de travail de l'AMF sur les petites et moyennes valeurs.

## I | Un nouveau paysage boursier, mieux adapté aux besoins des PME

Depuis le début des années 2000, le paysage boursier français a connu de profondes évolutions, favorables aux petites et moyennes valeurs. En premier lieu, la structure même de la cote a été considérablement modifiée, avec, notamment, la création d'un marché dédié aux PME. En outre, afin d'améliorer la visibilité et l'attractivité des valeurs moyennes auprès des investisseurs et des professionnels, une nouvelle gamme d'indices spécifiques a été créée, de même qu'un label d'expert en valeurs moyennes.

### I | I La restructuration de la cote

Jusqu'en 2005, les petites et moyennes valeurs étaient, à Paris, disséminées au sein de l'ensemble des marchés d'actions, à savoir les marchés réglementés – les Premier, Second et Nouveau marchés – ainsi que le Marché libre, marché organisé mais non réglementé. Leur faible visibilité de fait rendait leurs titres peu attractifs et, par voie de conséquence, peu liquides. En outre, d'un point de vue moins structurel, le nouveau marché, dédié aux valeurs de croissance, était entré depuis l'éclatement de la bulle technologique en 2000 dans une crise profonde, enregistrant une chute d'activité à partir de cette date, sur le marché tant primaire (introductions, émissions de titres de capital) que secondaire (nombre de transactions, volumes échangés).

Afin d'offrir des solutions mieux adaptées aux besoins des valeurs moyennes, Euronext<sup>1</sup> a donc engagé une profonde réorganisation de sa cote. Cette dernière a abouti en 2005 à, d'une part, la mise en place d'un marché réglementé unique, Eurolist et, d'autre part, la création d'Alternext, marché dédié aux petites et moyennes valeurs. Cette réforme s'inscrivait en outre dans un contexte réglementaire marqué par la transposition des directives « prospectus » et « transparence », visant à harmoniser au niveau européen les obligations d'information et de transparence relatives à l'admission et à la négociation de valeurs mobilières sur des marchés réglementés.

### Une classification selon la taille au sein d'un marché unifié

Le premier volet de la restructuration de la cote a donc consisté à Paris dans le regroupement des sociétés des Premier, Second et Nouveau marchés au sein d'un marché réglementé unique, Eurolist. Les sociétés sont désormais classées selon un critère de capitalisation : le compartiment A regroupe ainsi les grandes valeurs ou *Blue chips* (capitalisations supérieures à un milliard d'euros), le compartiment B, celui des moyennes valeurs (capitalisations comprises entre 150 millions et 1 milliard d'euros) et le compartiment C, celui des petites valeurs (capitalisations inférieures à 150 millions d'euros). Clairement identifiables, les petites et moyennes valeurs sont donc potentiellement plus visibles pour les investisseurs.

En revanche, du fait de l'entrée en application des directives européennes « prospectus » et « transparence », l'ensemble des sociétés sont soumises aux mêmes obligations, lors de leur introduction sur Eurolist, puis tout au long de leur parcours boursier, et ce, quelle que soit leur taille. Dans une certaine mesure, une telle harmonisation peut apparaître, sinon inadaptée, du moins discriminante pour les petites et moyennes valeurs. En effet, ces dernières, qu'elles soient d'ores et déjà présentes sur Eurolist ou qu'elles aspirent à le devenir, n'ont pas toutes nécessairement les moyens humains et/ou financiers suffisants pour répondre aux obligations inhérentes à la cotation sur un marché réglementé. À cet égard, la création d'Alternext en 2005 visait justement à offrir aux PME non éligibles à la cotation sur Eurolist, un accès aux marchés financiers, tout en garantissant aux investisseurs un niveau de protection supérieur à celui prévalant sur le Marché libre.

### La création d'Alternext, marché financier dédié aux petites et moyennes valeurs

Créé en mai 2005, Alternext est en effet un marché organisé, mais non réglementé au sens juridique de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004. En ce sens, il présente des allègements substantiels par rapport aux règles auxquelles doivent se conformer les sociétés cotées

<sup>1</sup> Bourse paneuropéenne, Euronext regroupe les marchés de produits dérivés et au comptant de Paris, Amsterdam, Bruxelles, et Lisbonne, ainsi que le Liffe (London International Financial Futures and Options Exchange). En 2007, Euronext a fusionné avec le NYSE (New York Stock Exchange).

sur Eurolist. Ainsi, au moment de l'introduction, deux années de comptes dont le dernier exercice certifié sont requises, contre trois années de comptes certifiés pour Eurolist (cf. tableau 1). S'agissant des titres diffusés dans le public, seul un minimum de flottant de 2,5 millions d'euros est exigé<sup>2</sup>. De même, les obligations d'information, une fois l'entreprise cotée, sont adaptées aux PME. En premier lieu, s'agissant de l'information comptable, les normes IFRS ne sont pas obligatoires et les comptes semestriels ne doivent pas nécessairement être audités<sup>3</sup>. De même, les exigences de déclaration des franchissements de seuil ont été fixées uniquement pour les seuils de 50 % et 95 % du capital.

Pour autant, Alternext offre également des garanties en matière d'information et de protection des investisseurs qui n'existent pas sur des marchés non réglementés comme le Marché libre. Ainsi, un

historique minimum des comptes préalablement à l'introduction est exigé. Par ailleurs, un actionnaire majoritaire détenant plus de 95 % du capital qui souhaiterait radier la société de la cote doit proposer un prix de sortie aux actionnaires minoritaires validé par un expert indépendant. De même, en cas de changement de contrôle de la société, l'acquéreur s'engage à faire une offre aux actionnaires minoritaires à un prix au moins égal au prix d'acquisition. Véritable originalité d'Alternext, les sociétés cotées doivent en outre obligatoirement recourir à un « *listing sponsor* », chargé d'apporter son assistance au moment de l'introduction et tout au long de la cotation de la société, afin d'aider cette dernière à respecter ses obligations légales et réglementaires<sup>4</sup>. Enfin, des sanctions sont prévues à l'encontre des sociétés cotées ayant manqué à leurs obligations d'information, allant du simple avertissement à la radiation des titres et à une sanction pécuniaire de l'AMF.

**Tableau 1 Principales caractéristiques des marchés boursiers en France en 2007 en cas d'appel public à l'épargne**

	<b>Eurolist</b>	<b>Alternext</b>	<b>Marché libre</b>
Entreprises concernées	Grandes et moyennes valeurs	PME et PMI	Petites entreprises
Diffusion minimum de titres au public	25 % de titres dans le public ou 5 % du capital représentant au moins 5 millions d'euros	2,5 millions d'euros	Pas de minimum
Document à établir/Visa AMF	Prospectus/Visa obligatoire	Prospectus/Visa obligatoire	Prospectus/Visa obligatoire
Présence d'un PSI	Obligatoire	Obligatoire	Obligatoire
<i>Listing sponsor</i>	Non	Oui	Non
Historique des comptes	3 années de comptes certifiés plus derniers comptes semestriels certifiés si admission plus de 9 mois après clôture	2 années de comptes Dernier exercice certifié plus comptes intermédiaires si admission plus de 9 mois après clôture	2 ans si ancienneté le permet
Normes comptables	IFRS obligatoires	Françaises (IFRS non obligatoires)	Françaises
Information financière	Comptes annuels et semestriels audités, CA trimestriel publiés au Bulletin des Annonces légales obligatoires (BALO)	Comptes annuels audités et semestriels non audités publiés sur les sites de la société et d'Euronext	Seule information légale au titre du droit des sociétés
Franchissement de seuil à déclarer	5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33 %, 50 %, 66 %, 90 % et 95 % du capital ou droits de vote	50 % et 95 % du capital	Aucun

Note : Sur Alternext comme sur le Marché libre, il n'y a pas nécessairement appel public à l'épargne. Ainsi, les sociétés peuvent faire l'objet d'un placement privé sur Alternext, d'un montant minimal de 5 millions d'euros répartis entre au moins cinq investisseurs.

Sources : Euronext – Paris, AMF

<sup>2</sup> À cet égard, les conditions d'admission sur Euronext apparaissent également plus souples que celles prévalant antérieurement sur le Second marché (flottant d'au moins 10 %).

<sup>3</sup> Cf. note thématique n° 2 : « Financement des PME et normes comptables », dans le présent Bulletin.

<sup>4</sup> En juillet 2007, on comptait ainsi 41 listing sponsors à Paris. Le listing sponsor peut être un prestataire de services d'investissement, un cabinet d'audit, un cabinet d'avocats ou une société spécialisée en opérations de haut de bilan.

## I | 2 La mise en place d'une nouvelle gamme d'indices spécifique aux valeurs moyennes

Parce que les indices boursiers sont devenus un outil indispensable à la gestion de portefeuille, Euronext – Paris a élaboré, parallèlement à la modification de la structure de la cote, une nouvelle gamme d'indices spécifique aux petites et moyennes valeurs.

En premier lieu, l'indice CAC *Mid* 100 est composé des 100 premières capitalisations qui suivent les 60 valeurs les plus importantes composant les indices CAC 40 et CAC Next 20. L'indice CAC *Small* 90 comprend pour sa part les 90 valeurs suivant les valeurs de l'indice CAC *Mid* 100. Ces deux indices sont inclus dans l'indice SBF 250, l'indice CAC *Small* 90 étant constitué des capitalisations les moins élevées au sein de l'indice SBF 250. L'indice CAC *Mid & Small* 190 est par ailleurs défini comme la réunion des indices CAC *Mid* 100 et CAC *Small* 90.

Ces trois indices sont pondérés par la capitalisation flottante et les valeurs qui les composent doivent en outre enregistrer une rotation annuelle des titres d'au moins 5 %<sup>5</sup>. En revanche, seul l'indice CAC *Mid* 100 est calculé en continu, les indices CAC *Small* 90 et CAC *Mid & Small* 190 étant pour leur part calculés deux fois par jour, à l'ouverture et à la clôture des marchés.

Plus récemment, au second semestre 2006, a été créé l'indice Alternext *All Share*, constitué de l'ensemble des valeurs cotées sur les marchés Alternext d'Euronext.

## I | 3 L'instauration d'un label d'expert en valeurs moyennes (Small & Midcap Expert)

Afin d'accroître la visibilité, la liquidité et donc l'attractivité des valeurs moyennes, Euronext a également institué un label d'expert en valeurs moyennes visant les intermédiaires financiers particulièrement engagés sur ce segment de marché. Pour pouvoir bénéficier de ce label, les intermédiaires

financiers doivent disposer d'une équipe dédiée à l'analyse financière, au marketing et à la vente des titres de PME cotées sur les compartiments B et C. Ils doivent également s'engager à suivre au moins 60 de ces valeurs dont au moins 20 du compartiment C et 10 pour lesquelles le volume de transactions est inférieur à 2 500 négociations par an. Ils doivent enfin publier une analyse financière annuelle, des points semestriels à l'occasion de la publication des comptes et des messages d'information lors des événements marquants concernant les valeurs suivies.

## 2 | Le comportement des petites et moyennes valeurs en bourse

Les petites et moyennes valeurs ont acquis un poids significatif au sein de la cote parisienne. Mais si les PME ont eu, au cours de ces dernières années, de plus en plus recours aux marchés pour se financer, leurs titres restent en revanche, pour un certain nombre d'entre elles, peu liquides.

### 2 | I Un poids significatif au sein de la cote

Hors Marché libre, il apparaît que les petites et moyennes valeurs (sociétés cotées sur les compartiments B et C d'Eurolist et Alternext) représentaient à fin juillet 2007 plus des trois quarts de la cote parisienne, mais moins de 3 % de la capitalisation boursière totale (cf. tableau 2).

La capitalisation moyenne par entreprise s'élève à 54 millions d'euros sur Alternext, niveau comparable à celui du compartiment C d'Eurolist (62 millions d'euros). Ce marché apparaît par ailleurs homogène du point de vue de la taille puisque un peu moins des deux tiers des sociétés cotées sur Alternext fin juillet 2007 avaient une capitalisation boursière de moins de 50 millions d'euros, et pour 86 % d'entre elles, de moins de 100 millions d'euros. À titre de comparaison, plus de la moitié des valeurs du compartiment C avaient, à la même date, une capitalisation boursière inférieure à 50 millions d'euros et 80 % à moins de 100 millions d'euros.

5 Le taux de rotation est défini comme le rapport entre le nombre de titres échangés sur une période donnée et le nombre de titres inscrits.

**Tableau 2 Nombre et capitalisation boursière des sociétés cotées à Paris fin juillet 2007***(capitalisation en millions d'euros)*

	Nombre	Capitalisation	Capitalisation moyenne
Compartiment A (en %)	137 16,5	1 930 035 48,5	14 087,8
Compartiment B (en %)	194 23,4	96 352,5 2,4	496,7
Compartiment C (en %)	338 40,7	20 818,5 0,5	61,6
Autres (valeurs étrangères) (en %)	57 6,9	1 927 541 48,4	33 816,5
Compartiment spécial <sup>a)</sup> (en %)	5 0,6	39 0,0	7,8
Alternext (en %)	100 12,0	5 387,9 0,1	53,9
Total (en %)	831 100,0	3 980 174,1 100,0	4 789,6

a) Le compartiment spécial regroupe les titres de sociétés affectées par des événements susceptibles de compromettre le bon fonctionnement du marché (sociétés qui ne remplissent pas leurs engagements en matière d'information financière ou en procédure de redressement judiciaire ou encore affichant une capitalisation boursière inférieure à 4 millions d'euros).

Sources : Euronext - Paris ; calculs : AMF

En outre, lorsqu'elles accèdent aux marchés financiers, les petites et moyennes valeurs ou, du moins, les plus grandes d'entre elles, ouvrent leur capital de façon substantielle. Ainsi, la moitié des sociétés composant l'indice CAC Mid 100, fin juillet 2007, et 60 % des sociétés de l'indice CAC Small 90 avaient un flottant supérieur à 50 % <sup>6</sup>. À titre de comparaison, cette proportion s'élève à 90 % pour les sociétés du CAC 40, 55 % d'entre elles présentant en outre un flottant supérieur ou égal à 90 % (cf. tableau 3).

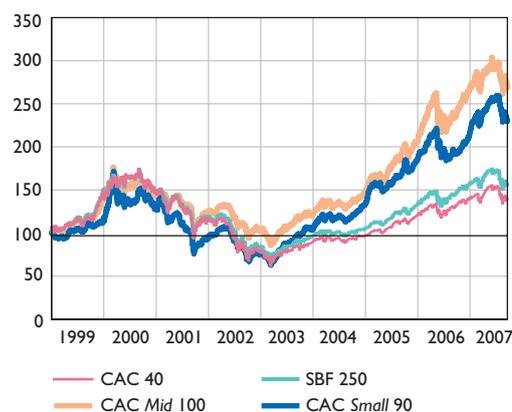
## 2 | 2 Une sur-performance des indices boursiers dédiés aux petites et moyennes valeurs

Depuis 2003, les petites et moyennes capitalisations ont affiché des performances supérieures à celles des indices de grandes valeurs, à l'exception toutefois de l'année 2006, au cours de laquelle elles avaient été pénalisées par leur plus grande sensibilité aux variations du prix de l'énergie et des matières premières, leur moindre insertion dans le commerce mondial ainsi que la multiplication des opérations de fusions-acquisitions parmi les grandes capitalisations (cf. graphique).

### Évolution des indices boursiers

Dernière observation : 18 septembre 2007

(en points de base ; base 100 = 31 décembre 1998)



Source : Euronext - Paris

**Tableau 3 Répartition des sociétés appartenant aux indices CAC Mid 100 et CAC Small 90 selon leur niveau de flottant**

À fin juillet 2007

(en %)

	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %	Total
Cac Small 90	5,7	14,8	21,6	23,9	11,4	5,7	8,0	4,5	4,5	100,0
Cac Mid 100	6,0	21,0	23,0	20,0	7,0	4,0	7,0	8,0	4,0	100,0

Sources : Euronext - Paris ; calculs : AMF

6 Le flottant représente la part du capital d'une société cotée disponible au public.

## 2 | 3 Des appels au marché de plus en plus fréquents

### Des introductions en bourse de valeurs moyennes de plus en plus nombreuses

Dans le sillage du dégonflement de la bulle sur les valeurs technologiques, le marché des introductions en bourse s'était rapidement tari en France comme sur l'ensemble des grandes places internationales, avant de rebondir en 2004. Depuis cette date, les introductions s'inscrivent sur une tendance dynamique, notamment celles qui concernent les petites et moyennes valeurs. Les introductions sur les compartiments B et C d'Eurolist ont en effet représenté près des trois quarts des opérations et plus de 2,5 milliards d'euros de capitaux levés entre 2005 et fin juillet 2007 (cf. tableau 4). Pour sa part, Alternext a enregistré, moins de deux ans et demi

après sa création, 102 introductions — dont deux ont depuis été suivies d'un transfert sur Eurolist — et permis de lever près d'un milliard d'euros. À cet égard, il convient de souligner que la très nette augmentation du nombre et de la taille unitaire des opérations sur Alternext contraste assez nettement avec la relative stabilité de l'activité sur le compartiment C.

### Un recours accru au marché pour les sociétés déjà cotées

Alors que le nombre de sociétés cotées décroît depuis des années, celles qui restent cotées apparaissent, pour leur part, de plus en plus actives. En particulier, entre 2004 et la mi-2007, les petites et moyennes valeurs ont été de plus en plus nombreuses à faire appel au marché pour se financer (cf. tableau 5).

Les montants émis par les petites et moyennes valeurs sont également en nette augmentation, avoisinant, depuis début 2004, 7 milliards d'euros — soit 10 % environ du total des émissions sur l'ensemble des marchés parisiens —, de même que le nombre d'opérations (cf. tableau 6).

**Tableau 4 Nombre d'introductions et montants des capitaux levés lors de ces opérations**

(montants en millions d'euros)

		2005	2006	2007 <sup>(a)</sup>
Eurolist	Nombre	22	33	18
	Capitaux levés	13 505,4	9 309,8	1 848,6
Dont : Eurolist A	Nombre	6	8	3
	Capitaux levés	12 717,2	8 139,4	1 280,1
Eurolist B	Nombre	5	11	8
	Capitaux levés	564,4	899,9	379,4
Eurolist C	Nombre	10	13	7
	Capitaux levés	223,8	270,6	189,1
Alternext	Nombre	20	51	31
	Capitaux levés	85,6	438,9	317,3
Marché libre	Nombre	18	23	22
	Capitaux levés	5,7	11,7	17,1
<b>Total</b>	<b>Nombre</b>	<b>60</b>	<b>107</b>	<b>71</b>
	<b>Capitaux levés</b>	<b>13 596,7</b>	<b>9 760,4</b>	<b>2 183,0</b>

(a) Données à fin juillet 2007

Source : Euronext - Paris

**Tableau 5 Évolution du nombre de sociétés ayant émis des titres de capital**

Marché	2004	2005	2006	1 <sup>er</sup> semestre 2007
Eurolist	240	251	268	226
Dont : Compartiment A	92	83	92	83
Compartiment B	63	75	80	73
Compartiment C	82	93	97	66
Alternext <sup>a)</sup>	–	4	21	22
Marché libre	28	29	35	21
<b>Total</b>	<b>268</b>	<b>282</b>	<b>322</b>	<b>269</b>

a) Alternext a été créé en mai 2005.

Note : Compte tenu des transferts, le nombre total de sociétés n'est pas toujours équivalent à la somme des valeurs par marché.

Source : Euronext - Paris

Tableau 6 Émissions de titres de capital : évolution de leur nombre et de leur montant

(montants en millions d'euros)

Marchés	2004		2005		2006		1 <sup>er</sup> semestre 2007	
	Montant	Nombre	Montant	Nombre	Montant	Nombre	Montant	Nombre
Eurolist	10 590,4	903	14 072,3	1 054	27 029,0	937	16 696,0	469
Dont : Compartiment A	9 684,6	497	12 001,0	497	25 228,3	457	13 087,9	201
Compartiment B	563,0	175	1 619,8	263	1 336,3	234	1 370,7	143
Compartiment C	323,0	224	447,4	291	464,3	244	429,9	117
Alternext <sup>(a)</sup>	–	–	54,1	9	81,1	32	165,5	31
Marché libre	89,7	43	137,6	50	140,0	60	229,0	25
<b>Total</b>	<b>10 680,1</b>	<b>946</b>	<b>14 264,0</b>	<b>1 113</b>	<b>27 250,0</b>	<b>1 029</b>	<b>17 090,6</b>	<b>525</b>

(a) Alternext a été créé en mai 2005.

Source : Euronext – Paris

## 2|4 Une liquidité secondaire en progrès

Pour une société cotée, l'attractivité de ses titres dépend en partie de leur liquidité. De ce point de vue, plus de 40 % des valeurs cotées sur le

compartiment C et près des deux tiers des valeurs du compartiment B ont été négociées à toutes les séances en 2006. Seule une dizaine de sociétés du compartiment C n'ont fait l'objet d'aucune négociation en 2006. Néanmoins, les transactions sont parfois peu nombreuses ou portent sur de faibles montants (cf. tableau 7).

Tableau 7 Nombre de transactions <sup>(a)</sup> et montants échangés par jour de cotation en 2006 <sup>(b)</sup>

(montants en milliers d'euros)

		Minimum	Q1	Médiane	Q3	Maximum
Compartiment A	Nombre de transactions	3,5	342,9	1 451,4	3 036,4	8 214,2
	Montants échangés	7,7	2 966,6	15 979,9	60 788,7	565 726,2
Compartiment B	Nombre de transactions	1,2	14,8	53,3	155,7	2 902,8
	Montants échangés	0,1	84,0	295,7	753,3	20 180,4
Compartiment C	Nombre de transactions	0,0	3,6	11,9	37,2	1 415,8
	Montants échangés	0,0	7,5	33,2	87,3	4 689,8
Alternext	Nombre de transactions	1,6	5,5	11,0	31,8	266,7
	Montants échangés	5,9	17,8	37,0	87,9	941,4

(a) L'échantillon regroupe ici les sociétés présentes à la cote fin 2006, classées selon leur compartiment d'appartenance à cette date.

(b) Transactions enregistrées sur le marché central

Source : Euronext – Paris

### 3 | Vers de nouveaux aménagements réglementaires en faveur des petites et moyennes valeurs

Les profondes modifications du paysage boursier ont sans nul doute contribué à l'amélioration de l'accessibilité des PME aux marchés financiers, illustrée par les débuts très prometteurs d'Alternext. Pour autant, des améliorations peuvent encore être apportées au dispositif réglementaire actuel. Les valeurs moyennes, à travers leurs associations représentatives, ont d'ailleurs fait part de leurs difficultés face à la multiplication et à la complexité des obligations législatives ou réglementaires auxquelles elles sont soumises, notamment depuis la transposition des directives européennes adoptées dans le cadre du plan d'action de la Commission européenne pour les services financiers <sup>7</sup>. En particulier, depuis la création d'Eurolist, les obligations auxquelles sont soumises les sociétés cotées sur le marché réglementé parisien sont les mêmes quelle que soit leur taille. Or une telle situation pourrait peser à terme sur la compétitivité et l'attractivité des compartiments B et C d'Eurolist. C'est dans ce contexte et en liaison étroite avec Middlenext <sup>8</sup> que l'Autorité des marchés financiers a mis en place, en avril 2007, un groupe de travail chargé de proposer des aménagements aux obligations d'information financière pesant sur les petites et moyennes valeurs, dans le respect des textes européens. Cette réflexion s'inscrit dans un projet plus large du gouvernement visant à renforcer la compétitivité de la place de Paris.

Pour définir le champ d'application des aménagements qu'il proposera, le groupe de travail devrait appréhender la notion de petite et moyenne valeur à partir d'un seuil fondé sur la capitalisation boursière et non sur le flottant, donnée d'un maniement plus délicat pour les marchés et les entreprises concernées, notamment en termes d'actualisation. Le seuil retenu devrait être inférieur à celui d'un milliard d'euros, qui constitue la limite entre les compartiments A et B.

Les travaux du groupe devraient aboutir à des modifications du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, dans la mesure où les obligations d'information financière ne sont pas toutes du seul ressort du régulateur, ils devraient également donner lieu à des propositions de modifications législatives, voire d'obligations résultant des directives européennes précédemment évoquées.

S'agissant des deux dernières catégories de propositions, les travaux du groupe ne sont pas suffisamment avancés pour être présentés à ce stade <sup>9</sup>. En revanche, les réflexions du groupe de travail sur de possibles aménagements du règlement général de l'AMF sont sur le point d'être finalisées. Ceux-ci devraient permettre aux valeurs moyennes de bénéficier d'un cadre plus souple pour la rédaction de leur document de référence <sup>10</sup>.

Pour ce faire, les exigences applicables à la rédaction du document de référence ont été passées en revue par le groupe de travail afin d'identifier celles susceptibles d'aménagements, dans le respect des textes européens, en particulier la directive « prospectus » <sup>11</sup>.

En effet, le schéma d'élaboration du document de référence français est fondé sur le schéma prévu par la directive « prospectus ». Il n'est donc pas envisageable, en l'état actuel des textes européens, de supprimer certaines de ces exigences. Toutefois, des aménagements ont été jugés possibles sur certains aspects non directement couverts par le règlement européen sur le prospectus ou encore du fait même des dispositions de ce règlement.

Ainsi, tout en respectant la directive, les valeurs moyennes pourraient bénéficier des allègements suivants :

- suppression des exigences supplémentaires ou des interprétations retenues par l'AMF pour la rédaction de certaines rubriques du document de référence (par exemple, sur les assurances ou le provisionnement des litiges) ;

<sup>7</sup> Directives « prospectus », « transparence » et « abus de marché », notamment

<sup>8</sup> Association professionnelle représentant les valeurs moyennes cotées en France

<sup>9</sup> Les propositions concerneraient toutefois, au niveau européen, le délai de deux mois pour la publication des comptes et du rapport financier semestriels (directive « transparence »), ou encore les obligations relatives aux déclarations des transactions des dirigeants et à l'établissement des listes d'initiés (directive « abus de marché »). Au niveau national, le groupe devrait sans doute proposer l'allègement des obligations de publication au BALO.

<sup>10</sup> Le document de référence est un document contenant l'ensemble des informations juridiques, économiques et comptables concourant à une présentation exhaustive d'une société pour un exercice donné. Il peut prendre la forme du rapport annuel destiné aux actionnaires de la société ou d'un document spécifique établi pour les besoins de la communication avec le marché.

<sup>11</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2005, le contenu du prospectus est défini par le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 (« Le Règlement européen ») pris en application de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (la directive « prospectus »).

- mention des seules informations ayant un caractère significatif, à chaque fois que le règlement européen le permet, notamment lorsque sont utilisés des qualificatifs tels que « principaux », « importants », « significatifs » ou encore « sensiblement », étant précisé que des indications seraient par ailleurs données aux entreprises concernées pour apprécier ce caractère, en fonction du type d'information demandé (par exemple, pour sélectionner les principaux investissements) ;
- simplification de certaines recommandations publiées par l'AMF (par exemple, la recommandation sur la présentation des facteurs de risque), voire, lorsque cela est possible, par le CESR <sup>12</sup> ;
- multiplication des renvois aux informations figurant déjà dans le document de référence, pour éviter les redondances (par exemple, renvoi à la liste des filiales figurant dans les comptes).

L'AMF devrait publier un guide du document de référence spécifique aux PME qui rassemblera dans un document unique tous les textes applicables à l'élaboration du document de référence, en plus des aménagements mentionnés ci-dessus. Cette présentation simplifiera la tâche des valeurs moyennes face à la diversité des sources d'exigences réglementaires applicables.

*Les récentes réformes intervenues sur les marchés d'actions français constituent une avancée fondamentale pour l'accès des PME aux marchés financiers, en ce qu'elles reposent sur deux principes essentiels : la nécessité, d'une part, d'un cadre réglementaire adapté à cette population d'entreprises bien spécifique et, d'autre part, de mieux répondre au besoin d'accompagnement des PME tout au long de leur parcours boursier. C'est également sur ces principes que reposent les réflexions menées actuellement par l'AMF, avec pour objectif final de concilier l'impératif de la protection de l'épargne et la nécessité de lever les obstacles nuisibles à la compétitivité des petites et moyennes valeurs et, in fine, de la place financière de Paris.*

<sup>12</sup> "Committee of European Securities Regulators"

