

Le coût de la cotation

Didier MARTIN

Avocat au Barreau de Paris, Associé Bredin Prat

Résumé : Le choix d'introduire les titres d'une société en bourse est une décision devant être mûrement réfléchie. Ce choix doit en effet tenir compte à la fois des avantages certains inhérents à l'introduction en bourse d'une société mais également des coûts et des contraintes engendrés par cette cotation. Si le besoin de financement et de liquidité peut conduire la société à vouloir s'introduire en bourse, les nombreux coûts liés à la cotation et au statut de société cotée devront être pris en compte dans le processus de décision. L'objectif de la présente étude est d'évoquer la multitude de ces coûts et contraintes imposés par la cotation d'une société. Elle vise également à attirer l'attention du lecteur sur les mesures prises ou à prendre en faveur d'une diminution de ces coûts et plus généralement sur la volonté de rendre le marché plus attractif et moins coûteux notamment par le développement et la mise en œuvre de mesures incitatives en faveur des PME. Alors qu'une diminution des coûts de cotation est souhaitable, la priorité doit toutefois résider dans le développement d'un marché efficace et efficient.

Mots-clés : Cotation, PME, coûts, frais de cotation, directive MIF, bourse, transparence, gouvernance, écosystème, efficience du marché

« L'objectif pour les marchés boursiers français réside donc avant tout, non pas dans la diminution à tout prix des frais liés à la cotation qui bien entendu doivent encore diminuer, mais davantage dans la création d'[un] environnement favorable permettant un marché attirant et efficient ».

L'introduction en bourse a connu un large succès au milieu des années quatre-vingt, à la faveur de la politique de privatisation initiée par le gouvernement français à compter de 1987. Ce succès s'est cependant atténué

depuis 2008, le contexte économique incertain et le caractère erratique des marchés boursiers ayant conduit à une certaine désaffection des marchés financiers par les investisseurs.

Si le marché des introductions en bourse a pu connaître un regain d'intérêt en 2011 et 2012¹, de nouvelles tendances sont également apparues : les opérations d'introduction en bourse sont rendues plus complexes par la très forte volatilité des marchés, et les fenêtres pour mener à bien de telles opérations ont considérablement raccourci, rendant le risque d'exécution plus fort et conduisant à l'abandon de plusieurs projets d'envergure au cours des dernières années.

Néanmoins, et en dépit du développement de modes alternatifs de financement, tel que le financement participatif (crowdfunding), l'attrait de la bourse semble perdurer et, le marché, notamment obligataire, joue un rôle croissant et indispensable dans le financement des entreprises, la cotation des obligations assurant une plus grande liquidité. Il apparaît à cet égard que Luxembourg n'est plus la place privilégiée d'émissions des obligations d'entreprises libellée en euros et que la place de Paris a considérablement renforcé sa position sur ce marché depuis 2010².

Les raisons qui conduisent à introduire une société en bourse peuvent être diverses et sont généralement liées à la stratégie de l'entreprise et de ses propriétaires. Le plus souvent, les entreprises qui s'adressent aux marchés financiers le font pour avoir accès à des ressources financières nouvelles, afin d'être en mesure de financer des projets significatifs ou pour faire évoluer leur actionnariat, en offrant le cas échéant à certains actionnaires une liquidité.

D'autres motivations peuvent aussi exister en faveur d'une telle opération : renforcer la visibilité et la crédibilité de la société vis-à-vis de ses clients, fournisseurs ou salariés, faciliter la réalisation d'opérations de rapprochement, ou la mise en place de mécanismes de rémunération des dirigeants et des salariés offrant une meilleure corrélation avec les résultats. Dans le cas de sociétés familiales, l'introduction en bourse peut également permettre d'assurer la liquidité des titres ou de résoudre des situations familiales parfois complexes.

Enfin, le fait de rendre l'entreprise responsable à l'égard du marché est présenté comme une conséquence positive de l'introduction en bourse. La

1 Respectivement 75 et 38 visas délivrés par l'AMF en vue d'introduction sur les marchés d'Euronext et d'Alternext en 2012 et 2011 contre respectivement 11 et 4 en 2010 et 2009.

2 L'Agefi du 4 février 2010 : « Marché obligataire : Paris à l'offensive ».

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

transparence et l'évaluation faite par le marché qui en découle obligent les dirigeants à mettre en œuvre des processus de décision mieux structurés.

Pourtant, en dépit de ces nombreux avantages, de grands groupes comme Ikéa ou Mars, par exemple, choisissent de ne pas coter leurs titres. Ces choix s'expliquent par de nombreux facteurs propres à chaque entreprise, mais également, par le fait que la cotation présente, certes des mérites, mais également des inconvénients liés notamment à la pression et à l'instabilité des marchés³ et au renforcement des exigences réglementaires s'imposant aux émetteurs et aux différents coûts que génère une cotation. Ceci se vérifie encore davantage s'agissant d'entreprises de taille intermédiaire qui n'hésitent pas à choisir de renoncer à la source de financement que représentent les marchés financiers, au regard des contraintes qu'emporte une cotation.

L'introduction en bourse résulte donc d'un véritable choix qui suppose d'apprécier le coût réel que représente la cotation d'instruments financiers et d'arbitrer entre les avantages retirés de cette cotation et les inconvénients qui en découlent.

Sans revenir sur les bénéfices incontestés qui peuvent être attendus d'une telle opération financière, la présente étude s'attache à examiner les différents coûts, immédiats ou récurrents, directs ou induits, que peut représenter une introduction en bourse pour une entreprise.

Nous nous attacherons à l'analyse du coût de la cotation sur les marchés d'actions et de dettes tel qu'il peut être constaté sur les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation. D'autres marchés, de matières premières ou de produits plus complexes comme les dérivés, pourraient être étudiés, mais les problématiques constatées sur ces marchés étant relativement différentes, ils seront exclus du champ de la présente étude.

L'admission et le maintien à la cote d'une société présentent un coût direct lié principalement aux frais d'introduction et de maintien à la cote (I).

À ce coût, s'ajoutent également des coûts indirects que la société doit supporter pour adapter son mode de fonctionnement, son organisation et ses règles de gouvernance aux exigences qui s'imposent aux sociétés cotées (II).

Ces coûts, nécessitant une adaptation de l'organisation et du fonctionnement interne de la société cotée pour faire face aux contraintes liées au respect de la réglementation boursière, sont, de loin, les plus importants.

3 Cf. en ce sens, *Le Monde* du 9 août 2013, citant l'exemple de BlackBerry dont la capitalisation boursière s'est effondrée au cours des cinq dernières années et qui cherche aujourd'hui à s'éloigner de la pression des marchés.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

Enfin, la cotation expose à des risques et impose des contraintes tels qu'ils peuvent dissuader les émetteurs de s'introduire en bourse ou les conduire à en sortir (III).

I. — LES COÛTS DIRECTS D'ADMISSION ET DE COTATION

La cotation d'une société en bourse entraîne pour l'émetteur des coûts directement liés à son introduction et son maintien en bourse. Cette cotation entraîne également des coûts de transaction pour les investisseurs effectuant des opérations sur des titres cotés (A).

À ces coûts s'ajoutent d'autres frais directement liés à la préparation du projet d'introduction en bourse de la société. Cette préparation et le suivi de la cotation impliquent notamment de faire appel à de nombreux intervenants dont les services doivent nécessairement être rémunérés (B).

A. — *Les coûts directs de cotation et de négociation*

Les coûts directs de cotation peuvent être dus par l'émetteur en contrepartie de son introduction et de son maintien en bourse. L'émetteur est ainsi tenu de payer à l'entreprise de marché des frais d'entrée et de maintien à la cote (1).

En outre, les investisseurs eux-mêmes supportent des frais liés aux transactions qu'ils effectuent sur les titres cotés (2).

Or, conscients du frein que peuvent représenter ces coûts pour les investisseurs ou les émetteurs, il a été mis fin, sous l'impulsion du législateur communautaire, au monopole des transactions au bénéfice des marchés réglementés afin notamment de favoriser la concurrence entre les différents marchés européens et faire diminuer les coûts de cotation et de transaction sur ces marchés (3).

1 - Les coûts d'admission et de maintien à la cote supportés par l'émetteur⁴

Le prix de la cotation correspond, principalement, aux frais que l'émetteur doit verser aux entreprises de marché pour les services rendus par ces dernières, non seulement lors de l'admission de leurs titres aux négociations sur le marché mais également, par la suite, pendant toute la durée de la cotation.

4 NYSE Euronext et NYSE Alternext, *Brochure tarifaire européenne 2013*.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

Relèvent ainsi, par exemple, de la compétence de l'entreprise de marché, la gestion et la surveillance des marchés et des systèmes de cotation, la diffusion des cours en temps réel, le contrôle des membres...

Ces divers services ont un coût qui s'explique notamment par les contraintes réglementaires importantes auxquelles l'entreprise de marché est elle-même soumise. En effet, parce que l'entreprise de marché « veille à ce que chaque marché réglementé qu'elle gère remplisse en permanence les exigences qui lui sont applicables »⁵, elle doit disposer « en permanence, des ressources financières suffisantes pour permettre le bon fonctionnement du marché »⁶.

Elle est ainsi tenue d'établir les règles du marché, de mettre en œuvre des procédures destinées à détecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché, de tout conflit d'intérêt, et doit disposer « en permanence des moyens, d'une organisation et de procédures de suivi adéquats permettant d'identifier les risques significatifs de nature à compromettre le bon fonctionnement du marché réglementé qu'elle gère et prendre les mesures appropriées pour atténuer ces risques »⁷.

En contrepartie des services offerts par Euronext, les sociétés qui procèdent à la cotation de leurs titres sur ces marchés sont tenues de s'acquitter, auprès de l'entreprise de marché, de différents frais.

Ainsi, les entreprises cotées sur l'un des marchés de NYSE Euronext sont soumises tout au long de leur vie boursière à trois types de frais : les frais d'admission, les frais annuels de cotation et les commissions dues dès lors que l'émetteur réalise certaines opérations sur ces titres.

Le coût d'entrée. Dès lors que les titres d'une société « sont admis à la cote et/ou à la négociation sur un quelconque Marché d'Euronext », l'émetteur doit s'acquitter du paiement d'une commission lors de chaque admission, à l'exception de l'admission des titres « dans le cadre de l'exercice d'une option attribuée en vertu d'un plan d'incitation pour les salariés »⁸.

5 Art. L. 421-2 al. 2 du Code monétaire et financier.

6 Art. L. 421-11, II du Code monétaire et financier.

7 Art. L. 421-10, 421-11 et 421-12 du Code monétaire et financier.

8 NYSE Euronext et NYSE Alternext, *Brochure tarifaire Européenne 2013*, art. 2, p. 4.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

Le montant de ces commissions⁹ est fonction de la capitalisation boursière de la société (valorisée au prix de l'offre) au moment de la cotation (taux dégressif par tranche)¹⁰.

À ces coûts d'admission s'ajoutent des frais de dossier payés par les émetteurs¹¹.

L'abonnement annuel. Une fois le prix d'entrée à la cote payé, des frais annuels de cotation doivent également être acquittés par l'émetteur pour maintenir sa cotation en bourse. La commission due au titre de l'abonnement annuel est calculée sur la base du nombre d'actions existant au 31 décembre de l'année précédente¹².

Il est à noter que pour les émetteurs possédant plus d'une catégorie de titres (par exemple des actions ordinaires et des actions de préférence), des frais supplémentaires sont dus au titre de l'abonnement annuel pour chaque catégorie de titres supplémentaires¹³.

Le coût des opérations sur titres. Enfin, les émetteurs doivent payer des commissions à l'entreprise de marché lors (i) du lancement d'une offre publique d'acquisition, (ii) d'une offre de cession volontaire ou (iii) de la radiation portant sur les titres admis ou à admettre à la cotation¹⁴.

En revanche, les frais liés aux autres opérations sur titres sont inclus dans les commissions dues au titre de l'admission des titres à la cote et ne donnent donc lieu à aucun paiement de la part de l'émetteur.

9 Une commission doit être payée lors de la première admission mais également lors de l'admission complémentaire de nouveaux titres (titre de capital, titre de créance, bon de souscription d'action...).

10 À titre d'illustration, la commission d'admission à verser en 2013 par un émetteur dont la capitalisation boursière est comprise entre 100 000 001 et 500 000 000 euros est de 0,04 % (montant plafonné à 224 000 euros) pour la première admission de ses titres de capital.

11 En 2013, ces frais correspondent à un coût fixe de 5 000 euros pour les actes standards et un coût variable dès lors que l'entreprise de marché est amenée à réaliser des actes supplémentaires en raison de la complexité du dossier.

12 En 2013, la commission varie entre 2 800 euros et 23 000 euros au-delà de 100 millions d'actions. Pour les émetteurs dont la capitalisation boursière dépasse 150 millions d'euros, une commission supplémentaire de 10 euros est due pour chaque million supplémentaire de capitalisation boursière : NYSE Euronext et NYSE Alternext, *Brochure tarifaire Européenne 2013*, art. 3.

13 En 2013, l'abonnement annuel pour chaque catégorie de titres supplémentaires s'élève à 2 500 euros.

14 NYSE Euronext et NYSE Alternext, *Brochure tarifaire Européenne 2013*, art. 4.

Au-delà de ces coûts directs payés par l'émetteur à l'entreprise de marché, des frais de négociation sont supportés par les investisseurs lors du passage d'ordres portant sur des titres cotés.

2 - Les coûts de négociation supportés par les investisseurs

La rémunération de l'entreprise de marché et des compensateurs. La négociation sur les marchés actions d'Euronext suppose le paiement par les membres de marchés d'une commission de négociation, qui est fonction du mode de négociation et du niveau de liquidité (*blue chips/small caps*)¹⁵, de frais de connexion, afin d'avoir accès à la plateforme de négociation de l'entreprise de marché, et de frais de compensation, auprès des compensateurs tels que LCH Clearnet et Euroclear.

La rémunération du courtier. Lorsqu'un investisseur non-membre de marché réalise une opération sur un titre coté, des frais de négociation seront également dus par cet investisseur au courtier en charge de la négociation et de la passation des ordres de bourse. Ces frais de négociation varient notamment en fonction du montant de la transaction, du lieu de la transaction, des modalités de passation des ordres, mais également en fonction du courtier auprès duquel les ordres ont été placés.

En moyenne, outre les frais de commission fixe perçus, le prestataire facture environ 0,30 % du montant total de la transaction passée via internet¹⁶.

Les investisseurs paient donc un prix à l'intermédiaire auprès duquel ils ont placé leurs ordres lors de chaque transaction réalisée sur un titre coté. Ces frais sont dus au titre de la prestation de services réalisée par les courtiers.

À ces frais de négociation perçus par les courtiers en bourse, des frais supplémentaires sont supportés par les investisseurs au bénéfice cette fois du Trésor.

¹⁵ <https://europeanequities.nyx.com/fr/members/costs>.

¹⁶ À titre d'exemples, Axa Banque perçoit, pour les ordres de bourse réalisés par internet sur des valeurs cotées sur Euronext Paris-Amsterdam-Bruxelles-Lisbonne, une commission de 0,50 % du montant de la transaction lorsqu'il ne dépasse pas 5 000 euros. Au-delà de 5 000 euros, la commission est de 0,3 % du montant de la transaction : Axa Banque, Conditions tarifaires au 1er mai 2013 ; HSBC Banque perçoit, pour les ordres réalisés sur le marché Euronext, une commission égale à 0,25 % du montant de la transaction lorsqu'il dépasse 6 000 euros : HSBC Banque, Tarification Particuliers au 1er juil. 2013.

La Taxe sur les Transactions Financières. La loi de finance rectificative pour 2012¹⁷ a instauré une Taxe sur les Transactions Financières (TTF) applicable depuis le 1^{er} août 2012. Cette TTF a été instaurée au motif selon lequel le monde de la finance, qui a contribué largement à la crise économique actuelle, doit contribuer au redressement de la situation. Dès lors, depuis le 1^{er} août 2012, la TTF est due pour toute (i) acquisition à titre onéreux, (ii) d'un titre de capital ou d'un titre de capital assimilé (iii) admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger (iv) émis par une société ayant son siège social en France et (v) ayant une capitalisation boursière de plus d'un milliard d'euros au 1^{er} janvier de l'année concernée¹⁸. Le taux de taxation a été fixé à 0,1 % à l'origine puis augmenté à 0,2 % du prix de la transaction.

Il est à noter que la nationalité de l'investisseur ou le lieu de réalisation de l'opération importe peu. Seule la nationalité de la société émettrice et le montant de sa capitalisation boursière sont pris en compte¹⁹. Selon la FBF, cette taxe serait responsable d'une baisse de 15 à 20 % du volume des transactions boursières²⁰.

Cette TTF doit être payée par les prestataires de services d'investissement lorsque l'ordre d'achat est assuré par ces prestataires ou, à défaut, par l'établissement assurant la tenue de compte-conservation. Le montant de la taxe est ensuite versé au dépositaire central (Euroclear France) qui reverse le montant au Trésor. En pratique, le PSI ou l'établissement qui assure la tenue de compte-conservation inclut le montant dû au titre de la TTF dans les frais de courtage payés par l'investisseur.

Au niveau communautaire, la proposition de directive établie par la Commission européenne ne parvient pas à obtenir l'unanimité des États membres. Toutefois, onze États membres semblent s'être accordés pour

17 Loi n° 2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012.

18 Pour une étude approfondie du champ d'application de la TTF et des conditions de sa mise en œuvre, v. notamment, S. Mostafavi, « La taxe sur les transactions financières : la France avance seule », *RTDF* n° 2, 2012, p. 127 et s. ; *Bull. Joly Bourse*, n° 10, 1^{er} oct. 2012, p. 444 et s., « Premières réflexions autour de la taxe sur les transactions financières » ; *JCP G* n° 18, 30 avr. 2012, p. 563 et s., « Taxe sur les transactions financières ».

19 En ce sens, le législateur a tiré les leçons de l'échec de l'ancien impôt de bourse qui était exigible lorsque l'intermédiaire financier intervenait à partir de la France et avait eu pour conséquence une délocalisation des activités financières vers les places boursières non taxées : v. notamment, le rapport du Sénat, *Suppression de l'impôt sur les opérations de bourse à compter de 2008*, 23 nov. 2007.

20 Fédération Bancaire Française, *Taxe sur les transactions financières : une taxe contre-productive pour l'économie*, 7 avr. 2013 ; dans le même sens, v. *Le Figaro*, 18 déc. 2012, « La taxe Tobin pèse sur les volumes d'actions échangés ».

mettre en place une coopération renforcée entre ces États concernant la TTF²¹. Cette coopération renforcée devrait avoir pour effet de rendre applicable cet accord sur la TTF dans ces États.

La proposition de directive prévoit une taxation à hauteur de 0,1 % sur les opérations réalisées sur des actions ou obligations et à hauteur de 0,01 % sur les opérations réalisées sur les produits dérivés. Le champ d'application territorial de la taxe engloberait à la fois les transactions faisant intervenir un établissement financier établi dans l'un des États membres participants mais également les transactions portant sur un instrument financier émis dans l'un de ces États membres. Dans cette dernière hypothèse, peu importe le lieu d'établissement des parties à la transaction dès lors qu'elle porte sur un instrument émis dans l'un des États participants²².

L'objectif de l'instauration d'une telle taxe au niveau européen est notamment d'éviter les distorsions de concurrence entre les différents marchés et de faire participer le secteur financier européen au coût de la crise. Si un accord définitif était trouvé au titre de la coopération renforcée, cet accord instaurerait une TTF dans les seuls États membres participants à la coopération renforcée.

En définitive, alors que l'instauration de la TTF fait encore l'objet de débats au niveau européen, la France a préféré ne pas attendre et instaurer une taxe dont le champ d'application territorial est un facteur de distorsion de concurrence entre les différents marchés réglementés européens. Aujourd'hui, les transactions réalisées sur un marché réglementé français coûtent plus cher à l'investisseur que les transactions réalisées sur d'autres marchés européens dont la législation ne prévoit pas encore de taxe²³.

Or, si ce taux de 0,2 % peut *a priori* sembler modique, il conduit en fait à multiplier par deux les frais de transaction des investisseurs qui préféreront les actions de sociétés étrangères chaque fois que leur stratégie d'investisse-

21 Proposition de Directive mettant en œuvre une coopération renforcée dans le domaine de la TTF.

22 Pour une étude approfondie du régime communautaire, v. notamment, K. Gabai, « Vers une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières (TTF) au niveau de l'Union européenne », *Bull. Joly Bourse*, 1er mai 2013 ; C. Sabot et M. Dautiat, « Nouvelle proposition de directive concernant la taxe européenne sur les transactions financières (TTF UE) : des conséquences potentiellement importantes et de nombreux sujets d'incertitude », *Rev. Banque et droit* n° 148, mars-avr. 2013.

23 D'autres pays de l'Union européenne ont toutefois opté pour l'instauration d'une telle taxe tels que la Hongrie ou l'Italie. Dans d'autres pays l'instauration de la taxe est en cours de discussion (Espagne ou Portugal).

ment le leur permettra²⁴. Cette situation peut avoir pour conséquence une diminution du volume de transactions sur les marchés notamment français et de la liquidité des titres des sociétés cotées²⁵.

La Taxe sur le Trading Haute Fréquence. La directive n° 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers, dite directive MIF, en encourageant la multiplication des plates-formes de négociation et l'innovation technologique²⁶ a eu notamment pour conséquence le développement de la pratique du Trading Haute Fréquence (THF). La pratique du THF peut être définie comme l'« activité de *trading* utilisant une technologie algorithmique sophistiquée pour interpréter les données de marché et, en réponse, mettre en œuvre des stratégies de *trading* résultant généralement en l'émission d'ordres à très haute fréquence et leur transmission en des temps de latence extrêmement réduits »²⁷. Le THF implique un recours à des algorithmes qui identifient des opportunités d'investissements et réalisent ces opportunités par l'envoi d'ordres en un laps de temps extrêmement court.

C'est la raison pour laquelle le droit français, dans « une démarche de pénalisation des activités spéculatives et du renflouement des finances²⁸ », a choisi d'inclure dans le champ d'application de la TTF, les opérations réalisées à haute fréquence sur des titres de capital²⁹.

Ainsi, sont désormais taxées depuis le 1^{er} août 2012, non seulement les opérations définitivement réalisées mais également les opérations annulées ou modifiées.

24 En effet, il semble qu'une augmentation des frais de commission versés aux prestataires de services d'investissement soit inévitable. Le montant payé au titre de la TTF étant en moyenne supérieure à la commission perçue par les PSI. V. en ce sens, *Les Échos Bourses*, 12 avr. 2013, « Natixis : La taxe sur les transactions financières coûterait 7 milliards d'euros à Natixis – DG », « Le directeur général de Natixis a expliqué que le montant prélevé sur chaque transaction serait supérieur à la marge que réalise la banque sur l'opération ».

25 B. de Saint Mars, « La France taxe les transactions financières », *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} juin 2012 n° 6, p. 237 ; K. Gabai, « Vers une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières (TTF) au niveau de l'Union européenne », *op. cit.*

26 *Cf. infra.*

27 ESMA, *consultation paper*, "Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investments firms and competent authorities", 20 juil. 2011, ESMA/2011/224.

28 J. Sutour, « Le trading haute fréquence et les prémices de MIF 2 », *Option finance* n° 1171, 30 avr. 2012, p. 29.

29 V. notamment, E. Chapellier et T. Perrot, « Taxe sur les transactions financières », *JCP G* n° 18, 30 avr. 2012, p. 563 et s.

Toutes les opérations de THF réalisées en moins d'une demi-seconde sont taxées à hauteur de 0,01 % du montant des ordres annulés ou modifiés. Le décret du 6 août 2012 a fixé le seuil au-delà duquel ces opérations d'annulation et de modification des ordres sont taxées à 80 %³⁰. Dès lors que l'opérateur annule ou modifie plus de 80 % de ses ordres en une journée, la taxe s'applique sur les opérations réalisées au-delà de ce seuil.

Cette taxe s'applique aux opérations de THF réalisées par des entreprises exploitées en France au sens de l'article 209-I du Code général des impôts c'est-à-dire aux sociétés ayant leur siège social en France ou aux succursales étrangères établies en France. Ainsi, en matière de taxe sur les THF, le critère de taxation réside dans le lieu d'implantation de l'opérateur et seules les opérations réalisées par un prestataire implanté en France seront taxées. Dès lors, compte tenu du mouvement de délocalisation des activités de négociation des principaux acteurs financiers français vers la place londonienne constaté au cours de la dernière période, il n'est pas évident que cette taxe génère des recettes importantes.

En ce domaine, la distorsion de concurrence existe également dans la mesure où aucune taxe n'existe encore au niveau européen. Seuls les opérateurs français subissent donc le coût de la taxe relative au THF.

Les frais de garde. Par ailleurs, les actions d'une société cotée doivent être inscrites sur un compte-titres tenu par un gestionnaire de comptes. Les actions peuvent être inscrites « au nominatif » (pur ou administré), lorsque les statuts le permettent, ou « au porteur ». Lorsqu'il s'agit d'actions « au nominatif pur », l'investisseur ne paye aucun frais de garde au gestionnaire de comptes. À l'inverse, lorsque les actions sont « au nominatif administré » ou « au porteur », l'investisseur doit supporter les frais de garde facturés par le teneur de comptes. Ces frais de garde varient notamment en fonction des tarifs pratiqués par le teneur de comptes et de la valorisation du portefeuille de titres. En moyenne, le gestionnaire de comptes perçoit une commission égale 0,10 % de la valorisation du portefeuille de titres retenue au cours de l'année précédente lorsque cette valorisation est supérieure à 150 000 euros³¹.

30 Décret n° 2012-957 du 6 août 2012 relatif à la taxe sur les opérations à haute fréquence sur titre de capital.

31 À titre d'exemples, HSBC facture aux investisseurs des frais de garde correspondant à 0,08 % de la valorisation du portefeuille de titres lorsque cette valorisation est supérieure à 100 000 euros : HSBC Banque, Tarification Particuliers au 1er juil. 2013 ; Axa Banque facture aux investisseurs des frais de garde correspondant à 0,10 % de la valorisation du portefeuille de titres lorsque cette valorisation est supérieure à

L'impact de la Directive MIF

La suppression du principe de concentration des ordres. La directive MIF, entrée en vigueur en France le 1^{er} novembre 2007, visait à créer les conditions permettant une baisse du prix des transactions financières en instituant la mise en place d'une nouvelle logique concurrentielle devant aboutir à une multiplication des lieux de négociation et d'exécution des transactions et donc une baisse des coûts. Cette libéralisation des marchés financiers s'est faite par la suppression du principe de concentration des ordres qui impliquait une centralisation des flux sur les marchés réglementés.

La multiplication des lieux de négociation et d'exécution des transactions devait accroître la concurrence au sein des marchés financiers.

Pourtant, les résultats de la Directive MIF sont aujourd'hui mitigés.

L'attachement des émetteurs à leur place boursière d'origine. Dans les années quatre-vingt-dix, de nombreuses sociétés ont cherché la cotation sur plusieurs marchés situés dans des lieux différents et notamment européens ou américains. Pourtant, aujourd'hui, et de manière quelque peu paradoxale, la plupart des émetteurs restent ancrés à leur bourse nationale, privilégiant ainsi la proximité.

En effet, « les marchés réglementés nationaux restent la seule place de cotation des entreprises domestiques, et les investisseurs passent l'essentiel de leurs transactions sur ces marchés, pour des questions notamment de langue, d'accès à l'information ou de coûts de transaction »³².

Ainsi les émetteurs semblent continuer à privilégier la proximité pour le choix du lieu de cotation, maintenant ainsi des barrières et une régionalisation de fait des marchés financiers.

Cette circonstance peut notamment s'expliquer par le fait que la multicotation implique de s'adapter aux divergences réglementaires d'un pays à l'autre, notamment en matière de communication financière, et multiplie davantage les obligations imposées aux sociétés³³.

Il est toutefois à noter que certaines sociétés, en raison des spécificités liées à leur activité et du fort développement du marché à l'étranger, font le

150 000 euros : Axa Banque, Conditions tarifaires au 1^{er} mai 2013 ; BNP Paribas perçoit une commission égale à 0,09 % de la valorisation du portefeuille de titres lorsque cette valorisation est supérieure à 150 000 euros : Conditions et Tarifs, BNP Paribas, janv. 2013.

32 F. Cherbonnier et S. Vandelanoite, « L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers », Banque de France, *Rev. de la stabilité financière* – numéro spécial liquidité, n° 11, févr. 2008.

33 *Les Échos*, 8 déc. 2003, « La multicotation en perte de vitesse ».

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

choix d'une cotation sur un marché éloigné de leur siège social afin notamment de « se rapprocher de leurs marchés les plus porteurs »³⁴. À ce titre, des sociétés telles que Prada ou l'Occitane ont fait le choix d'une cotation à Hong Kong, marché éloigné du lieu de leur siège social.

Ainsi, en dépit d'un coût direct relativement faible³⁵, ces contraintes expliquent en partie la relative aversion pour les cotations multiples que l'on a pu constater ces dernières années et ce, malgré la libéralisation des marchés financiers.

La libéralisation des marchés. La concurrence entre les structures de négociation des instruments financiers s'est certes améliorée, de nouveaux systèmes de négociation sont apparus et les investisseurs ont aujourd'hui un choix plus étendu de prestataires de services et d'instruments financiers disponibles. Cette libéralisation des marchés a conduit les opérateurs à innover afin de diminuer les coûts et de faire face à la concurrence nouvelle. Face aux évolutions technologiques et informatiques, les places de marché concentrent leurs efforts sur une amélioration des conditions de négociation et d'exécution des ordres afin de devenir des acteurs plurinationaux ou paneuropéens et d'offrir aux investisseurs et aux émetteurs un marché plus diversifié et moins coûteux.

La diminution des coûts de négociation. Malgré les nombreuses critiques et réserves formulées à l'encontre de la Directive MIF, il est certain que cette directive a eu pour conséquence une diminution des coûts de négociation supportés par les investisseurs. Plusieurs rapports et études mettent en avant la diminution sensible des frais de négociation sur les marchés³⁶.

Cette circonstance s'explique par la concurrence croissante et le développement des plateformes alternatives de négociation telles que Turquoise ou Chi X qui proposent des coûts de transaction inférieurs à ceux initialement

34 *Le Monde*, 22 juin 2011, « Se faire coter à Hong Kong, à l'instar de Prada, est très tendance » ; d'autres exemples d'entreprises de taille moyenne peuvent être cités : Sequans Communication et LDR au Nasdaq (Option Finance n° 1235, lundi 9 septembre 2013).

35 Commission d'admission pour les cotations secondaires nulle ou faible et montant de l'abonnement annuel divisé par 2 pour la cotation secondaire et par 4 pour les cotations supplémentaires sur Euronext.

36 V. notamment, P. Fleuriot, Rapp. au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive MIF, févr. 2010, p. 18 ; Commission Européenne, *Étude Oxera* mai 2011 ; N. Bricq, Rapp. Du Sénat, n° 369, 15 févr. 2012, p. 19 ; E. Chouinard, « La négociation de valeurs mobilières : un monde en pleine évolution », *Rev. du système financier*, déc. 2007.

proposés notamment par Euronext et ont ainsi favorisé une baisse des coûts de négociation proposés par les entreprises de marché historiques³⁷. Pour faire face à cette concurrence et tenter d'inverser la diminution du volume de transactions subséquente sur les marchés, les bourses traditionnelles ont été contraintes de réduire leurs tarifs. À titre d'exemples, en 2009, Nyse Euronext annonçait une diminution des prix de transaction d'environ 20 %³⁸. En 2008, Euronext avait déjà réduit ses coûts de négociation à hauteur de 30 %³⁹.

Un constat toutefois mitigé. Malgré la diminution des frais de négociation, il semble aujourd'hui que le coût global des transactions n'ait pas été sensiblement réduit. La fragmentation du marché elle-même peut être à l'origine de la faible diminution des coûts pour l'investisseur final. En effet, la diminution de certains coûts, notamment des commissions de négociation, ne suffit pas toujours pour couvrir la multiplication des coûts engendrée par la fragmentation des opérations. Il semble que « cette fragmentation associée à la notion de meilleure exécution, qui pousse les intermédiaires à rechercher la meilleure liquidité sur plusieurs plates-formes, multiplie donc les frais pour une transaction »⁴⁰.

Des prix supérieurs compensés par une qualité accrue sur les bourses traditionnelles. « Malgré les efforts des Bourses traditionnelles, les plateformes alternatives sont toujours quatre à cinq fois moins chères. [...] Les premières (les bourses traditionnelles) doivent en effet toujours supporter des coûts plus importants que les secondes en termes d'infrastructures pour respecter leur réglementation et elles incluent dans leur tarification des

37 A. Spy, « Bourses, Historiques/Alternatives, la bataille est engagée », *Option Finance*, n° 1120, 11 avr. 2011, « Le principal atout de ces nouvelles places de marché réside dans leur tarification très *low costs*. En moyenne, leurs coûts de transaction se situent à 0,09 point de base contre 0,44 pour les Bourses traditionnelles ».

38 Communiqué Nyse Euronext : « Nyse Euronext présente sa nouvelle grille tarifaire intégrée pour ses marchés au comptant paneuropéens. Les clients bénéficieront de tarifs plus bas, plus simples et plus compétitifs. La nouvelle tarification renforce la compétitivité du groupe en Europe ». Cf. également l'article publié dans *Les Échos* à cette occasion : « Nyse Euronext baisse ses tarifs de 20 % sur ses marchés européens », 25 mars 2009.

39 P. Fleuriot, Rapp. au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive MIF, *op. cit.*

40 F. Anselmi, « Des coûts de transaction chahutés par la MIF », *Agefi*, 28 août 2009 ; dans le même sens, v. notamment, V. P. Fleuriot, Rapp. au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive MIF, *op. cit.* ; également, N. Bricq, Rapp. du Sénat, n° 369, 15 févr. 2012, *op. cit.*

services supplémentaires comme le règlement-livraison »⁴¹. L'absence de baisse significative des coûts totaux de transaction sur les marchés boursiers traditionnels s'explique ainsi par les frais auxquels ces marchés sont confrontés pour assurer le bon fonctionnement du marché ainsi que par l'assurance d'un service offrant une meilleure qualité et des services supplémentaires qui n'existent pas sur les plateformes multilatérales de négociation.

L'absence de diminution des coûts de cotation. Quant aux coûts de cotation, ils sont restés stables. Il n'est cependant pas exclu qu'une autre entreprise que Nyse Euronext puisse venir concurrencer l'entreprise de marché nationale et ainsi l'obliger à réduire ces frais de cotation afin de faire face à une concurrence nouvelle⁴². Une telle concurrence poserait toutefois la question des contraintes susceptibles de s'imposer aux marchés réglementés par rapport à celles imposées aux marchés organisés.

En définitive, aujourd'hui, la libéralisation des marchés financiers ne semble pas avoir eu pour effet une diminution sensible des coûts directs de cotation notamment en raison de la persistance d'un monopole de fait des marchés réglementés nationaux et de l'augmentation parallèle des frais supportés par les opérateurs pour faire face aux évolutions engendrées par la fragmentation du marché.

Pour autant, il convient de souligner que le coût global de cotation sur un marché organisé tel que NYSE Alternext reste moindre. En effet, le coût annuel facturé à une société est supérieur sur le marché réglementé NYSE Euronext que celui facturé sur le marché libre NYSE Alternext⁴³.

41 A. Spy, « Bourses, Historiques/Alternatives, la bataille est engagée », *Option Finance*, *op. cit.*

42 Agefi, « Bats Chi-X élargit sa palette », 10 mai 2013, le marché Bats Chi-X a obtenu récemment le statut de « *recognized investment exchange* » des autorités britanniques.

43 NYSE Euronext, European Equities, « Frais de cotation », « En 2013, le coût moyen annuel facturé pour une société cotée sur NYSE Alternext est de 6 500 euros et le coût médian de 3 800 euros. Le coût moyen annuel facturé en 2013 pour une société cotée sur le compartiment C de NY SE Euronext est de 8 850 euros et le coût médian de 8 800 euros. Le coût moyen annuel facturé en 2013 pour une société cotée sur le compartiment B de NYSE Euronext est de 17 000 euros et le coût médian de 13 000 euros ».

B. — *Les coûts directs liés à la préparation de l'introduction de la société en bourse*

Opération complexe et de longue haleine, l'introduction en bourse oblige la société candidate à procéder à une réorganisation de son fonctionnement interne et suppose de rémunérer l'ensemble des intervenants au projet d'introduction en bourse.

La préparation de l'introduction en bourse. L'introduction en bourse est une opération qui nécessite de nombreuses adaptations dans l'organisation et le fonctionnement de la société afin de se conformer aux exigences et contraintes imposées aux sociétés cotées⁴⁴.

L'émetteur est ainsi tenu de revoir son organisation interne, ce qui peut notamment impliquer de modifier la forme sociale de la société (transformation d'une SARL ou d'une SAS en SA), de modifier l'organigramme du groupe (remontée des minoritaires, simplifications...), de réintégrer des actifs corporels ou incorporels au sein de la société, de mettre en place une nouvelle gouvernance ainsi que des outils et des procédures de contrôle interne, de modifier les statuts, de voter les autorisations juridiques adéquates, d'aménager le site Internet de la société etc...

Outre ces coûts directement visibles, il ne faut pas négliger le fait que l'introduction en bourse mobilise, durant toute sa période préparatoire qui peut souvent durer entre six à huit mois, les dirigeants de l'entreprise.

Ces frais seront accrus pour les sociétés préparant une admission de leurs titres à la négociation sur un marché réglementé sur lequel les contraintes imposées aux sociétés cotées sont plus lourdes⁴⁵.

Les frais des différents intermédiaires impliqués dans l'opération. De nombreux intervenants seront chargés d'assister la société dans la préparation de l'opération d'introduction en bourse.

44 Pour une étude approfondie, v. notamment, R. Elineau, « Introduction en bourse de titres de capital », Fascicule 1620, *JCL Banque – Crédit - Bourse*, 2010.

45 À titre d'exemple, sur un marché réglementé, la société doit au minimum diffuser dans le public 25 % du capital ou 5 % si l'investissement représente au moins 5 % du capital. Sur un marché non réglementé, la diffusion minimum est fixée à 2,5 millions d'euros ; de la même manière, l'obligation d'établir un prospectus pour les sociétés cotées sur le marché Alternext ne s'impose pas en cas de placement privé de 2,5 millions d'euros auprès de plusieurs investisseurs privés ; pour plus de détails, v. notamment dossier AMF, 3 mai 2013, *Préparer son introduction en bourse*.

À ce titre, les coûts liés à l'opération pourront notamment comprendre :

- la rémunération des prestataires de services d'investissement (PSI) qui seront chargés du « placement » des titres auprès des investisseurs ;
- s'agissant d'Alternext, les frais du *listing sponsor*⁴⁶ chargé d'assister la société dans la préparation de son introduction en bourse ;
- les frais des avocats chargés d'assister dans la préparation juridique de l'opération d'introduction en bourse et notamment la rédaction du prospectus d'admission. En effet, l'émetteur qui procède à une offre au public de titres financiers ou à l'admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doit, au préalable, publier et tenir à la disposition du public un prospectus portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur ;
- les frais des agences de communication chargées d'assister dans le cadre des opérations de *marketing* et de communication financière liées à l'opération (*roadshows* etc.) ;
- enfin la perspective de l'introduction en bourse est fréquemment l'occasion d'adjoindre un second commissaire aux comptes (issu des grands réseaux internationaux *big four*) à celui qui existe déjà (souvent un cabinet plus modeste implanté localement).

Selon une étude basée sur les opérations primaires et secondaires réalisées entre janvier 2006 et juillet 2011 rendue publique par Euronext, ces coûts sont très variables et fonction de la taille de la levée de fonds, du contexte et du choix des partenaires et le coût moyen total estimé d'une introduction en bourse représenterait entre 5 et 10 % des fonds levés (dont près des deux tiers correspondraient aux frais facturés par le PSI)⁴⁷.

Ainsi, l'introduction en bourse suppose donc un effort d'amélioration dans la gestion de la société, dont celle-ci ne manquera pas de bénéficier mais qui a incontestablement un coût immédiat pour la société.

⁴⁶ Statut créé par NYSE Euronext. Le *listing sponsor* a pour principale mission d'assister la société dans la préparation de son introduction en bourse et veille notamment à ce que la société remplisse les conditions posées pour être cotée sur le marché. À ce titre, le *listing sponsor* travaille en étroite collaboration avec l'ensemble des intervenants et assure la liaison entre la société et les autorités administratives compétentes.

⁴⁷ Source : <https://europeanequities.nyx.com/fr/listings/listing-fees>.

Les frais annexes. Dès la première année suivant son introduction en bourse, la société cotée sera également tenue de supporter des frais liés à l'organisation des assemblées générales en tenant compte de la taille de son actionnariat (ce qui supposera notamment la location de salles permettant d'accueillir une telle assemblée, la mise en place de plateformes de vote, de système de projection, etc.).

Au-delà de ces frais directs, liés à la mise en place des mesures nécessaires pour satisfaire à l'ensemble des conditions posées pour son admission, la société sollicitant son admission à la cote, devra également prendre en compte les coûts d'adaptation à la cotation qui s'imposeront à elle *a posteriori*, afin de respecter les contraintes imposées par le droit boursier.

II. — LES COÛTS LIÉS AU STATUT DE SOCIÉTÉ COTÉE

Une fois cotée, la société doit supporter des coûts relatifs à l'animation et la gestion de ses titres.

D'autres coûts récurrents devront également être supportés par la société afin de respecter les obligations qui s'imposent à elle du fait de sa cotation notamment en matière de transparence ou de gouvernance. Ces obligations s'expliquent notamment par le fait que lorsqu'une société est cotée, l'intérêt du marché et celui des investisseurs doit prévaloir, et en particulier l'intérêt des actionnaires minoritaires.

La société cotée sera ainsi tenue de supporter des coûts liés à la régularisation de son cours et à la gestion de ses titres (A), et au respect des règles édictées en matière de transparence, de gestion des risques et de contrôle interne (B) et de gouvernance (C). Ensuite, les sociétés qui font le choix de la cotation doivent nouer et entretenir des relations avec un certain nombre de nouveaux partenaires (D).

A. — *Les coûts liés à la régularisation des cours et à la gestion des titres de la société*

Les coûts liés à l'existence d'actions « au nominatif ». Lorsque la société comporte des actionnaires « au nominatif pur », c'est elle qui détient et gère directement les titres dans les livres de la société. La société cotée supporte donc elle-même les frais de tenue et de gestion de ses titres inscrits « au nominatif pur ».

Lorsque les titres sont inscrits au « nominatif administré », ces titres sont inscrits dans les livres de la société mais la gestion est assurée par un teneur de comptes qui facture à la société cotée les frais de gestion desdits titres.

Les coûts liés à l'existence d'actions « au porteur ». Dans cette hypothèse, la société ne supporte aucun coût lié à la tenue et à la gestion des titres « au porteur ». Pourtant, lorsque la société cotée comporte des actionnaires « au porteur », la nécessité d'identifier ces actionnaires peut également engendrer des coûts pour l'émetteur. En effet, la société qui souhaite identifier ses actionnaires « au porteur » doit mettre en œuvre une procédure d'identification dite TPI (Titres au Porteur Identifiables) auprès d'Euroclear France. Or, les frais liés à la demande adressée à Euroclear France sont supportés par l'émetteur et varient en fonction notamment du nombre d'actionnaires dont l'identité est demandée.

L'animation boursière des titres cotés. Une fois cotée, la société sera également susceptible de devoir procéder à l'animation boursière des titres ainsi admis à la cote, en sollicitant l'intervention d'un PSI dans le cadre d'un contrat de liquidité « en vue de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres de cette société ou éviter les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché ». Ainsi, toute société dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé peut conclure un contrat de liquidité avec un PSI par lequel le PSI se portera acquéreur ou vendeur des actions de la société mises à sa disposition lorsque le marché est déséquilibré. Ce contrat, en même temps qu'il augmente les coûts, permet donc à la société d'assurer une meilleure liquidité de son titre.

La mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions par la société cotée de ses propres titres dans le but d'assurer la régularisation des cours de ses titres peut également avoir un coût non négligeable pour la société.

B. — *Les coûts liés au respect des règles en matière de transparence*

Le renforcement constant des obligations. Depuis une quinzaine d'années, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, les réglementations visant à accroître les obligations de transparence des sociétés cotées se sont succédé : Sarbanes-Oxley Act⁴⁸, Directive Abus de Marchés⁴⁹, Directive Prospectus⁵⁰, Directive MIF⁵¹, Directive Transparence⁵²...

48 Sarbanes-Oxley Act, 30 juil. 2002.

49 Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, 28 janv. 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

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

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

Des obligations de plus en plus lourdes sont imposées aux sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé afin d'assurer la transparence du marché et garantir ainsi son intégrité. Cette transparence impose des obligations de communication et d'informations périodiques (1) ou permanentes qui imposent aux sociétés de se doter d'une organisation interne adaptée aux nouvelles exigences (2). On constate d'ailleurs que les exigences accrues des marchés financiers en terme de transparence ainsi que la complexité croissante des contraintes réglementaires pesant sur les émetteurs en matière d'information financière ont conduit les sociétés cotées les plus importantes à « structurer leur communication financière au sein de départements dédiés »⁵³.

1 - Les obligations d'information périodiques

Les sociétés admises sur un marché réglementé supportent une obligation d'information périodique imposée à échéances régulières. Cette obligation légale impose aux sociétés cotées de communiquer au marché l'ensemble des informations susceptibles d'intéresser le marché et d'influencer son cours.

L'information annuelle. Les sociétés cotées ont l'obligation de publier au marché une information financière contenue dans le rapport annuel⁵⁴. Les informations devant être communiquées sont beaucoup plus nombreuses que pour les sociétés non cotées et font l'objet d'une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité des documents communiqués. Or, l'accroissement constant des informations devant être communiquées augmente le risque, pour la personne assumant la responsabilité des documents communiqués, de voir sa responsabilité engagée. S'ajoute ainsi à la nécessité de mobiliser des moyens humains et financiers pour l'établissement des documents, le risque pour la personne responsable, de voir sa responsabilité engagée.

Au-delà de ces obligations légales de communication, la société peut également présenter volontairement un document de référence qui donne aux investisseurs toutes les informations nécessaires sur l'activité, la situation

51 Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil, 21 avr. 2004, concernant les marchés d'instruments financiers.

52 Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, 15 déc. 2004, sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

53 Pour une étude détaillée, v. Observatoire de la Communication Financière, avr. 2008, « Cadre et Pratiques de la Communication Financière ».

54 Art. 222-3 du Règlement général de l'AMF.

financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur. Ce document contient l'ensemble des informations juridiques, économiques, financières et comptables en vue d'une présentation de la société.

La plupart des sociétés cotées sur Euronext Paris procèdent à l'établissement d'un tel document.

En effet, celui-ci fait partie du prospectus qui permettra à l'émetteur de procéder plus rapidement à des opérations financières sur le marché (l'émetteur n'étant alors tenu qu'à la préparation d'une note d'opération et le cas échéant, d'un résumé).

D'autre part, le document de référence constitue une source d'information essentielle pour les investisseurs institutionnels et les analystes financiers.

L'information semestrielle. Outre cette information annuelle, un rapport financier semestriel doit être publié dans les deux mois qui suivent la fin du premier semestre de l'exercice⁵⁵. Ce rapport doit notamment présenter l'activité de la société et ses évolutions prévisibles ainsi que les événements importants survenus depuis la clôture de l'exercice. Une déclaration des personnes responsables doit également être jointe au rapport.

La société peut également publier, volontairement, d'autres informations facultatives dont l'actualisation de son document de référence, un communiqué de presse ou encore un avis financier semestriel.

L'information trimestrielle. Enfin, la société est contrainte de publier une information financière trimestrielle dans les 45 jours qui suivent la fin du premier et troisième trimestre de l'exercice⁵⁶. Comme l'ensemble des informations périodiques, le rapport trimestriel doit porter sur l'activité de la société, ses perspectives et les événements importants qui ont eu lieu pendant cette période.

Une obligation allégée pour les sociétés cotées sur Alternext. Ces exigences sont cependant allégées s'agissant de sociétés cotées sur Alternext pour lesquelles les émetteurs sont uniquement tenus de rendre public (i) un rapport annuel incluant les états financiers consolidés, le rapport de gestion et le rapport des commissaires aux comptes dans les 4 mois de clôture de l'exercice, et (ii) un rapport semestriel, comportant les états financiers semestriels consolidés ainsi qu'un rapport d'activité, dans les 4 mois suivant la fin du second trimestre. Ainsi, à titre d'exemples, les règles d'Alternext ne

55 Art. 222-4 du Règlement général de l'AMF.

56 Art. L. 451-1-2, IV du Code monétaire et financier.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

prévoient aucune obligation pour les sociétés de publier une information trimestrielle. De la même manière, la société bénéficie d'un délai de 4 mois suivant la fin du trimestre pour la publication du rapport semestriel alors que le délai pour une société cotée sur Euronext est de deux mois. En outre, les sociétés cotées sur Alternext ne sont pas tenues de communiquer un rapport du Conseil d'administration sur la rémunération des dirigeants et sur les conséquences sociales et environnementales de leur activité.

2 - Les obligations d'information permanentes

Les émetteurs sont également soumis à une obligation d'information permanente destinée à renforcer la transparence et l'intégrité du marché.

Les contraintes liées à la protection des informations privilégiées. Les sociétés doivent porter, dès que possible, à la connaissance du public toute information privilégiée qui les concerne directement⁵⁷. Cette obligation de communiquer au marché toute information précise, non publique et susceptible d'influer sur le cours peut avoir des conséquences graves en cas de violation.

L'émetteur qui souhaite différer la publication de l'information privilégiée ne pourra le faire que dans des cas limités prévus par le régulateur, et sous réserve de pouvoir assurer la confidentialité de l'information concernée.

Cette obligation se traduira dès lors par diverses contraintes au sein de l'émetteur coté : obligation absolue d'abstention des personnes détenteurs de l'information, instauration de fenêtres négatives, obligation pour l'émetteur, d'établir et de tenir à jour des listes d'initiés, permanents ou occasionnels... Cela suppose une organisation interne spécifique et la mise en place de moyens humains et financiers dédiés à la gestion et au respect de ces obligations qui sont nécessairement plus difficiles à mettre en place dans les sociétés de petite taille.

57 Art. 223-1 A et s. du Règlement général de l'AMF : « Toute société cotée sur Euronext ou sur Alternext doit porter dès que possible à la connaissance du public toute information précise non publique la concernant susceptible, si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur leur cours de bourse (*i.e. une information privilégiée*). [...] Par exception, la société peut différer la publication d'une information privilégiée 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 soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière ».

Les obligations d'information annexes. Les mandataires sociaux eux-mêmes sont également soumis à certaines obligations d'information lorsqu'ils réalisent des opérations sur les titres de la société qu'ils dirigent⁵⁸.

En outre, les émetteurs sont également tenus de procéder à la publication de nombreuses informations annexes et ce, soit sur une base mensuelle (ainsi par exemple des informations sur l'annulation des actions auto détenues, les opérations effectuées dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, le nombre total de droits de vote et d'actions composant leur capital social⁵⁹), soit semestriellement (bilan du contrat de liquidité), ou encore annuellement à l'occasion de l'assemblée générale des actionnaires.

3 - La gestion des risques et de contrôle interne

Sous l'impulsion de la Loi Sarbanes-Oxley, la loi de sécurité financière du 2 août 2003⁶⁰, a imposé aux sociétés cotées de mettre en place un dispositif de contrôle interne et de gestion des risques auxquels la société peut être confrontée. Depuis lors, les obligations en matière de gestion et de contrôle des risques imposées aux sociétés cotées n'ont cessé de s'accroître. À ce titre, le rapport du président du conseil d'administration (ou du conseil de surveillance) des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé doit rendre compte des « procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en place par la société »⁶¹. La mise en place de ce dispositif de contrôle interne est nécessairement adaptée à la structure et aux caractéristiques de chaque société mais présente inévitablement un coût supplémentaire pour la société⁶². À titre d'exemples, la création de comités spécialisés, l'identification des risques, la surveillance permanente de ces risques, la recherche de solutions adaptées... sont autant de contraintes qui impliquent la mobilisation de moyens humains et financiers qui pèsent sur la société.

58 En effet, en application des articles L.621-18-2 et R.621-43-1 du Code monétaire et financier et de l'article 223-22 du Règlement général de l'AMF, les mandataires sociaux, les personnes assimilées et les personnes qui leur sont liées sont tenus de déclarer à l'AMF toute transaction sur titres qu'ils ont réalisée, dans un délai de 5 jours de bourse suivant la réalisation de la transaction, sauf lorsque le montant total des transactions sur titres réalisées par ces personnes est inférieur ou égal à 5 000 euros sur une année civile.

59 Art. 223-16 du Règlement général de l'AMF.

60 Loi n° 2003-706 de sécurité financière du 2 août 2003.

61 Art. L. 225-37 du Code de commerce.

62 V. notamment, AMF, « Les dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne », Cadre de référence : Guide de mise en œuvre pour les valeurs moyennes et petites, 22 juil. 2010.

Toutefois, ces contraintes permettent, en même temps qu'elles nécessitent des coûts, tout à la fois, de mieux maîtriser les risques de l'entreprise, mais aussi d'éclairer davantage les prises de décisions.

C. — *Les coûts liés au respect des règles en matière de gouvernance*

Outre le respect des règles de transparence, la cotation fait peser certaines contraintes sur la gouvernance des émetteurs. Celles-ci peuvent résulter de la loi, généralement plus contraignante pour les sociétés cotées (1) mais également de ce qu'il est convenu d'appeler le *soft law* pour faire référence aux codes de gouvernement d'entreprise mis en place par des associations professionnelles (2).

1 - Les exigences légales

La présente étude n'a pas vocation à énumérer l'ensemble des contraintes légales existantes en matière de gouvernance mais seulement d'en donner quelques exemples.

Les salariés administrateurs. Le Code de commerce impose aux sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé de désigner un ou plusieurs administrateurs parmi les actionnaires salariés lorsque la participation des salariés dépasse 3 % du capital social⁶³. La même obligation est imposée pour les membres du conseil de surveillance⁶⁴. Cette exigence n'est cependant plus l'apanage des sociétés cotées, puisque la loi relative à la sécurisation de l'emploi récemment adoptée, prévoit également une telle obligation pour toutes les entreprises employant à la clôture de chacun des deux derniers exercices au moins 5 000 salariés permanents à l'échelle de la France ou 10 000 salariés permanents à l'échelle mondiale. Or, les salariés susceptibles d'être nommés administrateurs sont préalablement élus par le personnel de la société conformément à l'article L. 225-28 du Code de commerce qui impose l'organisation d'une véritable élection au sein de la société qui implique également un coût.

Le comité d'audit. Le Code de commerce prévoit également la création d'un comité d'audit dont la mission est d'assister les dirigeants dans la gestion comptable et financière de la société⁶⁵ et notamment d'assurer le

63 Art. L. 225-27 du Code de commerce.

64 Art. L. 225-71 du Code de commerce.

65 Art. L. 823-19 du Code de commerce.

suivi et la mise en œuvre des dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne⁶⁶.

La rémunération des dirigeants. Les obligations de transparence portent également sur des informations concernant les dirigeants et organes de direction, et en particulier leur rémunération⁶⁷, ainsi que les engagements de toute nature, pris par la société au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de fonctions du dirigeant.

Au-delà des contraintes légales, les sociétés ont la possibilité de se soumettre, volontairement, à certaines règles de gouvernance édictées par des associations professionnelles qui renforcent les contraintes légales.

2 - Le respect de codes de gouvernance

La plupart des sociétés cotées, notamment sur les marchés réglementés, se réfèrent à un code de gouvernance élaboré par une organisation représentative des entreprises, et faute de suivre les recommandations qui en sont issues, en donnant la raison dans leur rapport annuel selon la pratique du « *comply or explain* ».

En pratique, cependant, la société cotée qui choisit de ne se référer à aucun code ou qui choisit d'écarter certaines règles applicables issues du code de gouvernance auquel elle se réfère, devra expliquer de manière claire et détaillée les raisons pour lesquelles elle a opéré un tel choix⁶⁸ et la société cotée qui ne se conforme pas à ces règles de conduite peut se voir sanctionner par le marché et particulièrement les investisseurs institutionnels pour lesquels le respect de ces règles constitue généralement un critère essentiel d'investissement.

Cette circonstance est accrue par la publication, par l'AMF, dans son rapport annuel, des entreprises se référant aux codes de bonnes pratiques et

⁶⁶ Cf. *supra*.

⁶⁷ Art. R. 123-198 du Code de commerce.

⁶⁸ V. not., recommandation n° 2012-14 – Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées. L'AMF déclare que les sociétés se contentent souvent d'un simple constat de non application des règles sans donner de véritables explications et justifications. Elle insiste donc sur la nécessité, pour les sociétés, de donner une justification précise de l'exception et un exposé des mesures alternatives adoptées. En ce sens, le dernier code Afep-Medef révisé en juin 2013 prévoit d'ailleurs la mise en place d'un « Haut Comité » chargé de contrôler l'application du code.

de celles qui, à l'inverse, refusent de s'y conformer ou ne le font qu'à moitié. Ainsi, « l'AMF, en rendant plus visibles les bons et mauvais comportements de gouvernance, facilite la pression attendue du marché »⁶⁹.

Aujourd'hui, il apparaît que la grande majorité des sociétés cotées sur un marché réglementé se conforme à un code de gouvernance des entreprises même si elles n'en appliquent pas nécessairement toutes les dispositions⁷⁰.

Parmi les codes de gouvernance existants, tous les émetteurs français du CAC 40 se réfèrent au code Afep/Medef. Le code Middledenext est quant à lui davantage adapté à la structure des entreprises de taille moyenne.

(i) *Le Code Afep/Medef*

Les groupes de travail de l'Association Française des Entreprises Privées (Afep) et du Mouvement des Entreprises de France (Medef) ont élaboré des recommandations à destination des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé en matière de gouvernance. Ces recommandations ont été reprises dans le code de gouvernement d'entreprise Afep/Medef⁷¹. Seul un aperçu des différentes recommandations issues de ce Code est présenté ci-après.

Le conseil d'administration. Les recommandations s'intéressent en premier lieu à la composition des organes sociaux. Elles préconisent, ainsi, la présence, dans les conseils d'administration des sociétés, d'administrateurs indépendants, à concurrence de « la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle », et d'au moins un tiers des membres dans les sociétés contrôlées⁷².

Outre ces recommandations relatives à la composition du conseil, d'autres recommandations concernent principalement son fonctionnement, la fréquence de ses réunions, l'accès des administrateurs aux informations, la durée des fonctions et la formation des administrateurs, la déontologie ou encore la rémunération des administrateurs.

Ces exigences et recommandations impliquent que la société ait recours à des personnalités capables d'assurer le rôle d'administrateur indépendant et dotées des compétences nécessaires. Le respect des exigences en matière de

69 P. Deumier et P. Puig, « Le principe appliquer ou expliquer, appliquer la norme autrement ? », *op. cit.*

70 V. K. Grévain-Lemercier, « Les défis actuels de la gouvernance des sociétés cotées », *Rev. droit des sociétés* n° 5, mai 2013, affirme que « selon des données recueillies par l'AMF sur la base d'un échantillon, sur 81 % des sociétés concernées se référant au Code Afep-Medef, 67 % d'entre elles écartaient certaines dispositions ».

71 Afep/Medef, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées révisé en juin 2013.

72 Afep/Medef, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, art. 9.

composition, d'organisation et de fonctionnement des conseils est un coût complémentaire pour la société.

La création de comités. En outre, le Code recommande la création de divers comités destinés à assister le conseil dans ses tâches et renforcer la transparence du marché : un comité d'audit chargé d'assister le conseil dans sa mission relative à l'examen et à l'arrêté des comptes, un comité en charge de la sélection ou des nominations, chargé de faire des propositions au conseil quant à la sélection de nouveaux administrateurs et dirigeants mandataires sociaux⁷³ ou encore, un comité des rémunérations⁷⁴.

La transparence des rémunérations des dirigeants. Enfin, le Code émet également des recommandations relatives à la rémunération des dirigeants et notamment leur vote consultatif en assemblée générale des actionnaires⁷⁵.

(ii) Le Code Middlenext

Partant du constat que certaines recommandations sont inadaptées lorsque l'entreprise est de taille modeste ou que le dirigeant possède une part significative du capital, le code Middlenext, applicable aux « *valeurs moyennes et petites* »⁷⁶ formule des recommandations plus adaptées aux PME.

Ainsi et à titre d'exemple, la « rémunération des dirigeants ou le contrôle par des comités sont, par exemple, des sujets secondaires lorsque le dirigeant est un actionnaire important sinon l'actionnaire principal. En revanche, ces entreprises sont davantage sensibles aux problèmes que peuvent poser la solitude du dirigeant ou la protection des actionnaires minoritaires »⁷⁷.

(iii) La responsabilité sociale des entreprises

Parallèlement, la société et ses dirigeants doivent évoluer pour absorber des exigences sociétales nouvelles liées au développement des principes d'économie et d'environnement durables. Dénommée « responsabilité

73 Afep/Medef, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, art. 17.

74 Chargé notamment (i) d'améliorer la transparence sur les éléments de rémunération, (ii) de fixer des règles complémentaires pour l'attribution d'options d'achat ou de souscription d'actions et d'actions gratuites, notamment les conditions de performance, (iii) de limiter les indemnités de départ ou encore (iv) de renforcer l'encadrement des régimes de retraite complémentaires dites « retraites chapeaux ».

75 Afep/Medef, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, art. 23 et 24.

76 Le code fait référence aux « valeurs moyennes et petites » qui sont les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros : ce sont toutes les valeurs des compartiments B et C d'Euronext Paris (position AMF, 9 janv. 2008).

77 Code Middlenext, déc. 2009, Edito.

sociale de l'entreprise », ce mouvement vise à impliquer davantage les entreprises dans les contraintes environnementales et sociales, modifiant de fait le périmètre des parties prenantes de l'entreprise.

La responsabilité sociale des entreprises (RSE). La RSE peut être définie comme une démarche consistant « pour les entreprises à prendre en compte les impacts sociaux et environnementaux de leur activité pour adopter les meilleures pratiques possibles et contribuer ainsi à l'amélioration et à la protection de l'environnement »⁷⁸. Depuis quelques années et plus particulièrement en période de crise économique, les sociétés doivent tenir compte de facteurs extérieurs à l'entreprise notamment pour attirer les investisseurs. En effet, les « parties prenantes » de l'entreprise que sont les investisseurs, les consommateurs, les créanciers... exigent de leurs partenaires qu'ils évoluent dans un environnement tourné vers la prise en compte d'exigences liées au développement durable et sociale. Cette circonstance impose à toute société, dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux sociétés non cotées dont le total de bilan ou le chiffre d'affaires et le nombre de salariés excèdent des seuils fixés par décret, des obligations légales ou « morales » de divulgation d'informations en ce domaine⁷⁹.

Dans le cadre de la RSE, la pratique du « *comply or explain* » a également été choisie. Or, les différents *stakeholders* d'une société cotée accordent une importance particulière au respect, par ces sociétés, de ces pratiques de bonne gouvernance dans le domaine du développement durable. Le respect de ces exigences permet à la société de gagner la confiance de ses parties prenantes et finalement peut contribuer à son développement économique. Ainsi, cette exigence de comportement éthique est aujourd'hui devenue l'une des composantes des choix que le dirigeant intègre dans sa prise de décision.

D. — *Les coûts liés aux obligations « relationnelles » de la société cotée*⁸⁰

La communication au marché. Au-delà de ces adaptations structurelles, la société cotée doit également mettre en place une politique de communication avec les différents acteurs des marchés financiers : analystes financiers, investisseurs institutionnels, autorité de régulation...

78 V. Mercier, « Responsabilité sociétale des entreprises et droit des sociétés : entre contrainte et démarche volontaire », *Rev. droit des sociétés*, n°4, avr. 2011.

79 Art. L. 225-102-1 du Code de commerce.

80 Pour une étude détaillée, v. *Observatoire de la Communication Financière*, avr. 2008, « Cadre et Pratiques de la Communication Financière ».

Il peut notamment s'agir, pour l'émetteur, de s'assurer que la stratégie de l'entreprise est bien appréhendée par les investisseurs et les analystes, mais aussi de préparer en amont, les réunions d'assemblées générales, qui constituent souvent un moment clé dans la relation avec les actionnaires.

Les analystes financiers. Les analystes « collectent des informations sur les entreprises qu'ils suivent, ils forment une opinion sur celles-ci qu'ils expriment dans des notes de recherche, des prévisions de résultat et des recommandations d'achat, de vente ou de conservation d'actions, susceptibles de fonder des décisions d'investissement ou de désinvestissement »⁸¹. Il est donc important pour l'émetteur de s'assurer que les analystes financiers ont bien intégré la stratégie et les fondamentaux de l'entreprise.

Il est d'usage que des réunions d'informations soient organisées auxquelles peuvent assister également des journalistes ou encore des investisseurs. Des entretiens individuels peuvent également avoir lieu entre les dirigeants des sociétés cotées, le responsable des relations investisseurs et des analystes et investisseurs, de tels entretiens pouvant s'inscrire dans le cadre de *roadshows*.

Les agences de notation. Chargées d'évaluer la situation financière et la solvabilité de l'émetteur au regard, notamment de sa structure d'endettement, les agences de notation⁸² constituent également l'un des interlocuteurs de l'émetteur (notamment à l'occasion d'opérations financières).

Deux types de frais peuvent être encourus par l'émetteur dans ce cadre : des frais relatifs à la collecte d'informations nécessaires à l'attribution de la note (mobilisation des moyens humains et financiers afin de fournir l'information la plus complète sur la société) et des frais liés à la rémunération des agences de notation. À l'origine, les sociétés cotées ne supportaient pas ces derniers frais qui étaient payés directement par les investisseurs désireux de s'informer sur la situation de la société dans laquelle ils projetaient d'investir. Aujourd'hui, le développement du modèle de l'émetteur payeur s'est imposé sous le coup de la sophistication croissante des marchés financiers et la société cotée qui fait elle-même appel à l'agence de notation, en supporte les coûts.

81 D. Martin et L. Chekroun, « Le cadre juridique de l'analyse financière », *RTDF* n° 2, 2008, p. 37 et s.

82 Sur une étude détaillée du contrat de notation, v. notamment, Dossier « Les agences de notation », X. de Kergommeaux, « Contrat de notation et clauses contractuelles relatives à la notation », *Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire*, mars-avr. 2013, p. 5-20.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

C'est donc un véritable écosystème dont doit bénéficier l'émetteur pour faire vivre sa cotation et c'est sans doute sur ce terrain que le désavantage des PME-ETI est le plus marqué (analystes, agences de notation, prestataires, investisseurs, incitations fiscales...). Le rapport sur le financement des PME-ETI par le marché de novembre 2011, rédigé par Gérard Rameix, alors médiateur du crédit et Thierry Giami, président de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, souligne ainsi le déficit d'analyse financière sur les petites sociétés. Le compartiment des petites et valeurs moyennes souffre d'une diminution des analystes et d'un manque d'animations marketing et commerciales. Le rapport rappelle qu'en 2010, « plus de 50 % des petites et moyennes valeurs ne sont pas suivies par un analyste financier et 71 % des sociétés suivies ne le sont que par un seul ».

Pourtant, alors que la crise économique s'est traduite par une raréfaction des sources de financement traditionnelles des PME-ETI, le financement de celles-ci *via* une bourse qui leur serait dédiée serait une solution pertinente pour ces acteurs essentiels de l'économie. À ce titre, l'AMF s'est engagée depuis quelques années à adapter les règles de marché aux spécificités des PME-ETI⁸³. L'AMF insiste sur le fait que cette adaptation doit nécessairement être réalisée sur le plan national mais également communautaire⁸⁴.

Ainsi, en réponse aux critiques élevées sur ce terrain, NYSE-Euronext a annoncé le lancement d'une *Bourse de l'entreprise* le 5 décembre 2012. L'opérateur s'est engagé à : (i) créer une marque commerciale dédiée (*EnterNext*) pour que la nouvelle bourse dispose d'une identité forte et reconnue, (ii) améliorer la liquidité des titres et l'attractivité du marché par une série de mesures concrètes, (iii) revoir les tarifs de la Bourse de l'entreprise par rapport au marché initial pour inciter les PME et ETI à lever des fonds sur les marchés et ainsi trouver une nouvelle source de financement possible⁸⁵. L'objectif affiché de NYSE-Euronext est de doubler d'ici à trois ans les capitaux levés par les PME-ETI cotées, les faisant passer de 6 à 12 milliards, mais aussi de tripler les nouvelles cotations de PME-ETI avec pour objectif de réaliser près de 80 opérations et d'accueillir une centaine de nouveaux entrants chaque année⁸⁶. Comme indiqué précédem-

83 V. notamment, Séminaire AMF/Nyse Euronext, « La Bourse et les PME », 19 sept. 2012 ; Séminaire AMF/Nyse Euronext, « La Bourse et les PME », 12 sept. 2011.

84 V. notamment, AMF, Plan stratégique 2013-2016, l'AMF s'engage à « poursuivre le travail d'influence pour un cadre réglementaire européen adapté aux PME et ETI ».

85 Les frais de cotation seront réduits de 10 % tandis que les frais de transfert actuellement autour de 19 000 € du marché Euronext vers le marché Alternext seront réduits de 50 %.

86 K. Gabai, « La Bourse de l'entreprise ou Bourse des PME », *Bull. Joly Bourse*, 1er mars 2013 n° 3.

ment, cet objectif ne pouvant toutefois être atteint que si les PME-ETI bénéficient également du développement de l'écosystème nécessaire aux conditions requises pour permettre une cotation réussie⁸⁷.

Les proxy advisors. Les *proxy advisors* ou agences de conseil en vote sont chargées d'analyser les projets de résolutions d'assemblées générales de sociétés cotées afin d'émettre à l'attention de leurs clients des recommandations de vote⁸⁸. Il est donc essentiel pour l'émetteur de connaître la politique de vote de ces agences, et leur dernière évolution et d'organiser des rencontres avec leurs responsables.

L'émetteur devra notamment s'assurer que les résolutions soumises au vote sont conformes aux politiques et aux recommandations des *proxy advisors*. À ce titre, une étude montre que, dans les sociétés du CAC 40, les résolutions n'ayant pas reçu de recommandation négative de la part des *proxy advisors* sont généralement approuvées à au moins 95 %. À l'inverse, les résolutions ayant fait l'objet d'une recommandation négative des *proxy advisors*, ne seraient approuvées qu'à hauteur de 78 %⁸⁹, et ce, sans tenir compte des résolutions qui sont abandonnées avant même d'être inscrites à l'ordre du jour à raison de la forte opposition manifestée par des *proxy advisors* dans le cadre du dialogue qui peut être initié avec l'émetteur (s'agissant par exemple de l'autorisation d'émission de « bons Bretons »).

L'influence des *proxy advisors* se ressent particulièrement dans le domaine de la gouvernance, dans lequel les exigences prescrites se font de plus en plus nombreuses et sont, souvent, plus contraignantes que les recommandations issues des codes de gouvernance⁹⁰.

En définitive, les sociétés qui font appel au marché doivent faire face à de nombreuses exigences afin de se conformer aux pratiques exigées du marché. Le respect de ces exigences implique d'une part qu'elles adaptent leur

87 À ce titre, le gouvernement a annoncé une réforme du Plan d'Épargne en Actions prévoyant la modification du plafond initial du PEA de 132 000 euros à 150 000 euros et en créant un nouveau PEA-PME de 75 000 euros ; v. notamment, discours de P. Moscovici, *Réforme du Plan d'Épargne en Actions : favoriser l'investissement en fonds propres dans les entreprises* ; également, discours de P. Moscovici, *La réforme du PEA : soutenir l'investissement*, 26 août 2013.

88 A. Omaggio, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) », *JCP E* n° 46, 12 nov. 2009, p. 2065.

89 QHB Partners, *La saison des assemblées générales 2008 du CAC 40 : tendance et observations*.

90 A. Omaggio, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) », *op. cit.*

fonctionnement interne à ces nouvelles attentes et d'autre part qu'elles mobilisent les ressources nécessaires en vue d'organiser une communication financière et des relations investisseurs harmonieuses.

En contrepartie, force est cependant de constater que la mutation rendue nécessaire par l'introduction en bourse se traduit par une amélioration des procédures et de l'organisation, une meilleure maîtrise des risques, ainsi qu'une plus grande professionnalisation des organes de gouvernance qui ne peuvent, à terme, que bénéficier à la société.

III. — LA COTATION EXPOSE A DES RISQUES FINANCIERS ET IMPOSE DES CONTRAINTES QUI PEUVENT DISSUADE LES ÉMETTEURS DE S'INTRODUIRE EN BOURSE OU LES CONDUIRE A EN SORTIR

Indépendamment de ces coûts directs, immédiats ou récurrents, liés à la cotation et de la nécessaire adaptation structurelle qu'elle engendre, d'autres risques financiers ou contraintes sont parfois dénoncées.

Ceux-ci touchent particulièrement à la perte de confidentialité, imposée par la plus grande transparence attendue d'une société cotée (A). Par ailleurs, les règles boursières dont l'objet est d'assurer la protection des épargnants peuvent rendre certaines restructurations plus complexes à effectuer (B). Enfin, les sociétés cotées sont exposées à des risques dus à leur cotation (C).

A. — *La perte de confidentialité liée à la transparence*

Ainsi qu'il a été exposé ci-dessus, la cotation fait peser sur les émetteurs des exigences accrues en matière de transparence, qui sont parfois vécues par les entreprises comme une véritable atteinte à leur stratégie et à leur position concurrentielle sur le marché.

À titre d'exemple, la société Hologram Industries a récemment justifié son intention de sortir de la cote au motif qu'« être en Bourse [...] oblige à donner des informations pertinentes pour le marché et nos concurrents qui n'en font pas autant. Il y a là une vraie distorsion d'information »⁹¹.

La société, soucieuse de conserver la maîtrise des informations qu'elle divulgue, peut ainsi renoncer à la cotation de ses titres.

Une autre illustration des contraintes dérivées de l'obligation de transparence concerne le cas des sociétés en difficulté.

91 *Les Échos*, « Hologram Industries se prépare à renoncer à la Bourse », 27 juin 2013.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

Lorsqu'une société rencontre des difficultés financières, elle souhaite généralement préserver la confidentialité le plus longtemps possible sur sa situation. À la fois émetteur et débiteur, la société cotée en difficulté doit concilier la protection des intérêts des investisseurs qui exige une communication financière transparente et la divulgation immédiate de toute information privilégiée avec la nécessité de donner le moins de publicité possible aux difficultés qu'elle traverse. En effet, les difficultés traversées sont susceptibles de s'aggraver, une fois révélées : désengagement des assureurs-crédits, réduction du crédit fournisseurs, méfiance des clients à s'engager autrement qu'à court terme, défiance des établissements de crédit... À ces difficultés peuvent s'ajouter une baisse du cours de bourse liée à des ventes massives du titre⁹².

Le droit boursier a tenté d'intégrer une partie des contraintes liées à l'exigence de confidentialité nécessaire au redressement de l'entreprise en difficulté et l'AMF admet que le marché ne soit pas informé immédiatement en cas d'ouverture d'une procédure non judiciaire de traitement des difficultés économiques⁹³. Compte tenu du caractère confidentiel de telles procédures, seule l'AMF sera, dans un tel cas, informée de l'ouverture et du suivi de la procédure. Il n'en reste pas moins que l'entreprise en difficulté reste tenue de communiquer au marché au titre de ses obligations périodiques, l'AMF demandant notamment aux sociétés de « tenir régulièrement informé le marché sur l'état des difficultés rencontrées, et notamment de l'évolution de son niveau d'endettement et de trésorerie disponible ».

B. — *La complexité des opérations de restructuration*

Au cours de la vie d'une société, des opérations de restructuration à des niveaux divers peuvent être souhaitables voire nécessaires. Ces opérations sont complexes car elles sont non seulement soumises aux dispositions du droit commun des sociétés mais également à des règles spécifiques propres au droit boursier et dont la finalité est d'assurer la protection des investisseurs et l'égalité de traitement des actionnaires.

92 Dominique Bompont et François Kopf, « Sociétés cotées en bourse et procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire », *Jour. Sociétés*, n° 68, sept. 2009, p. 36 ; François Kopf, Mathieu Della Vittoria, « L'information financière des sociétés en difficulté : entre transparence de l'émetteur et protection du débiteur », *Bull. Joly Bourse*, 1er juin 2013 n° 6, p. 303.

93 Position AMF n° 2009-14, *Information financière diffusée par les sociétés en difficulté*.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

Le risque de devoir mettre en œuvre une offre publique de retrait

Lorsque l'émetteur dispose d'un actionnaire de contrôle, certaines opérations de restructuration peuvent conduire l'actionnaire de contrôle d'une société cotée à devoir déposer une offre publique de retrait.

De même, en cas de fusion-absorption, de cession ou apport du principal des actifs, d'une réorientation de l'activité sociale ou encore d'une modification significative des statuts, d'une société cotée sur un marché réglementé, la société qui en détient le contrôle doit informer l'AMF afin que celle-ci décide s'il y a lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait⁹⁴.

Ces règles peuvent constituer un frein à la mise en œuvre de certaines opérations de restructuration ou de rationalisation de l'organigramme d'un groupe.

Les contraintes complémentaires imposées par le statut de société cotée.

La mise en œuvre d'une opération de restructuration par une société cotée s'accompagne généralement de contraintes complémentaires, de nature à alourdir le processus et à en allonger le calendrier : ainsi, la société concernée par une opération de fusion peut être tenue de mettre à disposition un document d'information spécifique, comportant le cas échéant des comptes *pro-forma* ; par ailleurs, s'agissant d'opérations susceptibles de créer un conflit d'intérêt, les organes de direction sont tenus de désigner un expert indépendant dont l'objet et de s'assurer que les conditions de l'opération, eu égard au conflit d'intérêt existant, ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet ou à porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires⁹⁵, ce qui représente un coût et un délai additionnels dans la mise en œuvre de l'opération⁹⁶.

La complexité des opérations de restructuration est encore accrue par l'incertitude et le délai complémentaire requis lorsque l'émetteur est tenu de faire valider l'opération en cause par l'assemblée générale des actionnaires, en particulier lorsque celle-ci ne peut être réunie sur première convocation en l'absence d'actionnaire significatif.

Enfin, l'impatience du marché ou sa réticence dans la réalisation de certaines opérations de restructuration, peut accroître davantage les difficultés rencontrées par la société dans la réalisation de l'opération envisagée.

94 Art. 236-6, 2° du Règlement général de l'AMF.

95 Art. 261-1 et s. du Règlement général de l'AMF.

96 V. notamment, Recommandation AMF n° 2006-15, *Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières* ; Instruction AMF n° 2006-08, *Expertise indépendante*.

[p. 15-53]

Didier MARTIN

Arch. phil. droit 56 (2013)

C. — *Les risques dus à la cotation*

Les prises de contrôle hostiles. La cotation rend les sociétés vulnérables aux prises de contrôle hostiles par le biais d'offres publiques, d'achat ou d'échange, ce qui conduit de nombreuses sociétés cotées à mettre en place des systèmes de défense anti-OPA afin de déjouer de telles tentatives et la déstabilisation de la société qui s'ensuivrait⁹⁷.

L'accroissement du risque judiciaire. Soumise à des contraintes légales et réglementaires additionnelles, à la supervision d'une autorité de marché, à un actionnariat multiple et dispersé, l'entreprise cotée est également soumise à un risque de contentieux accru.

Ce risque est encore plus patent s'agissant d'entreprises cotées sur plusieurs places dès lors que la simple cotation sur un marché étranger peut suffire à donner aux autorités locales compétence pour condamner la société. En l'état, suite à la décision rendue par la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire *Morrison vs. National Australia Bank* du 24 juin 2010, les « *foreign-cubed plaintiffs* » (actionnaires non américains portant plainte aux États-Unis contre des sociétés non américaines dont ils ont acquis les titres en dehors des États-Unis) ne peuvent initier de *class-actions* aux États-Unis. *A contrario*, en revanche, les investisseurs ayant acquis des actions aux États-Unis ou des actions cotées sur des marchés américains pourraient eux tenter une *class-action* aux États-Unis⁹⁸.

Le risque d'une évaluation faussée. Qui plus est, la cotation peut conduire à une sous-valorisation de l'entreprise dès lors que le cours de bourse ne reflète pas toujours la vraie valeur de la société et ce en raison des imperfections du marché. Pour les petites et moyennes valeurs, une telle sous-valorisation peut résulter d'un manque de liquidité du titre (nombre réduit de jours de cotation, faiblesse du flottant et/ou des quantités échangées) ou, sans être liée directement aux fondamentaux de la société elle-même, à son appartenance à un secteur particulier, ou encore à la conjoncture boursière. À cet égard, la crise financière a vraisemblablement contribué à accentuer les problèmes de liquidité rencontrés structurellement

97 D. Martin et N. Molfessis, « Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA », in G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis, *Les offres publiques d'achat*, Litec 2009, p. 573, 1228 et s.

98 P. Servan-Schreiber, « la Cour Suprême limite les "class actions" pour les groupes étrangers », *Les Échos*, 10 juil. 2010.

sur certaines valeurs, notamment les plus petites⁹⁹. De même, la déficience d'analyse financière concernant les PME-ETI ne permettant pas aux investisseurs d'avoir accès à suffisamment d'informations pour être incités à investir dans ces sociétés, contribue à rendre le cours de bourse peu représentatif de la véritable valeur de la société. La cotation ne permet alors plus de faire appel au marché dans de bonnes conditions, en contradiction même avec son objectif premier.

La pression des actionnaires et investisseurs. Une fois admise sur les marchés financiers, l'entreprise peut être amenée à subir la pression de ses actionnaires pour la distribution de dividendes. Cette nécessité d'offrir un rendement à court terme aux actionnaires induit un nouveau rapport au temps et peut entraver le développement de projets sur le long terme. Cette perte d'« indépendance » dans la gestion et les choix stratégiques est l'un des arguments régulièrement soulevés par les sociétés qui font le choix de ne pas faire coter leurs titres¹⁰⁰. L'émetteur peut notamment être confronté à des activistes ou « *hedge funds* », qui prennent des positions significatives dans son capital afin d'influencer brutalement sa stratégie ou sa gouvernance, dans le but de générer une plus-value à court terme. De tels actionnaires peuvent se révéler particulièrement nuisibles dans certaines sociétés qu'ils n'hésitent pas à démanteler¹⁰¹.

En effet, si certaines pratiques activistes ont permis la réalisation de restructurations bénéfiques à la société et au marché¹⁰², elles sont, de manière générale, craintes par les sociétés elles-mêmes, qui peuvent ne voir qu'un intérêt à court terme dans les opérations envisagées.

Le retrait de la cote. La multiplication des obligations et contraintes mises à la charge des sociétés cotées peut également conduire celles-ci à vouloir organiser leur sortie de cote¹⁰³.

99 Cartographie 2009 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne – AMF.

100 V. notamment la position de la directrice de la communication du Groupe Auchan et de Jacques Servier, président fondateur du groupe Servier, *Le Journal du Net*, dossier « Grandes entreprises non cotées », 26 juil. 2006.

101 Cf. démantèlement d'ABN Amro en 2007 à la suite d'une OPA menée par Fortis, Royal Bank of Scotland et Santander.

102 V. en ce sens l'étude publiée par le Professeur Lucian A. Bebchuk, A. Brav et W. Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", 9 juil. 2013, *Social Science Research Network*.

103 Cf. en ce sens, *Le Monde* du 9 août 2013, citant l'exemple de Blackberry dont la capitalisation boursière s'est effondrée au cours des cinq dernières années et qui cherche aujourd'hui à s'éloigner de la pression des marchés.

Dans la plupart des cas, la sortie de la cote suppose la mise en œuvre d'une offre publique (d'achat ou de retrait), qui sera suivie d'un retrait obligatoire. La mise en œuvre d'une telle opération peut néanmoins être rendue difficile dès lors qu'elle suppose que l'actionnaire majoritaire détienne plus de 95 % du capital et des droits de vote de la société visée¹⁰⁴. La sortie de cote peut également intervenir à raison d'une décision de radiation, prise par l'entreprise de marché qui doit s'assurer qu'une telle opération n'est pas de nature à léser l'intérêt des investisseurs ou le bon fonctionnement du marché¹⁰⁵.

En pratique, cette décision de radiation est généralement prononcée à raison du redressement ou de la liquidation judiciaire de l'émetteur concerné ou à la suite d'une opération de fusion-absorption¹⁰⁶, ou après mise en œuvre d'une procédure de retrait ordonné, en cas de multicotation.

L'émetteur coté ne bénéficie donc nullement d'un droit automatique à la « sortie » ainsi que l'a expressément rappelé le Tribunal de commerce de Paris, saisie d'une demande visant à faire injonction à l'entreprise de marché de prononcer la radiation de ses titres de la cote¹⁰⁷.

En définitive, il convient de rechercher un juste équilibre entre l'existence mesurée de contraintes liées à la sortie de la cote et ce, afin d'éviter de dissuader les sociétés d'introduire leurs titres en bourse par crainte de ne pas pouvoir en sortir, et la sortie d'une cote qui serait rendue trop facile, permettant ainsi aux actionnaires majoritaires d'utiliser le marché au gré de leur seul intérêt.

104 Dans certains pays européens, ce seuil est moins élevé puisqu'il est de 90 % ; cf. également, *Le Monde Eco & Entreprise* du 11 septembre 2013, pour l'offre publique de Michael Dell sur la société portant son nom pour une réorientation de l'activité de la société à l'abri de la pression du marché.

105 C'est l'entreprise de marché qui est compétente pour décider d'une radiation, l'AMF ne disposant plus en la matière de droit d'opposition. Cette compétence est prévue par l'article L.421-15 II du Code monétaire et financier, selon lequel : « La radiation d'un instrument financier peut être décidée par l'entreprise de marché lorsqu'il ne remplit plus les conditions d'admission fixées par les règles du marché sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché ».

106 Cf. *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n° 28, septembre 2006 : « Une analyse des radiations volontaires de la cote à Paris (1998-2005) », et l'actualisation de cette étude publiée dans la lettre économique et financière de l'AMF du printemps 2011.

107 Cf. en ce sens, le jugement rendu par le Tribunal de commerce de Paris le 14 décembre 2012 (*Radiall c/Euronext Paris et SAS Orfim*).

CONCLUSION

Porteuse de bénéfices incontestables, la cotation a donc, à l'évidence, également un coût et si la nécessaire transparence de l'émetteur coté a des vertus, protectrices et disciplinaires, trop de transparence peut nuire à la société, au point de la dévaloriser ou de porter atteinte à sa compétitivité.

Sous l'effet conjugué du développement du *private equity*, de la diversification des systèmes de négociation des titres financiers et de l'alourdissement des contraintes liées à la cotation sur les marchés réglementés au nom de la transparence du marché et de la protection des intérêts des investisseurs, un certain nombre de sociétés cotées, souvent les plus modestes en raison des coûts supportés, sont tentées de réévaluer l'intérêt de leur présence sur les marchés¹⁰⁸.

En France, depuis cinq ans et malgré un regain des introductions en bourse en 2011, le nombre de PME et ETI cotées en bourse a considérablement diminué avec un net retrait des introductions en bourse¹⁰⁹. De fait, les entrées en bourse ne couvrent plus les retraits de la cote.

Cependant, quel que soit le coût direct et indirect lié à la cotation, il apparaît que le recours aux marchés financiers constitue une solution inégale, notamment par son ampleur, pour permettre aux entreprises de bénéficier de capitaux et, ainsi, permettre le financement de l'activité économique.

S'il est certain que la concurrence est nécessaire afin de maîtriser les coûts pratiqués, les frais induits par la cotation d'une société en bourse ne devraient pas être un frein à la décision d'introduire les titres d'une société en bourse dans la mesure où le marché est suffisamment efficient pour permettre une cotation réussie. À l'inverse, une bourse qui n'offrirait pas une liquidité suffisante des titres, malgré des coûts de cotation faibles, ne devrait pas avoir vocation à attirer les émetteurs.

À cet égard, il apparaît que les bourses traditionnelles, pour faire face à la concurrence, ont développé de nouveaux services afin d'offrir une qualité accrue de négociation à leurs membres¹¹⁰.

108 Annunziata F., Pietrancosta A., *Going Private Transactions in Europe and in the United States*, 2011.

109 Au cours de l'année 2012, dix entreprises sont entrées en bourse (Alternext et compartiments B et C d'Euronext) et 24 entreprises se sont retirées sur la même période. K. Gabaï, « La Bourse de l'entreprise ou Bourse des PME », *Bull. Joly Bourse*, 1er mars 2013 n° 3, p. 146.

110 V. not., Les entretiens de l'AMF 2006, « Les enjeux du nouvel environnement réglementaire : comment la place de Paris s'adapte-t-elle ? », rapp. Introductif 30 nov. 2006, « L'offre de services nouveaux est un second moyen de réaction dont peuvent

En effet, si le principal avantage des nouvelles plateformes de négociation réside dans leurs tarifs attractifs, les bourses traditionnelles peuvent encore se prévaloir d'une réglementation plus contraignante et donc d'une plus grande transparence et d'une protection accrue des investisseurs¹¹¹, de nature à garantir aux opérateurs un marché transparent, liquide et en définitive efficient¹¹².

Ainsi, s'il est certain qu'une diminution des frais de cotation serait bénéfique pour les sociétés émettrices et les investisseurs, il convient néanmoins de privilégier l'existence d'un marché qui tient ses promesses.

En définitive, ce qui compte avant tout pour qu'un marché soit attrayant, c'est qu'il permette aux émetteurs de trouver le financement et les investisseurs dont ils ont besoin.

L'existence d'investisseurs à long terme, le suivi assuré par un nombre suffisant d'analystes, la présence d'agences de notation, une réglementation boursière adaptée, des incitations fiscales qui tiennent compte du risque plus grand de l'investissement dans des PME même cotées, bref un écosystème qui permet de compenser les coûts inhérents à la cotation d'une société est nécessaire pour une bourse active. L'attrance des émetteurs et investisseurs pour la place boursière londonienne s'explique par la concentration, sur ce marché, de la plupart de ces éléments.

L'objectif pour les marchés boursiers français réside donc avant tout, non pas dans la diminution « à tout prix » des frais liés à la cotation qui bien entendu doivent encore diminuer, mais davantage dans la création de cet environnement favorable permettant un marché attirant et efficient.

didiermartin@bredinprat.com

encore disposer les entreprises de marché confrontées à un cadre concurrentiel plus ouvert ».

111 V. not., A. Spy, « Bourses Historiques/Alternatives : la bataille est engagée », *Option Finance* n° 1120, 11 avr. 2011, « Mais c'est surtout le manque de transparence de la plupart des Bourses parallèles qui concentrent le feu des critiques. Les MTF ont certes une obligation d'information concernant leurs transactions mais celle-ci n'est pas aussi encadrée que pour les Bourses réglementées ».

112 « Le coût n'est pas le seul critère de compétitivité. À mesure que le nombre de marchés de négociation augmente, les opérateurs misent sur des caractéristiques particulières (comme le degré de transparence ou la rapidité d'exécution) pour se distinguer de leurs compétiteurs et attirer des flux d'ordres » E. Chouinard, « La négociation de valeurs mobilières : un monde en pleine évolution », *Rev. du système financier*, déc. 2007.