

Composition du groupe de travail	1
Résumé-conclusion	7
I- Quelles entreprises pour le "Nouveau Marché"?	23
1. Les caractéristiques des entreprises recherchées	23
2. L'évaluation du gisement d'entreprises susceptibles d'être introduites sur le marché	24
3. Les critères réglementaires d'admission	25
4. La politique d'admission du "Nouveau Marché"	26
5. Les engagements d'information des entreprises introduites et de leurs actionnaires	27
II- Quels investisseurs pour le "Nouveau Marché"?	31
1. L'importance relative des différentes catégories d'investisseurs	31
2. La nécessité d'un marché réglementé	33
3. Les règles déontologiques des intermédiaires et des réseaux de placement	33
III- Quels intermédiaires pour le "Nouveau Marché"?	35
1. Les caractéristiques requises	35
2. Le choix d'un membership spécifique	37
3. Le rôle et les engagements des intermédiaires membres du "Nouveau Marché"	37
IV- Quelle organisation de marché pour le "Nouveau Marché"?	40
1. Le positionnement du "Nouveau Marché"	40
2. La création d'un "Nouveau Marché" doté d'une identité autonome et d'une personnalité morale propre	41
3. Une ouverture vers NASDAQ	42
4. La problématique d'une dimension "paneuropéenne"	43
5. La mise en oeuvre du "Nouveau Marché"	44

COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL "NOUVEAU MARCHÉ"

GROUPE PLÉNIER

Présidents du groupe plénier :

- **M. Bruno ROGER**, Associé Gérant, Lazard Frères et Cie, Président de Gaz et Eaux
- **M. Pierre FAURRE**, Président Directeur Général, SAGEM, Président de l'École Polytechnique

- M. Jean-Louis BEFFA, Président Directeur Général, Saint-Gobain
- M. Thierry COSTE, Directeur Général Adjoint, CNCA
- M. Jacques CREYSSEL, Directeur général des affaires économiques, CNPF
- M. Alain DROMER, Directeur des gestions de capitaux, CCF
- M. Alain FERRI, Président, AFSB
- M. Pierre FLEURIOT, Directeur Général, COB
- M. Henri GUILLAUME, Président, ANVAR
- M. Pierre LAFITTE, Sénateur
- M. André LEVY-LANG, Président du Directoire, PARIBAS
- M. Didier LOMBARD, Directeur Général des stratégies industrielles, Ministère de l'Industrie
- M. André Laurent MICHELSON, Sous-Directeur, Direction du Trésor, Ministère de l'Economie
- M. Denis MORTIER, Administrateur Directeur Général, Financière Saint-Dominique, Président, AFIC
- M. Francis OLIVIER, Président Directeur Général, SIDEL
- M. Michel PEBEREAU, Président Directeur Général, BNP
- M. Didier PFEIFFER, Vice Président Directeur Général, UAP
- Mme Hélène PLOIX, Directeur Général Adjoint, Caisse des Dépôts
- M. Serge TCHURUK, Président Directeur Général, TOTAL
- M. Jean-François THEODORE, Président Directeur Général, SBF-Bourse de Paris

Rapporteur général :

- Dominique LEBLANC, Directeur Général Adjoint, SBF-Bourse de Paris

COMMISSION SÉCURITÉ DU MARCHÉ

- **M. Pierre FLEURIOT**, Directeur Général, COB
- M. Bruno ROGER, Associé Gérant, Lazard Frères et Cie, Président de Gaz et Eaux
- M. Pierre FAURRE, Président Directeur Général, SAGEM, Président de l'École Polytechnique
- M. Jacques CREYSSEL, Directeur général des affaires économiques, CNPF
- M. Alain DROMER, Directeur des gestions de capitaux, CCF
- M. Henri GUILLAUME, Président, ANVAR
- M. Dominique LEBLANC, Directeur Général Adjoint, SBF-Bourse de Paris
- M. Didier LOMBARD, Directeur Général des stratégies industrielles, Ministère de l'Industrie,
- M. André Laurent MICHELSON, Sous-Directeur, Direction du Trésor, Ministère de l'Economie
- M. Denis MORTIER, Administrateur Directeur Général, Financière Saint-Dominique, Président, AFIC
- M. Didier PFEIFFER, Vice-Président Directeur Général, UAP
- M. Hervé PHILIPPE, Chef du Service des Opérations et de l'Information Financières, COB
- M. Patrick SOULARD, Directeur Général, BANEXI

Rapporteur :

- Mme Bénédicte DOUMAYROU, Adjoint au Chef de Service des Etudes et du Développement de Marché, COB

COMMISSION EMETTEURS

- **M. Denis MORTIER**, Administrateur Directeur Général, Financière Saint-Dominique, Président, AFIC
- M. Pierre FAURRE, Président Directeur Général, SAGEM, Président de l'École Polytechnique
- M. Franck BOGET, Directeur du Département Participations, BANEXI
- M. Thomas GRENON, Adjoint au Chef du Bureau Dl, Ministère de l'Economie
- M. Henri GUILLAUME, Président, ANVAR
- M. Xavier JUNG, Adjoint chargé de la Sous-Direction électronique professionnelle et informatique industrielle, Service des industries de communication et de service, Ministère de l'Industrie
- M. Dominique LEBLANC, Directeur Général Adjoint, SBF-Bourse de Paris
- Mme Agnès LEPINAY, Directeur des Affaires Financières, CNPF
- M. Hervé PHILIPPE, Chef du Service des Opérations et de l'Information Financières, COB

Rapporteur :

- M. Didier DAVYDOFF, Directeur des Etudes et de la Stratégie, SBF-Bourse de Paris

COMMISSION INVESTISSEURS

- **M. Alain DROMER**, Directeur des gestions de capitaux, CCF
- M. Serge ALLAIN, Commissaire du Gouvernement, Ministère de l'Economie
- M. Cyrille CHEVRILLON, Associé-Gérant, Chevrillon-Philippe
- M François DESPORTES, Chef du Service des Placements, COB
- M. Philippe FRANCERIES, Gérant de Participations, UAP
- M. Jean-Pierre HELLEBUYCK, Directeur Central de la gestion des actifs, AXA
- Mme Agnès LEPINAY, Directeur des Affaires Financières, CNPF
- M. Philippe N'GUYEN, Directeur de Cabinet auprès du Directeur Général Adjoint, Caisse des Dépôts
- Mme Brigitte PASCAUD, Directeur Général de REGEVAL, FIMAGEST

Rapporteur :

- M. Didier DAVYDOFF, Directeur des Etudes et de la Stratégie, SBF-Bourse de Paris

COMMISSION INTERMEDIAIRES

- **M. Patrick SOULARD**, Directeur Général, BANEXI

- Mme Monique COHEN, Sous-Directeur, PARIBAS

- M. Jean-Yves COLIN, Responsable du Département des Opérations Financières, CNCA

- M. Jacques CREYSSEL, Directeur général des affaires économiques, CNPF

- M. Frank DANGEARD, Directeur Général, Banque SG WARBURG

- M. Didier DAVYDOFF, Directeur des Etudes et de la Stratégie, SBF-Bourse de Paris

- Mme Bénédicte DOUMAYROU, Adjoint au Chef de Service des Etudes et du Développement de Marché, COB

- M. Didier DUHEM, Chargé de Mission, Crédit Lyonnais

- M. Alain FERRI, Président, AFSB

- M. Dominique LEBLANC, Directeur Général Adjoint, SBF-Bourse de Paris

- M. Tanguy LE GOUVELLO, Associé Gérant, Lazard Frères et Cie

- M. Jean-Baptiste MASSIGNON, Administrateur civil, Direction du Trésor, Ministère de l'Economie

- M. Philippe N'GUYEN, Caisse des Dépôts

Rapporteur :

- M. Michel ROYANT, Directeur Adjoint, BNP

COMMISSION ORGANISATION DU MARCHÉ

- **M. Jean-François THÉODORE**, Président Directeur Général, SBF-Bourse de Paris

- M. Pierre CLAUZEL, Directeur Adjoint, SBF-Bourse de Paris

- Mme Monique COHEN, Sous-Directeur, PARIBAS

- M. François CHAMPARNAUD, Chef du Service des Etudes, COB

- M. Didier DAVYDOFF, Directeur des Etudes et de la Stratégie, SBF-Bourse de Paris

- M. Alain DROMER, Directeur des gestions de capitaux, CCF

- M. Alain FERRI, Président, AFSB

- M. Hervé JOUBEAUD, Directeur, CNCA

- M. Dominique LEBLANC, Directeur Général Adjoint, SBF-Bourse de Paris

- M. Pascal ODDO, Gérant Commandité, ODDO et Cie

- M. Pascal SAMARAN, Directeur des Marchés, SBF-Bourse de Paris

- M. Patrick SOULARD, Directeur Général, BANEXI

- M. Jacques THÉVENEAU, Directeur de la Direction des marchés d'actions, Crédit Lyonnais

Rapporteur :

Mlle Marie-Claire PLAUD, Directeur Adjoint, SBF-Bourse de Paris

RÉSUMÉ-CONCLUSION

I - La SBF-Bourse de Paris a pris l'initiative de réunir un groupe de travail sur la possibilité de créer un marché boursier spécifique pour les sociétés nouvelles innovantes.

Ce groupe de travail a conclu à la nécessité de créer à Paris un "Nouveau Marché" destiné à la cotation de ces valeurs nouvelles, en tenant compte des expériences étrangères, et notamment américaine, qui ont fait la preuve de leur efficacité, ainsi que des caractéristiques propres de l'économie européenne ; ce "Nouveau Marché" est conçu de manière ouverte avec la vocation de devenir partie prenante à un réseau européen de marchés de même type.

La composition de ce groupe de travail présente certains aspects originaux dans la mesure où, pour la première fois, une réflexion de ce type ne s'est pas limitée aux grands professionnels financiers de la place, mais a associé, dès l'origine, des représentants du monde de l'industrie. La coprésidence d'un industriel et d'un financier, aux côtés du Président Directeur Général de la SBF-Bourse de Paris, le démontre comme le prouve la présence au sein du groupe plénier de Présidents de sociétés industrielles et de l'ANVAR, du Directeur général des stratégies industrielles du Ministère de l'Industrie et d'un représentant du CNPF, qui ont participé au groupe de travail aux côtés de banquiers, d'assureurs, de responsables de sociétés de bourse, de la COB et de la Direction du Trésor.

Les deux Présidents de ce groupe de travail tiennent à exprimer leurs vifs remerciements à tous les membres du groupe plénier et des cinq commissions créées en son sein, qui ont participé avec une assiduité et un enthousiasme remarquables à l'élaboration, dans le délai de temps que le groupe s'était fixé, de ce rapport. Ils tiennent en particulier à souligner la qualité des rapports présentés par les présidents des cinq commissions : Alain Dromer, Pierre Fleuriot, Denis Mortier, Patrick Soulard et Jean-François Théodore. Enfin, bien entendu, rien n'aurait été

possible sans l'efficacité avec laquelle Jean-François Théodore, Président Directeur Général de la SBF- Bourse de Paris, et Dominique Leblanc, Directeur Général Adjoint de la SBF-Bourse de Paris, et rapporteur du groupe plénier, ont participé à ces travaux.

Le système financier français a d'ores et déjà contribué, par la qualité de son réseau bancaire, financier et boursier, ainsi que par des initiatives spécifiques, tant à Paris qu'en province, au développement des entreprises innovantes.

Le projet de "Nouveau Marché" est la voie proposée pour donner une nouvelle dimension, une cohérence accrue, aux compétences acquises, aux sources de financement déjà existantes. L'existence d'un marché moderne capable de mobiliser les capitaux prêts à s'engager dans ce domaine, d'assurer leur liquidité, et cela dans une perspective résolument européenne, constituerait un progrès évident pour le financement de ces entreprises.

Sans méconnaître les difficultés propres à l'organisation et au fonctionnement d'un tel marché, le groupe de travail a estimé que sa mise sur pied était un enjeu et une opportunité importants pour les entreprises à fort potentiel de croissance. C'est le défi que tous les participants souhaitent relever en présentant le "Nouveau Marché".

Le résumé-conclusion qui ouvre ce rapport traite de la problématique du financement par le marché boursier des entreprises innovantes, des choix faits par le groupe en matière :

- d'entreprises-cibles,
- d'investisseurs,
- d'intermédiaires,
- et d'organisation du nouveau marché.

et résume les 50 mesures concrètes proposées par le groupe, dont l'économie a été présentée par son Président Directeur Général au Conseil d'administration de la SBF-Bourse de Paris qui l'a approuvée.

II - L'année 1994 a vu naître un débat sur l'opportunité de créer un marché d'actions destiné à financer le développement d'entreprises n'ayant pas accès aux marchés existants, ou n'y trouvant qu'imparfaitement la satisfaction de leurs besoins de financement en fonds propres.

Une première analyse peut conduire à considérer l'émergence de ce débat comme la conséquence récurrente de l'impossibilité de résoudre de façon indiscutable la question du degré approprié d'ouverture des marchés d'actions aux entreprises souhaitant s'y financer. En l'absence de réponse générale et définitive, il peut être estimé que la création du Second Marché en 1983, sa relance en 1993, sa vitalité constatée en 1994 suffisent à apporter la preuve de la capacité des opérateurs du marché français des actions à répondre efficacement à cette question. Dans cette perspective, l'orientation retenue aurait été de refuser de reconsidérer la question et de ne pas s'interroger sur l'opportunité de créer un nouveau marché d'actions.

La vigueur du débat, l'importance de l'enjeu, la multiplicité des solutions envisageables justifient de penser que de nouvelles réponses peuvent être apportées à la question d'une plus grande ouverture du marché des actions, et cela pour deux raisons :

La disproportion persistante du nombre des entreprises admises sur les marchés nationaux d'actions :

Bien que les statistiques soient sujettes à caution, notamment du fait de la comptabilisation des transferts entre les marchés parallèles et les marchés officiels, les ordres de grandeur mis en évidence font apparaître une disproportion dans le nombre des introductions sur les principaux marchés nationaux. Celle-ci peut s'expliquer partiellement par des décalages de conjoncture. Elle résulte également d'un choix, implicite ou explicite, d'une plus ou moins grande sélectivité. Elle pose à terme, pour les marchés où le nombre d'admissions est le plus faible, le problème du

renouvellement de leur cote et de leur capacité à financer le développement de nouvelles entreprises. Elle permet enfin d'espérer l'existence d'un potentiel important d'entreprises susceptibles d'être cotées.

Nombre de sociétés admises (1)

	1991	1992	1993	1994
France	23	13	12	38
Grande-Bretagne	116	89	180	273
Allemagne	19	8	9	16
Italie	6	4	4	8
Nasdaq	ND	ND	496	418
NYSE	150	235	188	200

Source : rapports annuels FIBV

(1) : A l'exclusion des Fonds d'Investissements

L'analyse des sociétés de capital-investissement

En Europe, les entreprises de capital-investissement détiennent un portefeuille de 15 000 sociétés non cotées d'une valeur de l'ordre de 20 milliards d'Écus. Les mêmes chiffres en France sont de 4000 entreprises et de 3,7 milliards d'Écus (24 milliards de francs).

Les entreprises de capital-risque constatent que les marchés actions américains et britanniques offrent à leurs homologues, ainsi qu'à eux-mêmes, pour leurs participations capables de susciter l'intérêt de ces marchés, des opportunités de sortie qui leur font défaut en Europe.

L'existence de marchés actions, ouverts et actifs, est considérée par les entreprises de capital-investissement comme une condition nécessaire à la bonne marche de leur activité. La volonté d'une plus grande ouverture des marchés actions a conduit l'European Venture Capital Association (EVCA) et, en France, l'Association des Investisseurs en Capital Risque (AFIC) à prendre l'initiative d'un débat élargi à l'ensemble des opérateurs intéressés.

La question posée étant celle d'une ouverture du marché des actions à une nouvelle catégorie d'entreprises, un premier choix a été de ne pas limiter la question traitée à la seule recherche des entreprises, investisseurs et intermédiaires financiers susceptibles de participer à ce nouveau marché, mais d'examiner au fond la question essentielle de degré de sécurité que devrait présenter un marché, des conditions d'organisation et de transparence nécessaires pour faire en sorte que l'accès au marché d'actions de nouvelles entreprises ne se fasse pas au détriment du respect des exigences propres au bon fonctionnement d'un marché.

Ce choix explique qu'en sus des quatre groupes de travail ayant pour objet d'identifier les parties prenantes à un nouveau marché et d'en définir le mode d'organisation, ait été constitué un groupe de travail spécifique ayant pour mission de préciser les conditions propres à assurer la sécurité du nouveau marché. De ce fait, l'organisation des travaux s'est articulée autour de trois commissions, "Émetteurs", "Investisseurs", et "Intermédiaires", présidées respectivement par M. Denis Mortier, Président de l'AFIC et Administrateur Directeur Général de la Financière Saint-Dominique, M. Alain Dromer, Directeur Central au CCF, et M. Patrick Soulard, Directeur Général de la BANEXI, d'une commission "Organisation du marché", présidée par M. Jean-François Théodore, Président de la SBF-Bourse de Paris, et d'une commission "Sécurité du nouveau marché", présidée par M. Pierre Fleuriot, Directeur Général de la Commission des Opérations de Bourse.

Le présent rapport est donc le consensus auquel est parvenu le groupe de travail plénier à partir des analyses et conclusions des cinq commissions. Ce consensus est qu'un marché nouveau, ouvert à des entreprises moins matures et plus risquées, peut effectivement être créé, qu'il existe une population d'entreprises et d'investisseurs intéressés par un tel projet, mais que la viabilité d'un tel marché et son succès commercial dépendent de la réalisation de conditions, et de la mise en oeuvre d'engagements, sur lesquels il convient d'insister tout particulièrement.

Les exemples des marchés actions de la Grande-Bretagne et des États-Unis, l'expérience de l'ANVAR et de la SBF-Bourse de Paris, ainsi qu'une étude conduite pour le compte de la Commission Européenne, montrent qu'il existe en France, et probablement en Europe continentale, une population importante d'entreprises non cotées, susceptibles d'être intéressées par ce marché et d'y avoir accès. Pour le marché français, un rythme de venue de l'ordre d'une trentaine d'entreprises par an, comparable à celui que connaît le Second Marché, suffisant pour assurer la crédibilité du nouveau marché, peut être probablement envisagé dès à présent.

La présence d'investisseurs institutionnels susceptibles d'investir une part de leurs ressources, peut-être minime en pourcentage en raison des risques courus, mais tout à fait significative en valeur absolue, à l'échelle des entreprises concernées, sera une composante nécessaire de la demande d'actions sur ce nouveau marché. L'absence, pour l'instant, de fonds de pension français, la contrainte d'une mise en oeuvre qui ne pourrait être que progressive, ne permettent pas d'escampter de leur part, dans un délai rapproché, des ressources significatives. Elle implique une capacité à attirer l'épargne des investisseurs institutionnels français et étrangers, ainsi que des plus avertis parmi les investisseurs individuels. Concernant ces derniers, et compte-tenu de l'intérêt évident que présente l'objectif d'une plus grande mobilisation de l'épargne au bénéfice des entreprises innovantes, le groupe a souhaité que puissent être examinées les modalités d'application à ce type d'investissement de dispositifs d'incitation fiscale déjà mis en oeuvre pour d'autres catégories d'investissements, sans que cela soit pour autant considéré comme une condition préalable ou suffisante du succès du nouveau marché.

Le groupe de travail s'est par ailleurs interrogé sur la bonne démarche à suivre pour convaincre les entreprises et les investisseurs potentiellement intéressés par un nouveau marché. La démarche souvent préconisée est celle d'une moindre régulation, d'un desserrement des contraintes réglementaires, d'un jeu plus libre de l'offre et de la demande de titres, sans mobilisation particulière de la part des intermédiaires financiers. Conformément aux recommandations du groupe "Sécurité du

marché", le groupe de travail a considéré au contraire que l'ouverture d'un marché actions à de nouvelles entreprises et la mobilisation de ressources d'épargne n'impliquaient pas un quelconque relâchement mais, au contraire, une exigence adaptée aux caractéristiques du marché, une plus grande recherche des objectifs de transparence, de sécurité, de liquidité,

C'est pourquoi les obligations d'information, lors de l'admission, puis ultérieurement, ont été définies de façon à donner aux investisseurs une juste appréciation des risques encourus. De même, le choix d'un marché réglementé, au sens de la Directive européenne sur les services d'investissement, d'une procédure de sélection des entreprises, d'une application des dispositions du droit boursier, se justifient par la volonté d'assurer une véritable protection des investisseurs. Enfin, l'exigence d'un minimum de capital flottant, d'un engagement pour assurer une tenue de marché ou gérer un contrat d'animation dans un marché gouverné par les ordres, sont apparus nécessaires pour garantir une liquidité suffisante des investissements, une qualité de marché nécessaire pour la cotation des valeurs nouvelles.

Le groupe de travail s'est également interrogé sur les conditions de nature à permettre le succès d'un nouveau marché, et a souhaité retenir quatre orientations principales.

- . En premier lieu, il est apparu qu'un nouveau marché, pour réussir, se devait d'acquérir une identité propre, indépendante de celle des compartiments déjà existants de la Bourse de Paris, et que l'un des moyens pour y parvenir était de faire en sorte qu'il soit créé puis géré par une société spécifique, fondée par la SBF-Bourse de Paris, mais ayant une personnalité morale propre. Le groupe de travail a considéré que le nouveau marché devait se concevoir de façon autonome et que, pour autant que leurs dirigeants en auraient convenance, les entreprises figurant à sa cote avaient vocation à y rester. Le groupe a tout particulièrement insisté sur la nécessité de créer un comité consultatif, catalyseur de la confiance, qui assisterait la société créée à cet effet pour promouvoir le nouveau marché, encourager des

candidatures, et se prononcer en tant que de besoin sur la viabilité technique et industrielle des projets de développement présentés.

- . En évoquant l'identité spécifique du nouveau marché, le groupe de travail ne pouvait manquer de se référer à l'exemple du Nasdaq et souhaiter bénéficier de l'expérience qu'il a acquise sur le segment des entreprises à fort potentiel de croissance. Afin de permettre au nouveau marché de disposer d'un support marketing et d'une ouverture internationale immédiate, le groupe de travail a exprimé le souhait que puisse, autant que faire se peut, être développé, avec Nasdaq, un partenariat susceptible de s'inscrire dans les caractéristiques du nouveau marché, et conforme à l'intérêt de la Place de Paris.
- . Dans la même perspective de conforter l'identité du nouveau marché, le groupe de travail a considéré qu'il serait logique qu'il soit doté d'un membership spécifique composé d'intermédiaires souhaitant s'impliquer et disposant des ressources financières et humaines leur permettant de parrainer les entreprises lors de leur introduction, d'assurer la tenue de leur marché secondaire, de promouvoir les entreprises auprès des investisseurs. Il a été noté en particulier que ce rôle et cet engagement accru des intermédiaires financiers impliqueraient parfois l'adjonction de compétences nouvelles, notamment en matière d'analyse financière d'entreprises de haute technologie, et de tenue de marché.
- . Enfin, invoquant la nécessité d'une dimension internationale, le groupe de travail a considéré l'hypothèse de la création, ex nihilo, d'un marché "paneuropéen", le groupe de travail a retenu la démarche progressive, concrète et opérationnelle, consistant à prendre l'initiative de créer un marché à base nationale ouvert aux entreprises comme aux investisseurs français et étrangers mais ayant vocation à être partie prenante dans un ensemble international, et à partir duquel pourrait se développer une dynamique d'europeanisation en liaison avec les initiatives prises dans les divers États de l'Union Européenne. Dans cette perspective, la proposition d'une société spécifique, au capital

souscrit à l'origine par la SBF-Bourse de Paris, mais susceptible de s'ouvrir, a semblé être la mieux à même de s'adapter à la situation présente et de garantir, dans un contexte européen, l'ancrage des entreprises cotées sur ce nouveau marché.

De même que pour la création du Second Marché, la création d'un "Nouveau Marché" destiné à des entreprises de fort potentiel de croissance est un pari ambitieux, l'ambition étant en l'occurrence d'autant plus grande que son objet est, non seulement de permettre la cotation d'une nouvelle catégorie d'entreprises, mais de la réaliser dans le cadre de nouvelles règles et d'un marché qui ne soit pas uniquement de dimension nationale. Cela explique pourquoi, en tenant compte des objectifs et des principes exposés dans le présent rapport, une phase d'apprentissage sera probablement nécessaire pour ouvrir le marché actions à des entreprises plus risquées, et mettre en oeuvre de nouvelles méthodes de cotation, coopérer avec des partenaires extérieurs. Un tel apprentissage ne peut être que progressif, le temps de découvrir le bon équilibre pour un marché d'actions plus ouvert mais dont la qualité n'est pas remise en cause. C'est dans cette perspective que doivent être comprises les recommandations autour desquelles entreprises, intermédiaires, investisseurs et autorités de marché sont invitées à se mobiliser afin de gérer ensemble ce "Nouveau Marché".

Afin de mettre en oeuvre ses recommandations, le groupe de travail s'est enfin efforcé de définir les grandes lignes d'un programme devant mener à la création d'un "Nouveau Marché". Il a notamment souhaité que le Comité Consultatif dont il propose la création soit mis en place rapidement et que la société-filiale que le Conseil d'administration de la SBF-Bourse de Paris a décidé de constituer en vue du "Nouveau Marché" soit assistée, durant la phase d'élaboration et de démarrage opérationnel, par un Conseil d'Orientation, prolongeant l'action du groupe de travail et ayant pour objet de l'assister dans cette tâche, l'objectif étant que le Nouveau Marché soit ouvert et opérationnel au début de l'année 1996.

III- SYNTHESE DES PROPOSITIONS

Les caractéristiques du nouveau marché

- 1.** Un marché destiné aux sociétés entrepreneuriales à fort potentiel de croissance présentant un projet de développement, sans exclure des entreprises moins récentes cherchant à financer la mise en œuvre d'un nouvel axe de développement.
- 2.** Un marché possédant une identité autonome, conçu comme un marché de plein exercice, ayant vocation à conserver les entreprises figurant à sa cote.
- 3.** Un marché réglementé, au sens de la Directive sur les services d'investissement.
- 4.** Un marché doté d'une personnalité morale propre, géré par une société filiale de la SBF-Bourse de Paris.
- 5.** Un Comité Consultatif aux cotés de la société-filiale, formé de membres ayant une expérience confirmée dans les domaines scientifiques et économiques.
- 6.** Un marché ouvert à tous les investisseurs avertis dans des conditions adéquates de sécurité et de transparence, les investisseurs individuels bénéficiant d'un dispositif d'incitation fiscale.
- 7.** Un marché doté d'un membership spécifique composé d'adhérents ayant le statut d'entreprises de services en investissement, au sens de la Directive sur les services d'investissement.
- 8.** Un marché primaire organisé autour de la fonction de parrainage portant sur la préparation des documents d'information, l'analyse financière et la liquidité du titre.

9. Un marché secondaire fondé sur un modèle de tenue de marché, incluant un carnet d'ordres automatisé pour l'exécution des petits ordres.

10. Un marché européen ayant vocation à être partie prenante dans un réseau de marchés de même type.

La sélection des entreprises à l'admission

11. Une crédibilité de l'entreprise et de ses dirigeants, fondée sur des données objectives de marché, attestée par un démarrage réussi et l'existence d'un carnet de commandes significatif.

12. Une capacité de développement. fondée sur des données objectives de marché, proportionnée à une dimension le plus souvent d'ampleur internationale, et presque toujours européenne.

13. Un projet de développement faisant apparaître un objectif de rentabilité correspondant à la rémunération du degré de risque accepté par les investisseurs.

14. Des critères d'admission similaires à ceux du Nasdaq Small Cap :

- Bilan : 20 millions de F,
- Fonds propres : 8 millions de F,
- Flottant : 5 à 10 millions de F.
- Nombre minimum de titres mis sur le marché : 100 000.

15. Pas d'exigence formelle d'historique de comptes, l'admission de sociétés présentant moins de deux années de comptes devant cependant être une exception fondée sur la forte crédibilité du projet présenté.

16. Un marché ouvert aux entreprises de moins de deux ans d'existence. mais alors seulement sous la forme d'une augmentation de capital. Dans tous les cas, engagement des dirigeants et actionnaires fondateurs de conserver 80% de leur participation pendant les trois ans suivant les deux premières années d'existence de la société.

17. Droit d'opposition de la COB pour les introductions sur un marché réglementé français, et possibilité pour la COB de requérir la suspension des cotations.

18. Une politique de prospection et d'admission définie et mise en oeuvre par le Conseil d'administration de la société gestionnaire du "Nouveau Marché", avec l'appui du Comité Consultatif, éclairant en tant que de besoin le marché sur la logique de développement de l'entreprise.

19. Une politique de prospection et d'admission conçue de façon à acclimater une nouvelle culture de marché et à s'ouvrir progressivement à des entreprises présentant des degrés plus élevés de risque.

Informations à donner par la société

A Information à donner par la société lors de l'admission

20. Document d'information simplifié comprenant un projet de développement à trois ans, accompagné d'un résumé, et explicitant les hypothèses de croissance de l'entreprise et du marché sur lequel elle opère.

21. Contrôle du Commissaire aux Comptes : signature du document d'information et norme d'examen limitée sur le projet de développement de l'entreprise.

22. Visa de la COB sur le document d'information en cas d'introduction assortie d'une augmentation de capital par appel public à l'épargne. Approbation du document lorsque l'introduction n'est pas accompagnée d'une augmentation de capital.

23. Procédure de reconnaissance mutuelle pour l'admission de sociétés de l'Union Européenne dont le prospectus approuvé par l'autorité compétente de l'État d'origine contiendra des informations équivalentes à celles demandées pour l'admission des sociétés françaises.

24. Procédure de reconnaissance mutuelle dans les mêmes conditions pour une société de l'Union Européenne souhaitant procéder à une augmentation de capital simultanément dans plusieurs États membres dont la France.

25. Admission de sociétés d'États non-membres de l'Union Européenne ou non cotées dans leur État d'origine : le prospectus devra inclure des éléments complémentaires d'information sur les réglementations spécifiques applicables à ces sociétés, validés par un cabinet d'avocats.

B- Information périodique

26. Établissement d'un document de référence annuel simplifié se présentant sous la forme d'un résumé simplifié ayant vocation à être largement diffusé.

27. Établissement de comptes annuels et de comptes semestriels, accompagnés d'un commentaire précisant l'évolution de la société au regard des hypothèses de son projet de développement.

28. Publication d'un simple résumé des comptes annuels au BALO avec mention du lieu où ces comptes sont disponibles.

C- Information permanente

29. Application des dispositions du règlement COB relatif à l'obligation d'information permanente du public, et notamment l'information relative aux événements susceptibles de remettre en cause les hypothèses du projet de développement.

Règles déontologiques et de sécurité juridique

- 30.** Engagement pris par les intermédiaires d'assurer la meilleure exécution possible des ordres en fonction des règles d'organisation du marché.
- 31.** Transparence des opérations d'acquisitions et de cessions de titres par les dirigeants et actionnaires fondateurs sous forme d'un état récapitulatif rendu public chaque semestre par un avis de l'entreprise de marché pendant les trois premières années.
- 32.** Application des règles de changement de contrôle et de déclaration de franchissements de seuils en vigueur sur la cote officielle et le second marché.
- 33.** Devoir d'information des investisseurs dans les réseaux de placements (diffusion des résumés des prospectus et des documents de référence). Mention spécifique sur les caractéristiques du marché des valeurs nouvelles dans le résumé du document d'information et signature du bulletin de souscription attestant que l'investisseur a pris connaissance du résumé.
- 34.** Intervention des sociétés sur leurs propres titres en vue de régulariser le cours dans les mêmes conditions que les société du Second Marché.
- 35.** Cotation souhaitée de sociétés non françaises selon les dispositions suivantes : descriptif précis, dans le document d'information validé par un cabinet d'avocats, des réglementations applicables en matière d'information, de délits d'initié, de franchissements de seuils, de changements de contrôle et d'intervention de la société sur ses propres titres.

Rôle et engagements des intermédiaires de marché

A - Agissant au titre du parrainage

36. Analyse financière spécialisée, de nature à leur permettre d'évaluer les perspectives de développement de sociétés ne disposant que d'une faible antériorité en matière de comptes, et dont nombre d'entre elles revêtiront une forte composante d'innovation technologique.

37. Contrôle et validation des éléments figurant dans le document d'information émis par la société.

38. Liquidité du titre assurée dans le cadre du contrat passé entre l'intermédiaire et l'émetteur pour une période de trois ans pouvant être réduite à deux ans par l'entreprise de marché.

39. Promotion du titre auprès des investisseurs, en liaison avec la société, en mettant à sa disposition des ressources commerciales adéquates.

40. Service justifiant un niveau de rémunération adapté et notamment des commissions d'introduction d'un niveau supérieur à celui constaté lors des introductions au Second Marché.

B - Agissant en tant que membres du marché

41. Tenue de marché associée à la gestion d'un carnet d'ordres centralisé pour l'exécution des petits ordres, les teneurs de marché bénéficiant le cas échéant d'une priorité pour se porter contrepartie ou proposer un meilleur prix.

42. Exécution des ordres, soit par contrepartie, soit par exécution sur le marché.

43. Diffusion des titres auprès des investisseurs, dans le cas des opérations réalisées sur le marché primaire (introduction, augmentation de capital...).

Organisation technique du Nouveau Marché

44. Un marché électronique organisé autour d'une plate-forme centrale, regroupant des fonctions de communication avec les adhérents et des fonctions de gestion de marché, notamment une fonction d'appariement et une fonction de rapprochement d'ordres.

45. Une procédure d'introduction, choisie par l'entreprise et son parrain, contrôlée par l'entreprise gestionnaire du marché et revêtant le plus souvent la forme d'une procédure de placement.

46. Un délai de règlement contre livraison de J+3, conforme aux recommandations internationales définies par le groupe des 30.

47. Un système de règlement et de livraison s'appuyant sur les systèmes existant au plan national et sur les centrales de clearing internationales.

La mise en oeuvre du Nouveau Marché

48. Définition d'un calendrier de création du "Nouveau Marché" permettant un démarrage opérationnel au début de l'année 1996.

49. Création d'un Conseil d'Orientation prolongeant l'action du groupe de travail et chargé de suivre et d'accompagner la création du "Nouveau Marché".

50. Constitution, dès le printemps 95 d'une société filiale de la SBF-Bourse de Paris, support de la future entreprise de marché et du Comité Consultatif, et chargée de promouvoir le "Nouveau Marché" auprès des entreprises candidates.

I - QUELLES ENTREPRISES POUR LE "NOUVEAU MARCHÉ" ?

L'objectif premier retenu par le groupe de travail a été de faire en sorte que les sociétés entrepreneuriales à fort potentiel de croissance, qui ne bénéficient aujourd'hui que d'un accès limité aux marchés financiers, puissent trouver sur un nouveau marché les ressources nécessaires au financement de leur développement. Cet objectif premier n'exclut pas la recherche d'entreprises plus matures souhaitant lever des capitaux afin de financer la mise en oeuvre d'un pari stratégique de développement. En revanche, il exclut la recherche d'entreprises ayant atteint la pleine maturité, dont les actionnaires souhaiteraient céder une partie de leurs actions pour "consacrer" leur réussite.

1) Les caractéristiques des entreprises recherchées

Afin d'asseoir la crédibilité et la cohérence du nouveau marché, il est apparu souhaitable que les entreprises concernées présentent plusieurs caractéristiques.

En premier lieu, de façon à ce que les investisseurs soient en mesure de mieux apprécier le risque encouru, le groupe de travail propose que la crédibilité de l'entreprise et de ses dirigeants puisse être attestée par un lancement industriel réussi et l'existence d'un carnet de commande significatif, en particulier lorsque le succès commercial escompté repose sur une innovation technologique.

En second lieu, le groupe de travail a considéré que les capacités de développement des entreprises sélectionnées devaient être proportionnées à la dimension de marchés qui sont aujourd'hui le plus souvent d'ampleur internationale et presque toujours européenne. Dans cette perspective, il a notamment souhaité que les capacités de développement des entreprises candidates puissent être attestées par des données objectives de marché et que l'ampleur de l'augmentation de capital recherchée ne soit pas limitée par la volonté de conserver une majorité du capital.

Enfin, en raison du risque inhérent à tout projet ambitieux de développement, il est apparu souhaitable que les projets retenus fassent apparaître un objectif de rentabilité supérieur à celui de sociétés plus mûres, correspondant à la rémunération du degré de risque plus élevé accepté par les investisseurs.

2/ L'évaluation du gisement d'entreprises susceptibles d'être introduites sur le marché

Le tissu économique français est riche en entreprises de taille moyenne ou grande, connaissant depuis plusieurs années des taux de croissance du chiffre d'affaires très supérieurs à la moyenne. Une étude de l'INSEE a ainsi permis d'estimer à près de 5000 le nombre de sociétés qui pourraient, par leurs caractéristiques (chiffre d'affaires supérieur à 50 millions de francs, taux de croissance de plus de 15 % pendant trois ans, effectif de plus de 50 personnes), entrer dans le champ de prospection du nouveau marché. Cette étude donne une première évaluation par excès du gisement des entreprises concernées, seule une partie d'entre elles étant susceptible de s'introduire en Bourse.

Les autres études examinées par le groupe de travail font également apparaître un nombre significatif de sociétés susceptibles d'être intéressées et de répondre à des critères stricts de sélection. Les sociétés de capital-investissement françaises ont ainsi identifié, dans le cadre d'une étude conduite pour le compte de la Commission européenne, 86 entreprises figurant dans leur portefeuille et prêtes à être cotées dans un délai de trois ans. Pour sa part, l'ANVAR, au terme d'un examen approfondi des sociétés auxquelles elle a apporté un concours, a sélectionné 126 entreprises présentant les caractéristiques adéquates. Enfin l'expérience de prospection de la SBF-Bourse de Paris permet de considérer un flux de l'ordre d'une trentaine d'entreprises françaises susceptibles d'être introduites chaque année sur le marché, comme une perspective plus raisonnable.

Cette première estimation du nombre de sociétés susceptibles d'être introduites chaque année est apparue au groupe de travail comme un

objectif réaliste en deçà duquel la vitalité de la cote risquerait d'être insuffisante pour convaincre les investisseurs d'y consacrer des efforts de prospection et de recherche. Inversement, un objectif de plus d'une cinquantaine de nouvelles sociétés par an n'est pas apparu envisageable, au moins dans un premier temps, compte tenu de la dimension du gisement d'entreprises mis en évidence.

3/ Les critères réglementaires d'admission

Les conditions réglementaires d'admission préconisées par le groupe de travail ont été définies de façon à s'adapter à la spécificité des entreprises recherchées, et à mettre en évidence l'originalité du positionnement et du fonctionnement du nouveau marché

Afin d'accueillir des entreprises plus jeunes et de taille inférieure à celles aujourd'hui présentes à la Cote Officielle ou à celle du Second Marché, le groupe de travail s'est proposé de retenir des critères quantitatifs relativement peu élevés : un total de bilan au moins égal à 20 millions de francs et des fonds propres de 8 millions de francs, chiffres comparables à ceux du compartiment "Small Caps" du Nasdaq. Pour ce qui concerne le nombre minimum de titres mis en circulation sur le marché, le groupe de travail a estimé que la liquidité pourrait difficilement être assurée avec moins de 100 000 titres représentant un montant de capitalisation de l'ordre de 10 millions de francs.

Le groupe de travail a par ailleurs considéré que la population-cible des entreprises auxquelles est destiné le nouveau marché devait être bien distinguée de celle du Second Marché. En conséquence, il ne lui est pas apparu souhaitable d'imposer par la voie réglementaire un historique minimum de deux années de comptes ou l'exigence d'un premier exercice bénéficiaire, l'admission devant cependant demeurer dans de tels cas une exception fondée sur la très forte crédibilité du projet présenté par l'entreprise candidate.

L'ouverture que traduisent ces conditions d'admission aurait pour contrepartie un engagement des dirigeants et actionnaires fondateurs

de ne pas céder leurs titres pendant une période de deux ans suivant la création de la société. Dans le même esprit, il a été recommandé que les mêmes personnes s'engagent à conserver 80% du capital au cours des trois années suivant l'admission, une information spécifique sur ce point devant figurer dans le document d'admission en cas de non-respect de cette règle.

4/ La politique d'admission du "Nouveau Marché"

Afin que l'identité du "Nouveau Marché" soit celle des entreprises qui y seront cotées, il est apparu souhaitable que l'entreprise de marché puisse mettre en oeuvre une politique active de prospection et d'admission, allant au delà du simple examen de la conformité des dossiers aux critères réglementaires.

Dans ce but, le groupe de travail a souhaité que soit constitué un Comité Consultatif pour conseiller l'entreprise de marché dans cette tâche. Formé d'une dizaine de membres permanents ayant une expérience confirmée dans les domaines scientifique et industriel, le Comité Consultatif aurait pour rôle essentiel de promouvoir le nouveau marché, et de favoriser, par l'influence de ses membres et leur connaissance du tissu économique, la venue de nouvelles entreprises sur le marché. Il lui appartiendra également, en tant que de besoin, d'examiner les documents préparés par la société lors de son introduction et de porter une attention spéciale aux hypothèses retenues dans le projet de développement établi par l'entreprise, et notamment aux hypothèses d'évolution du marché sur lequel elle opère. En fonction des caractéristiques de tel ou tel dossier, le Comité Consultatif pourrait s'adjointre des spécialistes d'un domaine d'activité particulier et demander des analyses complémentaires.

Afin de permettre à un grand nombre d'investisseurs de s'intéresser à ce nouveau marché, le groupe de travail a estimé que la politique d'admission du nouveau marché devait être conçue de façon à acclimater progressivement une nouvelle "culture de marché". Il a souhaité notamment que la politique d'admission s'attache à diversifier les secteurs

d'activité des entreprises admises, et ouvre progressivement le marché à des entreprises présentant des degrés plus élevés de risque.

5/ Les engagements d'information des entreprises introduites et de leurs actionnaires

Le groupe de travail a souligné l'importance de l'information diffusée, tant au moment de l'introduction que pendant la vie boursière des sociétés. Il a proposé notamment que les entreprises admises sur le nouveau marché soient assujetties à des obligations d'information adaptée, cette information devant contribuer de façon déterminante à la sécurité du marché en donnant aux investisseurs les moyens d'une juste appréciation des risques encourus.

- Engagements d'information lors de l'admission

Il est proposé que l'introduction sur le marché donne lieu, avec l'assistance du parrain, à la rédaction d'un document d'information simplifié, similaire à celui demandé actuellement, en application du règlement 92-02 de la Commission des Opérations de Bourse, pour l'offre au public de valeurs mobilières dont l'admission à la Cote Officielle ou à celle du Second Marché n'est pas sollicitée. Un résumé de ce document sera également demandé aux sociétés.

Le document d'introduction comporterait un projet de développement établi par l'entreprise, celui-ci incluant les hypothèses de développement de marché et les hypothèses financières sur lesquelles sont fondées les prévisions, de telle façon que puisse en être apprécié le bien-fondé. La politique d'investissement serait présentée et chiffrée, ainsi que le mode de développement prévu, par exemple une croissance interne ou externe. Il a été souhaité qu'une attention particulière soit portée au projet de développement stratégique de façon à ce qu'il puisse être assuré que son élaboration ait fait l'objet d'un soin suffisant et que sa présentation en soit sincère.

S'agissant d'entreprises souvent jeunes, il a été considéré comme probable que les investisseurs souhaiteront compléter l'information donnée par l'entrepreneur par un engagement fort des partenaires de l'entreprise.

La Commission des Opérations de Bourse devrait jouer à cet égard un rôle essentiel. La très grande majorité des introductions devant se faire par augmentation de capital, et non pas seulement par cession de titres existants, la Commission sera conduite à délivrer un visa, au delà d'une simple approbation du document d'information. Afin de favoriser l'admission de sociétés étrangères, le groupe de travail a considéré que la Commission des Opérations de Bourse pourrait mettre en oeuvre la procédure européenne de reconnaissance mutuelle du document. Dans cette hypothèse, et afin de garantir la sécurité juridique des investisseurs, la Commission des Opérations de Bourse pourrait demander l'inclusion, dans le prospectus, d'une description des réglementations protectrices de l'épargne applicables à la société concernée si elles diffèrent du droit français, un avertissement de la Commission des Opérations de Bourse étant susceptible d'attirer l'attention sur leurs spécificités.

Dans le même but de contribuer à la transparence et à la sécurité du nouveau marché, il est apparu souhaitable qu'un intermédiaire financier parraine l'introduction et contrôle la cohérence du projet de développement. L'obligation qui pèserait sur ce parrain serait une obligation de moyens à mettre en oeuvre pour valider les hypothèses du plan stratégique, le champ de sa responsabilité devant être apprécié au regard de cette obligation de moyens. Son patronage attesterait que, sur la base des informations transmises par la société, les hypothèses de développement retenues par cette dernière paraissent, compte tenu des évolutions prévisibles du contexte économique, cohérentes et raisonnables, et que les données mentionnées ne comportent pas d'erreur et d'omission de nature à en altérer la portée. Sur la question de la forme que devait revêtir cet engagement, le groupe de travail a souhaité que le principe d'une signature du document par le parrain ne soit retenu que s'il était possible de l'inscrire dans le cadre d'une démarche européenne harmonisée.

Enfin, les Commissaires aux Comptes signeraient le document d'information et engageraient leur responsabilité, comme c'est déjà le cas actuellement pour toute introduction d'entreprises sur le marché. S'agissant du projet de développement de l'entreprise, l'intervention des Commissaires aux Comptes pourrait relever, comme c'est le cas aujourd'hui pour les informations prévisionnelles, de la norme d'examen limitée (vérification de la cohérence et de la vraisemblance des hypothèses, vérification du soin avec lequel les informations prévisionnelles en résultant ont été établies, et de leur conformité avec les principes comptables habituellement retenus par l'entreprise).

- Engagements d'information périodique

Afin de permettre aux investisseurs de bénéficier, au delà de l'introduction, d'une information fiable et aisément accessible, le groupe de travail a souhaité insister sur quelques obligations d'information périodique et permanente qui lui sont apparues nécessaires compte tenu des caractéristiques spécifiques des entreprises concernées.

Le groupe de travail a notamment proposé que la société établisse chaque année un document de référence simplifié, sous forme d'un résumé, enregistré par la Commission des Opérations de Bourse

De même, le groupe de travail a souhaité que les comptes annuels et les résultats semestriels soient établis et publiés dans les mêmes conditions que sur le Second Marché, ceux-ci étant éventuellement accompagnés de commentaires, le cas échéant sur les écarts éventuels par rapport aux hypothèses du projet de développement. Afin de limiter les coûts de cotation, seul un résumé des comptes pourrait être publié au BALO, avec indication du lieu de leur disponibilité.

Les actionnaires d'origine et les dirigeants devraient par ailleurs communiquer à l'entreprise de marché qui les publierait chaque semestre pendant trois ans. les opérations qu'ils ont réalisées sur les titres de la société. dans le cadre de l'engagement de cession qu'ils auront contracté.

Il n'a pas été en revanche jugé opportun d'imposer la publication d'un chiffre d'affaires trimestriel, dans la mesure où cette information n'apparaît pas toujours significative pour des sociétés jeunes, en développement, les sociétés pouvant, si elles le souhaitent, publier des indicateurs trimestriels d'activité, ce choix étant alors assorti d'une obligation de continuité.

- Engagements d'information permanente

De même que toute société cotée, les entreprises concernées seraient soumises à l'obligation de porter à la connaissance du public tout événement qui, s'il était connu, aurait une influence significative sur le cours du titre concerné. De façon spécifique, les sociétés cotées sur le "Nouveau Marché" auraient l'obligation de faire connaître les événements susceptibles de mettre en cause les hypothèses de développement des marchés et les hypothèses financières figurant dans le projet de développement.

De la même façon, il a été jugé souhaitable que le régime des franchissements de seuil et des cessions de contrôle soit identique à celui de la Cote Officielle et du Second Marché, les sociétés étrangères admises sur le nouveau marché pouvant s'engager contractuellement à communiquer les franchissements de seuils à l'entreprise de marché, qui en assurera la publication.

II - QUELS INVESTISSEURS POUR LE "NOUVEAU MARCHÉ" ?

La présence sur le marché d'acteurs divers, ayant des horizons de placement et des comportements différents est un gage d'animation et de stabilité pour un marché. Le groupe de travail ne croit pas que le développement d'un marché d'actions puisse se fonder sur la seule catégorie des investisseurs professionnels. Les émetteurs eux-mêmes souhaitent généralement que le plus grand nombre d'investisseurs particuliers détiennent une part de leur capital. Le Nasdaq, où plus de la moitié des actionnaires sont des particuliers, est à cet égard une référence. Ces remarques, sur lesquelles le groupe de travail s'est accordé, expliquent pourquoi il est apparu souhaitable de recommander une ouverture du "Nouveau Marché" à toutes les catégories d'investisseurs, dans des conditions adéquates de transparence, de sécurité et de liquidité.

Dans le cadre de cette orientation, le groupe de travail s'est interrogé sur les conditions de transparence et de sécurité de nature à assurer la protection des investisseurs. Le groupe de travail a notamment souhaité insister sur le fait que la qualité de l'information diffusée serait le meilleur garant de la protection des investisseurs. Dans ce même but, le groupe de travail propose que le "Nouveau Marché" acquière la qualité de marché réglementé auquel s'appliquerait l'ensemble des dispositions du droit boursier aujourd'hui en vigueur.

1/ L'importance relative des différentes catégories d'investisseurs

Tout en estimant souhaitable de ne pas restreindre l'accès des investisseurs au Nouveau Marché, le groupe de travail s'est efforcé d'apprécier l'importance relative des trois catégories constituées par les investisseurs individuels, et les investisseurs institutionnels, français et étrangers.

Si les particuliers peuvent jouer un rôle essentiel sur un marché tel que celui envisagé, il est apparu souhaitable que la recherche

d'investisseurs individuels se concentre sur ceux d'entre eux habitués aux opérations de marché, possédant une bonne culture boursière et souhaitant diversifier leur portefeuille. Afin de prospector une plus large cible, le passage par des SICAV ou des Fonds Communs de Placement spécialisés est apparue comme une solution susceptible d'être développée au sein des réseaux bancaires.

En l'absence d'une marge de manœuvre importante de la part des investisseurs institutionnels français, les investisseurs non-résidents paraissent devoir constituer l'une des composantes majeures de l'actionnariat des entreprises recherchées. De nombreux fonds de pension ou investisseurs institutionnels étrangers, disposant de capitaux importants, sont aujourd'hui en attente d'investissement. Leurs techniques de gestion conduisent les gérants de ces fonds à être demandeurs d'un tel marché, à regretter l'insuffisante diversité de titres européens. La participation de ces fonds sera probablement l'une des clés du succès ou de l'échec du nouveau marché. C'est pourquoi le groupe de travail a estimé qu'elle devait être recherchée activement par la mise en place d'un effort commercial spécifique et par une adaptation des caractéristiques du nouveau marché aux demandes de ces investisseurs.

Le groupe de travail s'est enfin interrogé sur le bien-fondé et l'efficacité d'une incitation fiscale au bénéfice des investisseurs individuels pour placer leur épargne en actions sur le Nouveau Marché. L'objectif d'une plus grande mobilisation de l'épargne au bénéfice des entreprises à fort potentiel de croissance lui est apparu constituer un enjeu suffisamment important pour justifier l'application, à ce type d'investissement, de dispositions d'incitation fiscale déjà existantes, qui aurait en outre l'avantage de ne pas faire reposer l'essentiel du succès du Nouveau Marché sur la seule présence des investisseurs institutionnels étrangers. C'est pourquoi, et sans conditionner la création du Nouveau Marché à la mise en place d'une telle incitation, le groupe de travail a souhaité que puisse être mis à profit le délai de temps nécessaire à son lancement opérationnel pour examiner les modalités que pourrait revêtir une disposition fiscale de nature à inciter les investisseurs individuels à investir en actions cotées sur le Nouveau Marché, et, de façon à conforter sa

vocation européenne, il a souhaité que cette incitation porte sur l'achat d'actions de toutes les sociétés, françaises ou étrangères, cotées sur ce marché.

2/ La nécessité d'un marché réglementé

Il est apparu souhaitable au groupe de travail que le nouveau marché puisse présenter d'emblée les caractéristiques nécessaires pour être qualifié de marché réglementé au sens de la Directive sur les services d'investissement.

Cette qualification faciliterait en effet le placement des titres auprès des investisseurs institutionnels, en particulier français, dont l'allocation des actifs est encadrée par des ratios prenant en compte la nature juridique des marchés où sont négociés les titres.

De plus la qualification de marché réglementé justifie, outre le label qu'elle apporte, des avantages spécifiques. Un marché réglementé peut proposer l'installation de terminaux de négociation aux intermédiaires de tout État membre de l'Union Européenne. Il bénéficie de l'obligation de centraliser les transactions sur les marchés réglementés, que les autorités peuvent imposer en application de la Directive, et, dans l'hypothèse où des dérogations seraient admises à cette obligation, il est probable que les investisseurs individuels se verront conduits, sauf exception, à diriger leurs ordres vers les marché réglementés.

3/ Les règles déontologiques des intermédiaires et des réseaux de placement

Dès lors que le nouveau marché acquerrait la qualité de marché réglementé, le groupe de travail a considéré que l'ensemble des dispositions du droit boursier aujourd'hui en vigueur serait applicable. De même, les règles déontologiques définies dans le rapport Brac de La Perrière et mises en oeuvre par les autorités professionnelles sont apparues devoir s'appliquer sans modifications particulières, l'accent devant

cependant être mis sur certaines d'entre elles afin de tenir compte de la spécificité du nouveau marché et renforcer la protection des investisseurs.

Il est apparu notamment que le fait de retenir un modèle de marché incluant la tenue de marché devait conduire à faire en sorte que la meilleure exécution possible des ordres puisse être garantie aux donneurs d'ordres et que les situations de conflits d'intérêts potentiels soient traitées de manière équitable et transparente. De même, en cas de pluralité des modes d'exécution possibles, il est apparu nécessaire que puisse être connu le mode d'exécution retenu.

Le groupe de travail a également estimé que la nature des risques encourus par les investisseurs devrait probablement conduire à entourer le démarchage d'actionnaires individuels de plus grandes précautions et garanties, ce type de placement n'étant proposé qu'accompagné d'une information, et, le cas échéant, d'une formation, adéquate. Il a notamment été considéré comme nécessaire que soit assuré que les personnes démarchées aient pu prendre connaissance des documents d'information, ou, à tout le moins, de leur résumé, et que, dans le cas des investisseurs individuels, le bulletin de souscription atteste que le souscripteur a pris connaissance du résumé du document d'information.

III - QUELS INTERMÉDIAIRES POUR LE "NOUVEAU MARCHÉ" ?

La volonté de permettre à des sociétés en développement, ne disposant pas toujours en interne des compétences financières nécessaires, d'accéder à un marché d'actions, l'importance de l'information souhaitable et des compétences techniques nécessaires à son élaboration, la nécessité d'assurer une véritable liquidité des titres, impliqueront de la part des intermédiaires financiers adhérents du marché une implication forte et une compétence élargie. La volonté de ne pas limiter à certaines catégories d'investisseurs l'accès à un nouveau marché, le souhait d'attirer des investisseurs institutionnels étrangers, la nécessité de ce fait de devoir s'aligner sur les standards internationaux de transparence, de liquidité, de sécurité, impliqueront également de la part de ces intermédiaires financiers un effort commercial et un engagement financier particuliers.

Il est apparu au groupe de travail que la réconciliation de ces différentes exigences devrait être le fait d'intermédiaires prêts à assurer le fonctionnement et la promotion du nouveau marché, leur présence active étant l'un des facteurs essentiels de son succès.

1) Les caractéristiques requises

En raison du rôle essentiel qui leur sera dévolu, les intermédiaires, membres du nouveau marché, devront présenter des caractéristiques spécifiques que le groupe de travail s'est efforcé de définir.

Les intermédiaires financiers, membres du nouveau marché, devront en premier lieu posséder une compétence d'analyse financière spécialisée, de nature à leur permettre d'évaluer les perspectives de développement de sociétés ne disposant que d'une faible antériorité. Il a notamment été souhaité que l'analyse se concentre sur les éléments du projet de développement susceptibles de faire l'objet d'une appréciation objective, notamment les hypothèses de développement du marché sur lequel l'entreprise opère, l'examen de la concurrence et l'intérêt de la

composante d'innovation technologique que revêtiront nombre d'entre elles. Ils devront donc s'adjointre les compétences techniques nécessaires, en s'appuyant le cas échéant sur des sociétés d'études industrielles ou des structures de capital développement.

Le groupe de travail a estimé en second lieu que la mission de ces intermédiaires nécessitera une surface financière adaptée à leur mission en raison des risques inhérents à cette activité d'intermédiation, et notamment à la couverture des engagements résultant de leurs activités de tenue de marché. Celle-ci implique en effet, pour être efficiente, des intermédiaires suffisamment dotés, capables de tenir leurs obligations de teneurs de marché et de couvrir le risque financier que leurs engagements les conduit à prendre. C'est pourquoi le groupe de travail a estimé que si les ressources financières ainsi mobilisées seraient évidemment les ressources propres des intermédiaires, une partie d'entre elles, au moins pour ce qui concerne l'activité de teneur de marché, pourraient être mises à disposition par les actionnaires des sociétés concernées.

Les intermédiaires financiers, membres du nouveau marché, devront enfin assurer la diffusion des titres auprès des investisseurs. Ils devront de ce fait disposer de ressources commerciales spécifiques, adaptées aux caractéristiques des entreprises concernées, capables, dans des conditions adéquates de sécurité et de transparence, de proposer à leurs clients les opportunités d'investissement adaptées à leur mode de gestion. De même que pour l'analyse financière, la vente de titres requerra une compétence spécialisée, encore peu répandue au sein de l'intermédiation financière.

Le groupe de travail a constaté qu'aussi bien pour l'étude et la préparation des dossiers, que pour la diffusion des titres et le suivi du marché, la nature du service rendu par les intermédiaires serait différente de celui actuellement pratiqué sur les marchés existants, et qu'à une implication plus forte devait répondre une rémunération plus élevée.

2) Le choix d'un membership spécifique

Les caractéristiques requises de la part des intermédiaires membres du marché plaident pour l'organisation d'un membership spécifique. Le groupe de travail a en effet constaté que le service attendu de leur part ne correspondait pas à des entités juridiques existantes, mais recouvrerait en partie les services apportés par les départements "origination" des banques, par les sociétés de bourse, et, le cas échéant, par des spécialistes en études industrielles ou des structures de capital-investissement.

Une approche pragmatique est apparue de ce fait nécessaire, les intermédiaires habilités pour les fonctions d'introducteurs-parrains et de négociateurs n'ayant l'obligation, outre la détention des fonds propres requis, que de remplir deux conditions : être membre du marché et souscrire aux engagements en découlant. A l'inverse, liberté serait laissée aux intermédiaires de mettre en place, soit en interne, soit par la création d'une structure ad hoc, les moyens nécessaires. De même, la qualité de membre du "Nouveau Marché" ne requerrait pas la détention d'actions de l'entreprise gestionnaire du marché.

La qualité de membre ne pourrait naturellement être acquise que par des entreprises d'investissement au sens de la Directive Européenne, ce qui permettra à des intermédiaires étrangers disposant du passeport européen de solliciter l'accès à ce marché.

3) Le rôle et les engagements des intermédiaires membres du "Nouveau Marché"

Le premier rôle dévolu aux membres du "Nouveau Marché" serait celui de parrain des valeurs introduites, le parrainage consistant en premier lieu à mettre à disposition une analyse financière détaillée de l'entreprise, cette analyse présentant le cas échéant un fort contenu industriel et scientifique, ainsi qu'un commentaire des éléments figurant dans le document d'information émis par l'émetteur.

Le second rôle dévolu au parrain de l'entreprise serait d'assurer une liquidité suffisante du marché en agissant en tant que teneur de marché ou animateur en charge d'un contrat d'animation. L'engagement du parrain serait porté à la connaissance du public lors de l'admission, sa durée, de trois ans, renouvelable annuellement, pouvant être réduite à deux ans par l'entreprise de marché, soit de façon générale au terme des premières années de fonctionnement du nouveau marché, soit au cas par cas, à la demande du parrain et en liaison avec l'entreprise cotée.

En ce qui concerne l'organisation du marché primaire, il n'a pas paru souhaitable de fixer de façon rigide les procédures d'introduction. Le groupe de travail s'est accordé pour constater que, si la procédure de placement paraissait la mieux adaptée, en revanche, parmi les procédures traditionnelles, la mise en vente paraissait difficile à utiliser en raison de l'absence de maîtrise du prix d'introduction, étant entendu qu'il appartiendra à l'établissement, en liaison avec l'entreprise, d'effectuer le choix de la procédure d'introduction en fonction des caractéristiques de l'opération et du marché.

Outre sa fonction de parrain, le groupe de travail a également souhaité que le rôle de l'intermédiaire membre du marché porte sur le marché secondaire des titres de façon à en assurer la liquidité. Deux modes de cotation ont été considérés par le groupe de travail comme permettant d'atteindre le but recherché, une cotation assurée par des teneurs de marché, une cotation par carnet d'ordres centralisé complétée par un contrat d'animation.

S'agissant d'un marché à vocation européenne ouvert aux investisseurs institutionnels étrangers. et de valeurs ne comportant pas de liquidité spontanée, le groupe de travail a estimé que l'on devait s'orienter a priori vers la tenue de marché. Le groupe de travail a constaté par ailleurs que les marchés de tenue étaient conduits progressivement, au moins pour les ordres de détail, à organiser un carnet d'ordres centralisé dans lequel les teneurs de marché bénéficiaient le cas échéant d'une priorité pour se porter contrepartie ou proposer un meilleur prix. De ce fait, le groupe de

travail a exprimé le souhait que l'organisation du marché secondaire puisse associer l'intervention des teneurs de marché avec la gestion d'un carnet d'ordres centralisé et qu'elle s'inscrive dans l'architecture technique d'un marché électronique organisé autour d'une plate-forme centrale, regroupée autour d'un frontal de communication avec les adhérents et d'un frontal de marché composé d'un serveur d'appariement et d'un serveur de négociation.

Le groupe de travail s'est enfin interrogé sur la nature de la garantie de règlement et de livraison dont devraient bénéficier les membres du marché.

Le groupe a estimé que le "Nouveau Marché" pourrait facilement s'appuyer sur les systèmes existant au plan national et sur les centrales de clearing internationales. Ceux-ci assurent déjà ou tendent à assurer à court terme le respect de stricts principes de livraison contre paiement et de "flux tendus" (J+3, tendant vers J+1), assurant une bonne sécurité des transactions.

Dans le cas de gestion de carnet d'ordres, où l'intermédiaire ne choisit pas sa contrepartie, le groupe a considéré qu'une forme de garantie serait à organiser (garantie mutuelle des membres du marché ou garantie donnée par l'entreprise de marché) selon des conditions qui ne pourraient être définies que par le conseil d'administration de l'entreprise de marché en fonction des règles précises de fonctionnement qu'il retiendrait.

Enfin, s'agissant de la garantie des membres du marché à l'égard de leur clientèle, le groupe a noté qu'elle serait nécessairement couverte par les dispositions que la loi française de transposition de la Directive adoptera en matière de garantie des entreprises de services d'investissement (titres et espèces).

IV - QUELLE ORGANISATION DE MARCHÉ POUR LE "NOUVEAU MARCHÉ" ?

Après avoir répondu aux trois questions de la nature des entreprises, des investisseurs et des intermédiaires dont la participation était recherchée, des engagements qui leur étaient demandés, le groupe de travail a défini la nature, les caractéristiques, notamment de sécurité, et les conditions d'organisation d'un "Nouveau Marché".

Le groupe de travail s'est tout d'abord interrogé sur la nécessité de simplifier la structure de cote déjà complexe du marché de Paris et a conclu que si la cote de la Bourse de Paris devait effectivement être restructurée, ceci ne mettait pas en cause la création d'un "Nouveau Marché" possédant sa propre identité. Le groupe de travail s'est aussi attaché à déterminer si le "Nouveau Marché" devait se présenter sous la forme d'un nouveau compartiment de marché ou devait être doté d'une personnalité morale propre. Enfin, le groupe de travail a analysé la perspective d'un accord avec Nasdaq et la problématique d'un marché "paneuropéen", de façon à répondre à la préoccupation fortement exprimée d'un marché qui ne soit pas limité à une dimension seulement nationale.

1) Le positionnement du "Nouveau Marché"

Le groupe de travail s'est tout d'abord interrogé pour déterminer si, dans la structure de cote déjà complexe de la Bourse de Paris, pouvait s'inscrire un "Nouveau Marché".

Tout en reconnaissant que la cote du marché de Paris aurait à terme effectivement besoin d'être restructurée, le groupe de travail a conclu que les positionnements relatifs du Second Marché et du "Nouveau Marché" étaient suffisamment clairs pour que cette seconde question puisse être dissociée de celle du réaménagement de la cote de la Bourse de Paris.

En effet, le groupe de travail a considéré que, face à un "Nouveau Marché", dédié au financement d'entreprises en développement, ayant

vocation à attirer des sociétés non seulement françaises, mais européennes, voire plus largement internationales. le Second Marché gardait pour sa part toute sa vocation à accueillir des entreprises plus matures. à consacrer patrimonialement la réussite d'un projet d'entreprise.

Le groupe de travail a notamment constaté qu'une faible part des 33 introductions réalisées en 1994 sur le Second Marché aurait pu concerner un nouveau marché dédié au financement d'entreprises nouvelles. S'adressant à des cibles distinctes possédant leur identité autonome, les deux marchés sont apparus avoir chacun leurs propres raisons d'être, et pouvoir coexister en bonne intelligence.

2) *La création d'un "Nouveau Marché" doté d'une identité autonome et d'une personnalité morale propre*

Le groupe de travail s'est ensuite interrogé pour déterminer si un "Nouveau Marché", dédié au financement d'entreprises en développement, ayant vocation à attirer des sociétés non seulement françaises, mais aussi européennes, devait se concevoir comme un troisième marché, un nouveau compartiment de la cote, ou au contraire comme un marché de plein exercice doté d'une identité spécifique.

Le groupe de travail a considéré qu'un "Nouveau Marché" devait se concevoir comme un marché de plein exercice existant par lui-même et ne se concevant pas comme une "antichambre", doté d'une identité spécifique et ayant vocation à conserver les entreprises figurant à sa cote.

Trois arguments ont conduit le groupe de travail à choisir la solution plus "exigeante" mais plus prometteuse d'un marché, ayant une personnalité morale propre, reconnu de façon autonome comme marché réglementé :

- la recherche d'une dimension internationale dans la mesure où l'acquisition d'une personnalité propre permettrait de négocier des accords comportant l'ouverture du capital de la structure ainsi que de faciliter des clauses de cross-membership ;

- la volonté de doter le "Nouveau Marché" d'une identité spécifique, de règles de conduite particulières, d'une politique de marketing cohérente avec les objectifs recherchés ;
- la définition d'un membership éventuellement distinct de celui de la Bourse de Paris.

Il est apparu au groupe de travail qu'une solution satisfaisante pourrait être trouvée par la constitution d'une société ad hoc dont le capital serait au départ, comme pour le MONEP, souscrit par la SBF-Bourse de Paris, mais qui aurait au cas présent vocation à s'ouvrir en fonction des opportunités de développement du "Nouveau Marché". Cette société aurait à se faire reconnaître comme organisatrice d'un marché réglementé en faisant homologuer son règlement, après avis de l'autorité compétente désignée par la future loi de transposition de la Directive, par le Ministre chargé de l'Économie. En tant que gestionnaire du marché, il serait de sa responsabilité d'admettre de nouveaux membres ou de nouvelles entreprises à sa cote.

3) Une ouverture vers Nasdaq

Le groupe de travail a par ailleurs souhaité que le "Nouveau Marché", de même que les entreprises qu'il aura vocation à accueillir, puisse acquérir une dimension européenne, propre à en assurer la crédibilité et le succès.

Dans cette perspective, le groupe de travail a estimé qu'un partenariat avec Nasdaq constituerait un atout pour se positionner sur le segment des entreprises à fort potentiel de croissance et pour acquérir une reconnaissance au delà des limites traditionnelles du marché français des actions.

Sans préjuger l'issue finale des discussions que la SBF-Bourse de Paris pourrait avoir avec Nasdaq, le groupe de travail a considéré que l'identité des cibles d'entreprises visées, la similitude des modes de

cotation préconisés, rendaient souhaitable un tel accord. C'est pourquoi il a souhaité que puissent être examinées les voies d'une coopération susceptible de s'inscrire dans les caractéristiques du nouveau marché et conformes à l'intérêt de la Place de Paris.

4) *La problématique d'une dimension "paneuropéenne"*

Le groupe de travail s'est par ailleurs interrogé sur l'hypothèse d'un marché "paneuropéen", établi dans l'un des États de l'Union, susceptible d'être reconnu, du fait de la Directive, dans tous les autres et assurant pour toute l'Europe une unicité d'organisation et de cotation.

Tout en saluant le caractère novateur d'une idée qui aurait l'avantage de faire coïncider l'entrée en vigueur, le 1er janvier 1996, du marché boursier unifié et la création du premier marché à vocation européenne, le groupe de travail a considéré qu'il valait mieux résister à la séduction d'une idée encore en avance sur son temps. En l'absence d'une véritable harmonisation des droits des sociétés et des droits boursiers nationaux, d'une autorité de contrôle des marchés agissant au niveau de l'Union Européenne, le groupe de travail a préféré retenir l'hypothèse d'une démarche progressive consistant à prendre l'initiative de créer un marché national à partir duquel pourrait se développer une dynamique d'europeanisation si ce projet suscitait l'intérêt des partenaires, géré par une société dont le capital serait susceptible de s'ouvrir ou d'être apporté partiellement à une holding européenne.

Enfin, le groupe de travail a considéré que la date du 1er janvier 1996 devrait être retenue afin de se positionner le plus tôt possible dans un univers concurrentiel pour les marchés et bénéficier dès l'abord des opportunités ouvertes par la mise en oeuvre de la Directive sur les services d'investissement. Deux voies d'acquisition d'une dimension européenne ont été envisagées, soit la recherche de convergences dans le cadre d'une démarche contractuelle avec d'autres bourses européennes intéressées, soit la création d'une société à vocation européenne, gérant un réseau de filiales nationales ou de sociétés franchisées. Sans renoncer à l'objectif d'une dimension européenne et de la participation à un réseau européen de

marchés de même type, le groupe de travail a estimé qu'il ne dépendait pas de lui, ou de la volonté des seuls intervenants français, qu'un marché européen des valeurs nouvelles se révèle à terme sous l'une ou l'autre forme. C'est pourquoi, tout en recommandant que chacune de ces deux voies puisse être explorée et analysée, il a considéré que l'essentiel était qu'un marché puisse être fondé rapidement et exister opérationnellement.

5) La mise en oeuvre du "Nouveau Marché"

Le groupe de travail s'est enfin efforcé de définir les principales tâches d'un programme devant mener à la création du "Nouveau Marché". Il a souhaité en particulier que le Comité Consultatif dont il propose la création puisse être mis en place rapidement afin que soient définies les règles d'admission et que soit engagée à l'automne prochain la recherche d'entreprises susceptibles de s'introduire dès l'ouverture du "Nouveau Marché".

De même, afin de maintenir la mobilisation autour du projet de "Nouveau Marché" et de le promouvoir auprès des adhérents et investisseurs potentiels, le groupe de travail propose que le Conseil d'administration de la société filiale que la SBF-Bourse de Paris a prévu de constituer soit assisté par un Conseil d'Orientation, prolongeant l'action du groupe de travail. Tandis que le Conseil d'administration du futur marché aurait bien entendu pour responsabilité la définition des règles de négociation et de membership, la mise au point des supports techniques (cotation, règlement-livraison, diffusion) et du "business plan" propre de l'entreprise de marché, l'objet du Conseil d'Orientation serait, notamment, durant la phase d'élaboration et de démarrage opérationnel, de s'assurer que les caractéristiques du "Nouveau Marché" correspondent effectivement à la demande des intermédiaires financiers et investisseurs dont la participation est recherchée, à la promouvoir auprès d'eux, et contribuer ainsi à la réalisation de l'objectif d'un "Nouveau Marché" ouvert et opérationnel au début de l'année 1996.