



MAJEURE FINANCE 2006

Mémoire de recherche :

« Qui préfère une cotation sur Alternext ? »

Thibaut PINCHON (H02298)

Thibault RICHON (H02315)

Professeur : M. Pierre Mella-Barral

Avril 2006

Table des matières

Sujet reformulé	3
Introduction.....	4
I. Le fonctionnement d'Alternext.....	6
1. La philosophie d'Alternext.....	6
2. Les aspects techniques de la cotation	7
II. L'IPO sur Alternext.....	21
1. Les sociétés listées sur Alternext.....	21
2. Les caractéristiques des IPO	24
3. Les valorisations sur Alternext	32
III. La liquidité sur Alternext.....	36
1. Les modes de cotation sur Alternext.....	36
2. L'impact des modes de cotation sur la liquidité d'Alternext.....	38
3. Mesure de la liquidité d'Alternext	41
Conclusion	53
Bibliographie et Annexes.....	54

Sujet reformulé

Le Président-Directeur Général d'une société small/mid cap française cherche à lever des fonds pour accélérer le développement de sa société. Il a entendu parler d'une nouvelle place de cotation créée en mai 2005 par Euronext, dénommée Alternext, plus réglementée que le marché libre français mais moins contraignante que l'Eurolist, et à destination des PME tout comme l'AIM londonien. Il s'interroge sur le bien-fondé d'une cotation sur ce marché et demande une analyse critique à son Directeur Financier ainsi que les conseils avisés d'une banque d'affaires...

En somme, s'introduire sur Alternext « vaut-il le coup ? »

Introduction

Au premier semestre 2005, Euronext, la Bourse paneuropéenne réunissant les places financières de Paris, Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne, a créé un nouveau marché boursier en France, dénommé Alternext, à destination des sociétés small & mid caps désireuses de faire appel public à l'épargne en vue de financer leur développement. La création d'Alternext s'inscrit dans le cadre d'une réforme d'envergure du marché boursier français, lancée par Euronext en 2004. Cette réforme globale de la cotation s'articule autour de 3 axes :

- La création d'une cote unique, l'Eurolist, regroupant les trois marchés réglementés : le Premier marché, le Second marché et le Nouveau marché. L'Eurolist est désormais organisé en trois compartiments A, B et C en fonction de la capitalisation boursière des sociétés cotées.
- La mise en place d'un dispositif en faveur des valeurs moyennes avec, notamment, la création d'un label pour les intermédiaires financiers experts en valeurs moyennes (Small & Midcap Expert Euronext) et le renouvellement de la gamme d'indices couvrant les valeurs moyennes (CAC Mid 100, CAC Small 90, CAC Mid & Small 190...).
- La création d'Alternext, marché non réglementé mais régulé, destiné à accueillir les petites et moyennes capitalisations.

Le troisième volet de cette réforme générale, la création d'Alternext, est issu d'un constat clair : sur les 2 millions d'entreprises comptant entre 10 et 250 salariés en Europe, seulement 4 000 sont cotées, d'où un potentiel énorme mettant en évidence une opportunité stratégique pour Euronext, souhaitant concurrencer le London Stock Exchange (LSE) dont l'Alternative Investment Market (AIM), attirant les petites et moyennes entreprises (PME) en forte croissance de tout pays, est actif depuis 1995 et compte environ 1 470 firmes listées. D'autre part, un argument davantage macroéconomique est venu justifier la création de ce marché : le tissu européen de petites et moyennes entreprises s'avère dynamique et fortement créateur d'emplois. Il est par conséquent logique de lui apporter un moyen supplémentaire et efficace de financer sa croissance, en le mettant directement en relation avec des investisseurs.

Le marché de financement des PME qu'est Alternext démarra en fanfare le 17 mai 2005 grâce à l'introduction en Bourse couronnée de succès de la société Meilleurtaux.com, spécialisée dans le courtage en ligne de crédits immobiliers à destination des particuliers. L'engouement manifesté par les investisseurs lors de cette première introduction, sursouscrite 20 fois chez les institutionnels, laissait ainsi présager un essor rapide et prometteur d'Alternext dans les mois à venir... A l'orée du premier anniversaire d'Alternext, quel bilan peut-on tirer de ce nouveau marché ? Nous mènerons des études aussi bien quantitatives (traitement de données chiffrées tirées de *Datastream* et autres sources ou bases de données) que qualitatives (entretiens auprès d'Euronext, Meilleurtaux.com, Poweo et Oddo Corporate Finance) en vue d'analyser les principales problématiques découlant d'une cotation sur Alternext : réglementation et publication d'information financière, niveaux de valorisation à l'IPO, liquidité des titres sur le marché, appétit des investisseurs...

Peut-être serons-nous alors en mesure d'apporter une réponse à la question : une cotation sur Alternext vaut-elle le coup ?

I. Le fonctionnement d'Alternext

1. La philosophie d'Alternext

Pourquoi Alternext ? Comme nous l'avons vu précédemment, Alternext est présenté par Euronext comme un marché de financement des petites et moyennes entreprises. Sa création illustre, d'une part, l'engagement pris dès 2004 par Euronext de favoriser l'accès des PME de la zone euro aux marchés financiers et, d'autre part, la vocation d'Euronext à faire d'Alternext le marché de référence des valeurs moyennes de la zone euro.

Alternext a été conçu selon un modèle de **communauté d'intérêts**, destiné à satisfaire l'ensemble des parties prenantes au marché que sont les émetteurs, les investisseurs ainsi que les intermédiaires financiers (listing sponsors, brokers, market-makers, banques et fonds de capital-investissement).

En effet, Alternext prétend offrir aux **émetteurs** des conditions d'accès à la cote plus souples et moins contraignantes que sur un marché réglementé tel l'Eurolist, davantage adaptées à leur taille ainsi qu'à leurs moyens humains et financiers. En effet, les nouvelles dispositions européennes, comme la Directive sur les prospectus, renforcent les conditions de cotation des sociétés sur un marché réglementé et les obligations d'information des entreprises cotées. Alternext les allège. Très médiatisé à ses débuts, Alternext apporte aux sociétés qui y sont cotées un regain de visibilité et de notoriété vis-à-vis de leurs clients, fournisseurs et autres partenaires. Outre les avantages tirés d'un recours direct aux marchés financiers, être coté sur Alternext permet une amélioration de la crédibilité à l'international des sociétés listées, ainsi que l'élargissement de sa base d'actionnaires.

Alternext entend également répondre aux attentes des **investisseurs** et à leurs exigences de régulation, de transparence et de diffusion d'information financière régulière. Les sociétés cotées sur Alternext sont en effet soumises à des obligations de publications plus strictes que sur le Marché libre, marché que l'on peut considérer à juste titre comme un « Far west » boursier, tant la sécurité apportée aux investisseurs est faible : à titre d'exemple, la procédure de garantie de cours en cas de

changement de contrôle n'est pas obligatoire sur le Marché libre, n'offrant donc aucune garantie aux actionnaires sortants quant au prix de sortie.

Enfin, en vue d'assurer la liquidité sur le marché, par essence bénéfique à l'ensemble des agents en général et aux market makers en particulier, deux modes de cotation sont proposés : en continu pour les valeurs les plus liquides (plus de 2 500 transactions par an) ou au fixing (nous reviendrons plus en détail sur les problématiques de liquidité dans la dernière partie de notre mémoire).

Alternext apparaît donc comme un marché régulé, mais non réglementé au sens de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004, dont l'objectif est de veiller aux intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

2. Les aspects techniques de la cotation

Attachons nous maintenant à analyser en détail les conditions requises pour une admission sur Alternext, et à les comparer aux conditions d'admission sur l'Eurolist, le Marché libre et enfin l'AIM londonien, plus proche comparable et à plus forte raison concurrent direct d'Alternext.

Les conditions réglementaires d'admission :



Marché réglementé

- Prospectus visé par l'AMF
- 25 % de flottant requis (15 M€ minimum recommandé par Euronext)
- Publication de comptes consolidés en IFRS certifiés par CAC sur un historique de 3 ans

MARCHE LIBRE

Marché non réglementé mais organisé

- Pas de flottant minimal requis



Marché non réglementé mais régulé

- Prospectus visé par l'AMF sauf si placement privé de 5 M€ réalisé dans les 24 mois précédant l'introduction auprès d'au moins 5 investisseurs qualifiés (*Offering circular* non soumis au visa du régulateur)
- Publication de comptes certifiés par CAC sur un historique de 2 ans
- Flottant minimum requis de 2,5 M€
- Listing Sponsor requis : véritable accompagnateur de la société pendant les 2 premières années au moins de sa vie boursière. Le LS vérifie le respect des obligations d'information de la société et signale les éventuels manquements à Euronext dont il est l'interlocuteur privilégié. Des sanctions sont prises par Euronext à l'encontre du LS si ce dernier manque à ses devoirs.



- Aucun Prospectus visé par le LSE ni par la United Kingdom Listing Authority (UKLA). Visa si et seulement si le prospectus relève de la Directive sur les prospectus
- Aucun flottant minimum requis
- Aucune capitalisation boursière minimum requise
- Aucun accord préalable des actionnaires en assemblée générale en cas d'acquisition ou cession d'actifs substantielle (sauf pour une OPA inversée ou une cession d'actif stratégique transformant significativement l'activité de la société)
- Conseil agréé par le LSE requis (Nominated Adviser ou NOMAD) pendant toute la vie boursière de la société : le Nomad coordonne le processus d'admission de la société, en relation avec les avocats et les CAC. Le Nomad réalise les due diligences nécessaires afin de garantir l'exhaustivité et la véracité de l'information contenue dans le prospectus d'admission.
- Broker agréé par le LSE requis

La **documentation d'admission** en vue d'une introduction sur Alternext s'avère quasiment aussi fournie que pour une IPO sur l'Eurolist. Le Prospectus (également appelé Document de base) est un document lourd à rédiger, nécessitant l'exhaustivité de l'information opérationnelle, juridique, comptable et financière (Document de 228

pages pour la société Clasquin !). Voici une première contestation de la prétendue simplification de la cotation offerte par Alternext !

D'autre part, l'**obtention du visa** de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sur le Document de base nécessite environ 3 semaines, consacrées à l'examen du dossier par les autorités de marché. L'AMF ne se prononce pas sur la qualité de la proposition d'investissement mais examine en détail le contenu et (surtout) la forme du prospectus. A titre d'exemple, l'AMF peut refuser de viser le document, dès lors que sa présentation n'est pas parfaitement aux normes exigées par le gendarme de la Bourse (à titre d'illustration, l'AMF refusera de viser le Prospectus si les comptes ne sont pas présentés selon le règlement 99-02 du Conseil National de la Comptabilité pour toute société consolidante). Par définition, la nécessité d'obtenir un visa introduit du risque dans le calendrier de l'opération : en effet, si celui-ci n'est pas accordé, le Prospectus doit être retravaillé et soumis une nouvelle fois à l'AMF. C'est comme si l'on échouait à un examen ! Il devient alors impératif de remodeler le calendrier et de décaler l'introduction de quelques semaines. Or, la conjoncture boursière peut changer durant ce laps de temps et affecter le succès de l'introduction. A cet égard, la procédure pratiquée par l'AIM londonien nous paraît bien plus flexible et sécurisante pour les émetteurs, sans pour autant nuire à la qualité de l'information destinée aux investisseurs. L'AIM s'avère également beaucoup plus favorable aux émetteurs que ne l'est Alternext en n'imposant aucun flottant ni capitalisation boursière minimum.

Notons toutefois que, malgré la période de « *quasi-stand by* » liée à l'attente du visa du Document de base par l'AMF, le **calendrier d'une introduction** sur Alternext est semblable à celui concernant une introduction sur l'AIM : 14 semaines en théorie suffisent, de la rédaction du Prospectus au début des négociations des actions sur le marché. C'est pourquoi une cotation sur Alternext ne nous apparaît pas aussi simplifiée qu'Euronext le prétend : en effet, tous les travaux de rédaction de documents, les due diligences, la publication de notes de recherche, le marketing de l'opération, les road shows et rendez-vous avec les investisseurs et enfin le placement des titres sont des étapes toujours aussi incontournables, quel que soit le marché sur lequel une société désire être admise. La phase de séduction des investisseurs est toujours aussi importante, dès lors qu'il y a du papier à placer.

La filiation entre Alternext et son concurrent londonien se fait particulièrement sentir dans la nomination obligatoire d'un **conseil expert de marché** (même deux sur l'AIM avec le broker agréé en vue de favoriser la liquidité post-IPO), accompagnant la société cotée dans son parcours boursier, dès la préparation de la cotation (le *Listing Sponsor* ou le *Nomad* sont en général établissements introducteurs). Sur Alternext, le Listing Sponsor est un intermédiaire financier reconnu (prestataire de services d'investissement, cabinet d'audit, cabinet d'avocats ou spécialiste en opération de haut de bilan). On dénombre aujourd'hui 32 établissements exerçant ou ayant la capacité d'exercer cette fonction.

Les obligations de publication d'information financière :



MARCHE LIBRE

- Publication de comptes annuels et de comptes semestriels, information du marché (CA trimestriel)
 - Support de publication : BALO
 - Franchissements de seuil à déclarer : 5%, 10%, 20%, 1/3, 1/2, 2/3 des droits de vote et/ou du capital
- Aucune obligation de publication des comptes annuels au BALO ni des comptes intermédiaires (semestriels et trimestriels)
 - Aucune obligation de déclaration des franchissements de seuil
 - Aucune garantie de cours en cas de prise de contrôle
 - Aucune obligation de lancer une offre publique d'achat en cas de franchissement de certains seuils



- Publication de comptes annuels (audités), de comptes semestriels (non audités), information du marché
 - Support de publication : libre
 - Franchissements de seuil à déclarer : 50% et 95%
- Publication des résultats annuels et semestriels
 - Publication continue d'informations sur des opérations pouvant avoir un impact sur les performances futures et/ou le cours de bourse de la société
 - Dans la plupart des cas, les sociétés cotées sur l'AIM ne sont pas tenues de diffuser davantage d'information lorsqu'elles réalisent des acquisitions ou des cessions d'actifs

Alternext corrige l'un des plus dangereux manques du Marché libre, à savoir l'absence totale de régulation quant à la transparence, au monitoring des sociétés et à **l'information des investisseurs**. Le risque et l'incertitude liés au placement et supportés par l'actionnaire sont donc réduits sur Alternext, en raison d'un corpus d'informations à diffuser régulièrement auprès du marché. D'autre part, une procédure de garantie de cours apparaît sur Alternext, alors qu'aucune protection quant au prix de sortie n'était offerte aux actionnaires minoritaires sur le Marché libre en cas de changement de contrôle. Les contraintes de communication se révèlent toutefois moins pesantes que sur l'Eurolist, non seulement par leur moindre fréquence et mais aussi par leur caractère plus léger (non-obligation de publier des comptes semestriels audités et en IFRS).

Sur l'AIM, les émetteurs sont soumis à des règles tout à fait semblables à celles prévalant sur Alternext. Les sociétés cotées à Londres sont même davantage amenées à publier de l'information en continu et de leur propre chef en raison d'un monitoring des investisseurs et d'un suivi des analystes plus développés que sur Alternext. Mais cela est tout à fait logique sur un marché qui a déjà 11 ans d'existence.

Les sociétés visées par les différents marchés :



MARCHE LIBRE

- 3 compartiments :
 - A : capitalisation > 1 Md€
 - B : capitalisation comprise entre 150 M€ et 1 Md€
 - C : capitalisation < 150 M€

- Sociétés de taille modeste qui ne peuvent pas ou ne souhaitent pas être cotées sur des marchés réglementés
- Anciennes valeurs transférées du Marché hors cote en 1996



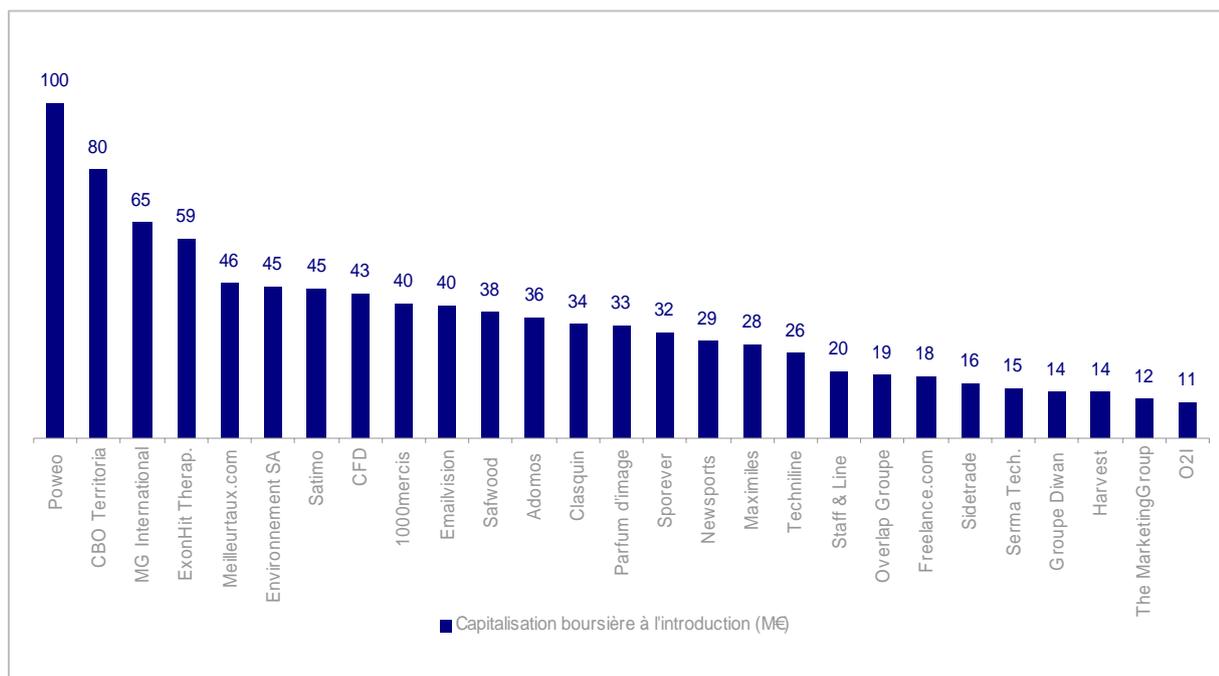
- Mode de cotation à destination des PME : capitalisations à l'IPO comprises entre 10 et 60 M€, Alternext visant davantage la fourchette 25/30 M€
- Sociétés étrangères dans le cadre d'une double cotation

- PME en forte croissance, ayant besoin de lever des fonds pour financer leur développement
- Sociétés internationales dans le cadre d'une cotation simplifiée (*AIM designated markets fast-track route* ; une société cotée depuis au moins 18 mois sur l'une des places suivantes est éligible : Australian Stock Exchange, Euronext, Deutsche Börse, Johannesburg Stock Exchange, NASDAQ, NYSE, Stockholm Börsen, Swiss Exchange, Toronto Stock Exchange)
- 247 sociétés étrangères provenant de 26 pays notamment : Canada, Australie, Luxembourg, Israël, Norvège, USA, Irlande, Nouvelle Zélande, Iles Vierges, Chypre, Iles Caïman et Bermudes

Le **Marché libre**, très *issuer friendly*, n'impose quasiment aucune contrainte aux émetteurs. Ce faisant, il affiche très clairement sa préférence pour les jeunes pousses de petite taille qui ne souhaitent pas ou ne peuvent pas supporter certaines contraintes réglementaires, qui réduiraient l'autonomie et l'indépendance du management ou coûteraient trop cher à l'entreprise.

Alternext cible très clairement les small & midcaps. Le graphique suivant, arrêté au 24 mars 2006, présente les sociétés cotées sur Alternext en fonction de leur capitalisation à l'introduction. La moyenne trouvée se situe juste au milieu de la fourchette affichée par Alternext (10-60 M€), à 35 M€.

Comme dit précédemment, Alternext a l'ambition de devenir le marché de référence de la zone euro, ce qui suppose d'offrir aux sociétés européennes non françaises un mode de cotation simplifié et attractif. Jusqu'à présent, seule la société italienne Safwood, spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de produits du bois à destination des industries, a profité du mode de double cotation offert par Alternext aux sociétés étrangères. Nous évoquerons plus en détail le profil des sociétés visées par / cotées sur Alternext dans la deuxième partie de notre travail.



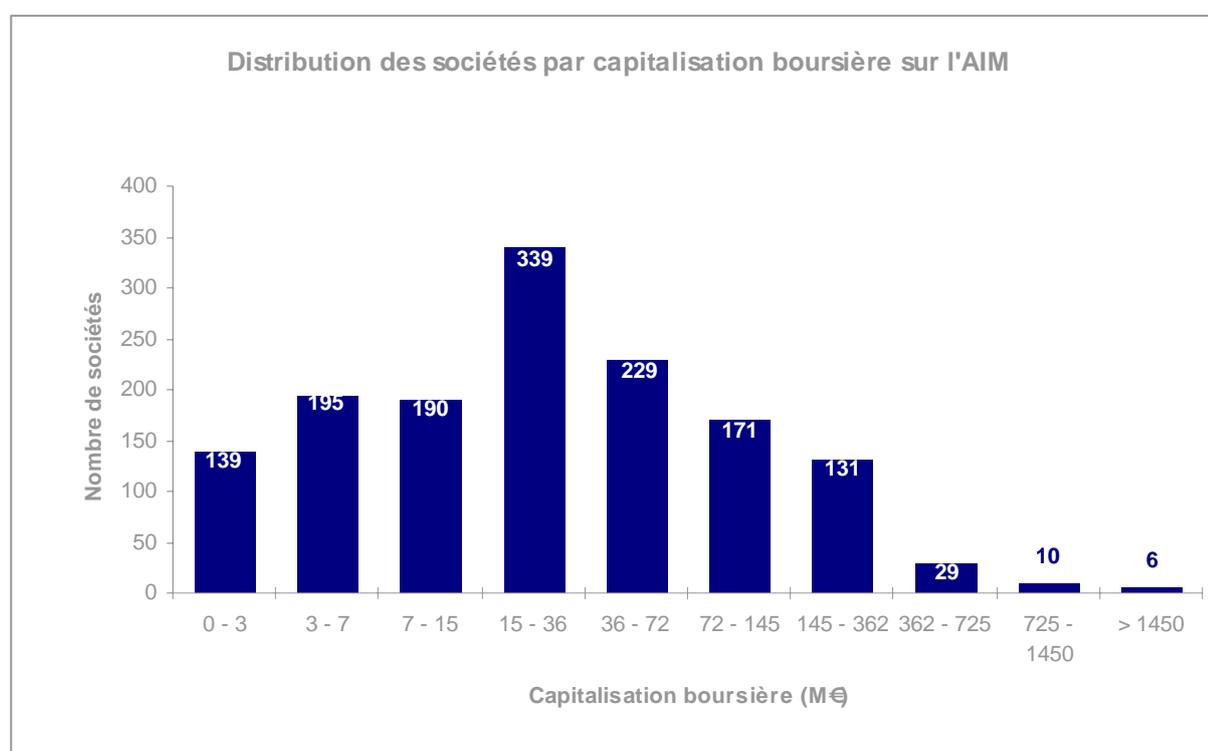
Source : Sociétés

L'AIM se présente explicitement comme la place financière destinée à accueillir de jeunes sociétés en forte croissance de petite et moyenne capitalisation. La réglementation n'imposant aucune capitalisation minimum ni même aucun flottant minimum, on trouve un nombre important (334) de très petites sociétés affichant moins de 7 M€ de capitalisation. La souplesse du cadre réglementaire de l'AIM attire en effet fortement nombre de sociétés innovantes à l'esprit entrepreneurial. On y dénombre par exemple 168 sociétés actives dans les secteurs de pointe comme les logiciels ou internet et une trentaine de firmes présentes dans les biotechnologies. On observe en outre qu'une introduction sur l'AIM peut représenter une porte de sortie attirante pour des fonds de capital-risque ayant amorcé le développement de petites structures.

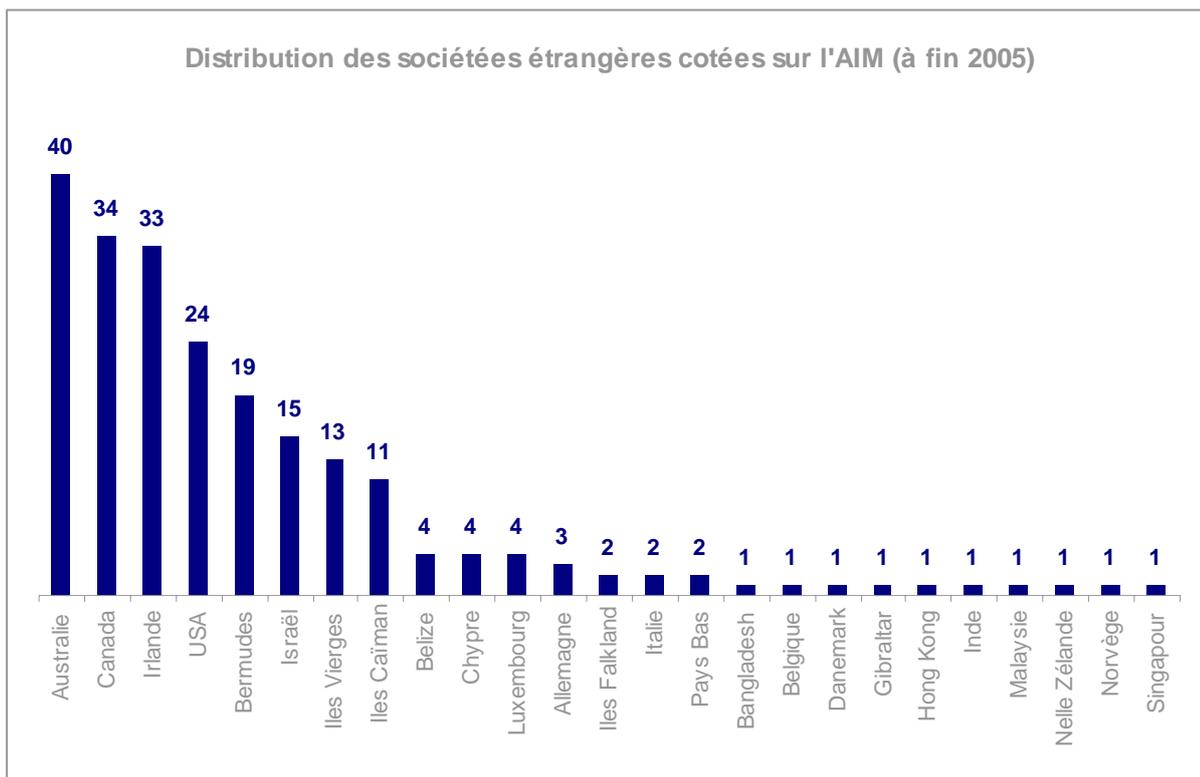
Mais l'AIM se révèle un marché très diversifié en terme de taille et accueille plus de 170 valeurs qui seraient dignes d'être cotées sur l'Eurolist ou le Main market anglais, avec

une capitalisation supérieure à 145 M€. Ainsi, les trois plus grosses sociétés, présentes dans les secteurs du jeu/pari, des métaux non ferreux et de l'extraction de pétrole et gaz, affichent des capitalisations comprises entre 2 et 2,3 Mds €!

L'AIM s'avère enfin bien plus international qu'Alternext. Dès 6 mois d'existence, fin 1995, il comptait déjà 3 sociétés étrangères admises dans le cadre de la *Designated markets fast-track route* ; nombre qui fut porté à 17 fin 1996 ! Les tableaux suivants donnent une image claire des sociétés cotées sur l'AIM en termes de taille et de provenance géographique.



Source : London Stock Exchange



Source : London Stock Exchange

En l'espace d'une dizaine d'années, l'AIM s'est forgé une véritable culture internationale et tournée vers l'extérieur en accueillant plus de 240 sociétés non anglaises. Plus de 80 % d'entre elles proviennent néanmoins du monde anglo-saxon, comme l'illustre le graphique ci-dessus. On observe en outre qu'aucune société française n'est aujourd'hui cotée sur l'AIM. Les sociétés de la zone euro se comptent, elles, sur les doigts de la main. On comprend dès lors mieux les enjeux pour Euronext et l'opportunité que la Bourse paneuropéenne a souhaité saisir en créant en 2005, dans une conjoncture économique plutôt bonne et une phase de *hot markets* (bonne reprise des IPO depuis 2004), un marché à destination des PME européennes.

Les 3 dernières années ont notamment vu l'essor conséquent des introductions de valeurs étrangères sur l'AIM. Celles-ci furent au nombre de 57 en 2004, 105 en 2005 et 28 au premier trimestre 2006 laissant présager une très bonne année pour l'AIM.

Date	Nombre de sociétés			Capi. boursière (M£)
	UK	Internationales	Total	
19/06/1995	10	0	10	82
1995	118	3	121	2 382
1996	235	17	252	5 299
1997	286	22	308	5 655
1998	291	21	312	4 438
1999	325	22	347	13 469
2000	493	31	524	14 935
2001	587	42	629	11 607
2002	654	50	704	10 252
2003	694	60	754	18 358
2004	905	116	1021	31 753
2005	1 179	220	1 399	56 619
31/03/2006	1226	247	1 473	71 590

Source : London Stock Exchange

La philosophie des marchés :



Une simplification de la cotation

- Une seule et unique cote, Eurolist, classée par ordre alphabétique et organisée en 3 sous-groupes
- Création concomitante d'indices plus représentatifs et complémentaires
- Protection des actionnaires : lancement d'une offre publique en cas de franchissement à la hausse de 33% des droits de vote et/ou du capital

MARCHE LIBRE

Le Far west

- Peu de liquidité
- Forte volatilité des cours
- Très faible suivi des analystes
- Absence de protection pour les investisseurs



Une communauté d'intérêts

- Accès au marché novateur et simplifié pour l'entreprise
- Listing sponsors, brokers, banques et fonds de capital-investissement s'associent activement au parcours boursier des PME
- Marché de financement des PME
- Protection des actionnaires minoritaires : lancement d'une offre publique si changement de contrôle



Une communauté d'intérêts

- Accès au marché extrêmement simplifié et flexible
- Nomad, brokers, CAC et avocats s'associent activement au parcours boursier des sociétés introduites
- Marché de financement des PME
- Information des actionnaires
- Lieu de liquidité pour les actionnaires

A la lecture de ce tableau comparatif ainsi que des précédents, Alternext semble donc avoir été bâti selon les mêmes principes que l'AIM, apportant plus de sécurité et d'information aux investisseurs que le Marché libre d'une part, et offrant aux émetteurs un cadre réglementaire légèrement moins contraignant que sur l'Eurolist d'autre part.

Les coûts engendrés par une cotation :

Un dirigeant de PME gérant sa société en « bon père de famille » ne peut pas ne pas considérer cette question avec attention. Les frais juridiques et administratifs ainsi que la rémunération des intermédiaires financiers représentent un pourcentage non négligeable des montants levés : il existe parfois un écart conséquent entre le montant brut de l'opération et son montant net (montant brut diminué des frais relatifs à l'introduction, imputés sur la prime d'émission). Etre coté sur Alternext se révèle-t-il vraiment moins coûteux qu'un listing sur l'Eurolist ? Car, en plus des frais d'introduction, les sociétés doivent verser des commissions annuelles de listing à Euronext, en fonction du nombre de titres placés.

De nombreuses recherches empiriques menées aux Etats-Unis affirment que le montant global des frais d'introduction en Bourse s'élève en général à 7 % des fonds levés ; il s'agit de la célèbre *Seven Percent Solution*, démontrée en juin 2000 dans *The Journal of Finance* par Chen et Ritter, étudiant les caractéristiques de 3 203 IPO de plus de 20 M\$ de 1985 à 1998 aux USA.

En Europe, en raison d'une concurrence plus acerbée entre banques, les frais relatifs aux introductions se montent communément à 5 % des fonds levés. Qu'en est-il sur Alternext ? Les tableaux suivants invitent à des commentaires mesurés quant à l'offre compétitive d'Alternext en terme de *listing fees*...

EUROLIST				ALTERNEXT			
Société	Montant de l'opération (M€)	Fees (M€)	En % des montants levés	Société	Montant de l'opération (M€)	Fees (M€)	En % des montants levés
Eutelsat	860	34	4,0%	Environnement SA	23	0,80	3,4%
Vectrane	52	4	7,0%	MG International	13	0,51	3,9%
Bioalliance Pharma	30	4	11,7%	Parfum d'image	6	0,26	4,6%
Ipsen	330	16	4,7%	The MarketingGroup	3	0,14	4,8%
EdF	6 070	320	5,3%	Harvest	5	0,24	5,2%
Capelli	12	0	2,5%	Satimo	13	0,69	5,4%
Meetic	106	5	4,4%	1000mercis	10	0,70	6,7%
Mercialys	248	8	3,0%	Emailvision	11	0,75	6,7%
NextRadio TV	230	3	1,4%	Maximiles	8	0,54	6,8%
Rue du commerce	60	3	5,7%	Sporever	13	0,88	7,0%
Pizzorno Env. t.	30	1	3,7%	Meilleurtaux.com	4	0,39	9,2%
GdF	3 482	100	2,9%	Clasquin	8	0,76	9,9%
Entrepose Contr.	44	3	5,9%	Staff & Line	4	0,55	13,2%
Saft	249	14	5,7%	Overlap Groupe	3	0,40	15,0%
Poncin Yachts	22	2	7,7%	Freelance.com	3	0,64	24,0%
Akka Technologies	16	1	5,6%	ExonHit Therap.	4	0,94	24,6%
Moyenne			5,1%	Moyenne			9,4%
Médiane			5,0%	Médiane			6,8%

Source : Sociétés

Les opérations présentées concernant l’Eurolist sont celles menées depuis fin décembre 2005. Les opérations présentées concernant Alternext sont celles menées depuis la création du marché jusqu’au 24 mars 2006 et n’incluent pas les opérations techniques (transferts du Marché libre). Il apparaît clairement qu’un processus d’IPO génère des déséconomies d’échelle en matière de frais occasionnés. Le caractère fixe et incompressible de certaines charges (frais administratifs, juridiques et de due diligence) fait que les frais, en part relative, sont plus élevés pour de faibles montants placés dans le public. Alternext ne permet donc pas aux sociétés qui souhaitent y être cotées de créer des économies d’échelles substantielles sur les frais d’introduction, étant donnée la faiblesse des montants levés observés, par rapport à l’Eurolist. Une introduction sur Alternext s’avère donc onéreuse en termes relatifs et dilutive pour les actionnaires.

Notons d’autre part l’extrême disparité des charges liées aux introductions sur Alternext, toujours en termes relatifs. L’idée exposée ci-dessus semble corroborée par ce tableau, en montrant que les plus petites opérations (Overlap, Freelance.com, Exonhit Therapeutics) coûtent le plus cher aux sociétés admises.

Les frais administratifs comprennent notamment les commissions versées à Euronext. Les commissions d’admission sont fonction de la capitalisation à l’introduction et ne sont payées que lors du listing ; les abonnements annuels, à renouveler périodiquement, dépendent quant à eux du nombre de titres à placer.

Commissions d'admission Tranches cumulables en €	Alternext Coût maximum en €		Eurolist Coût maximum en €		AIM Fee unique en €
< 10 000 000	7 500	7 500	10 000	10 000	
10 000 001 - 100 000 000	0,6‰	61 500	0,6‰	70 000	
100 000 001 - 500 000 000	0,4‰	221 500	0,4‰	280 000	6 060
500 000 001 - 1 000 000 000	0,3‰	371 500	0,3‰	660 000	
> 1000 000 000	0,1‰ Plafond : 3 000 000		0,1‰ Plafond : 3 000 000		

Sources : Euronext, London Stock Exchange

Abonnement annuel (€) Nombre de titres	Alternext	Eurolist	AIM Fee unique
< 2 500 000	3000	3000	
2 500 001 - 5 000 000	4 000	4 000	
5 000 001 - 10 000 000	8 000	8 000	
10 000 001 - 50 000 000	12 000	12 000	6 060
50 000 001 - 100 000 000	16 000	16 000	
> 100 000 000	20 000	20 000	

Sources : Euronext, London Stock Exchange

On remarque à la lecture de ces tableaux que l'AIM est extraordinairement attractif et que ce marché s'adapte véritablement aux besoins et aux ressources limitées des PME qu'il cible.

En revanche, Alternext s'avère tout juste moins onéreux que l'Eurolist. On peut même affirmer sans vergogne qu'une cotation sur le marché des PME se révèle aussi coûteuse qu'une cotation sur le marché des *Blue Chips* en France, tant que la capitalisation à l'introduction reste inférieure à 100 M€, l'écart n'étant manifeste qu'à partir de 500 M€. Or, quelles sont les sociétés visées par Alternext ? On s'est compris.

D'après nos recherches, nous nuancions donc considérablement les arguments avancés par Euronext pour assurer la promotion d'Alternext : une cotation sur ce dernier ne s'avère pas beaucoup plus simple que sur un marché réglementé et le parcours reste davantage semé d'embûches que sur l'AIM ; les coûts engagés sont équivalents en valeur absolue et plus élevés en valeur relative sur Alternext que sur l'Eurolist, et bien moins attractifs que sur l'AIM.

II. L'IPO sur Alternext

Le marché Alternext s'est considérablement développé en un an d'existence puisque sa capitalisation en Avril 2006 est d'environ 2 Milliards d'€. Des sociétés s'y introduisent chaque mois et la croissance que connaît le marché depuis le 17 Mai 2005 ne semble pas s'essouffler. Quel est le profil des sociétés listées sur Alternext ? Cherchent-elles simplement à lever des capitaux ou bien voient-elles Alternext comme une antichambre à l'Eurolist ? Quel succès pour les IPO sur Alternext ? Autant de questions importantes pour décider d'une cotation sur ce marché.

1. Les sociétés listées sur Alternext

Au cours de l'étude de la réglementation et de la philosophie du marché Alternext nous avons pu faire quelques observations sur la nature des sociétés listées : ce sont des PME en croissance, de trop petite taille pour l'Eurolist, et qui cherchent à lever des fonds. Pour notre étude, nous avons arrêté la date du 24 Mars 2006, les données évoluant chaque jour. A cette date, 27 sociétés étaient cotées sur Alternext. Le tableau *Fig.1* donne le détail des sociétés listées et certaines de leurs caractéristiques.

Il y a deux types de sociétés listées sur Alternext : celles qui débutent leur vie boursière sur Alternext via une offre publique classique et celles qui ont été transférées selon leur souhait du Marché Libre sur Alternext. Pour ces dernières on parle de transfert technique. Dix sociétés proviennent du Marché libre, soit 37% des sociétés cotées sur Alternext, et se sont introduites sur Alternext par simple changement de listing.

Il est difficile d'établir le profil type de la société qui s'introduit sur Alternext car les sociétés listées comme le révèle le tableau (*Fig.1*) sont peu homogènes que ce soit par la taille ou par le secteur. Les secteurs relevés sont en effet très différents puisque les trois grands secteurs d'activités, primaires, secondaires et tertiaires sont présents.

Sociétés	Introduction	Secteur	Capitalisation Boursière à l'introduction (M€)
1000Mercis	IPO	IT	40,01
Adomos	TT	Finance	36,37
CBO	TT	Industrie	32,55
CFD	TT	Finance	43,16
Clasquin	IPO	Industrie	34,07
Email vision	IPO	IT	30,22
Environnement	IPO	Industrie	45,49
Exonhit	IPO	Santé	55,63
Freelance	TT	IT	16,28
Groupe Diwan	TT	IT	13,27
Harvest	TT	IT	12,43
Maximiles	IPO	Medias	23,99
Meilleurtaux	IPO	Finance	46,32
MG International	IPO	Industrie	64,63
Newsports	TT	IT	28,78
O2I	TT	IT	10,8
Overlap	TT	IT	18,94
Parfum d'image	IPO	Biens Consommation	33,41
Poweo	IPO	services	100,27
Saftwood	IPO	Agriculture	37,82
Satimo	IPO	Industrie	44,85
Serma Technologies	IPO	Industrie	14,89
Sidetrade	TT	IT	16,08
Sporever	IPO	Medias	31,72
Staff&Line	TT	IT	15,76
Techniline	IPO	services	26,83
The Marketing Group	IPO	industrie	11,7

TT= transfert technique IPO= Initial Public offering

Fig.1

On observe cependant que trois domaines d'activité, l'IT, l'industrie et la finance représentent à eux trois 74% du listing (Fig.2). On retrouve dans ces trois catégories les sociétés liées à l'Internet comme 1000Mercis ou Email Vision, les sociétés de services financiers comme Adomos ou encore les petites PME industrielles comme MG International qui fabrique des détecteurs d'immersion destinés aux piscines de particuliers.

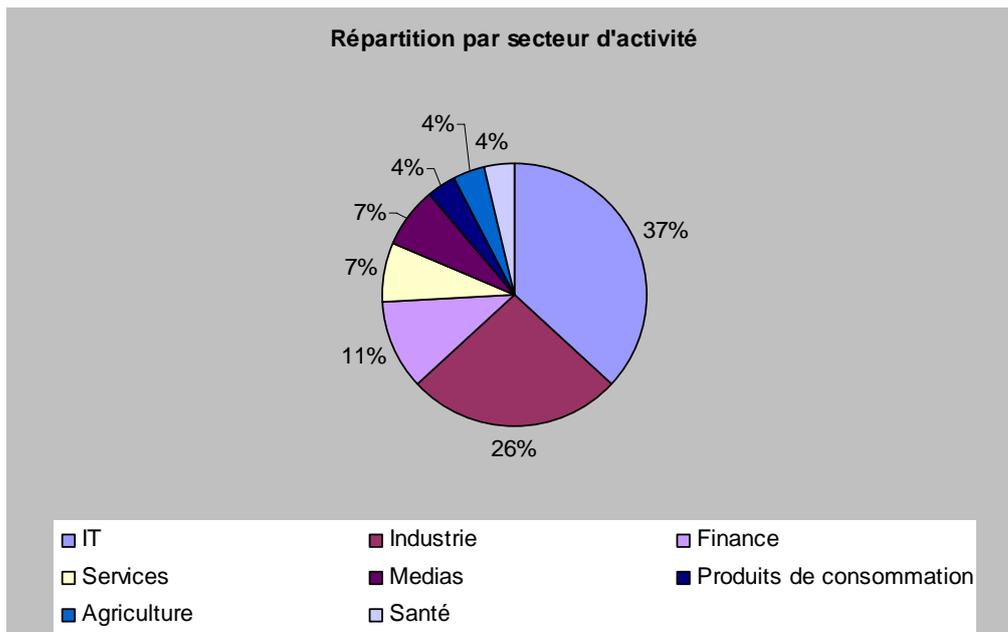


Fig. 2

Le critère de la taille est également intéressant. Les sociétés cotées sur Alternext sont des Petites et Moyennes Entreprises comme nous l'avons observé dans la première partie. En effet, 85% de ces sociétés ont une capitalisation boursière comprise dans la fourchette [11M€ - 46M€] et la capitalisation moyenne à l'introduction est de 35M€. Pour autant, ces capitalisations boursières observées ne sont pas toutes homogènes et le rapport de taille est de 1 à 10 entre la plus petite (O2I : 11M€) et la plus grosse (100M€). L'observation du tableau (Fig.3) soulève une question. Tout d'abord, pourquoi des sociétés comme Poweo ou CBO Territoria ont-elles souhaité être transférées sur Alternext où les capitalisations boursières sont bien inférieures à la leur ?

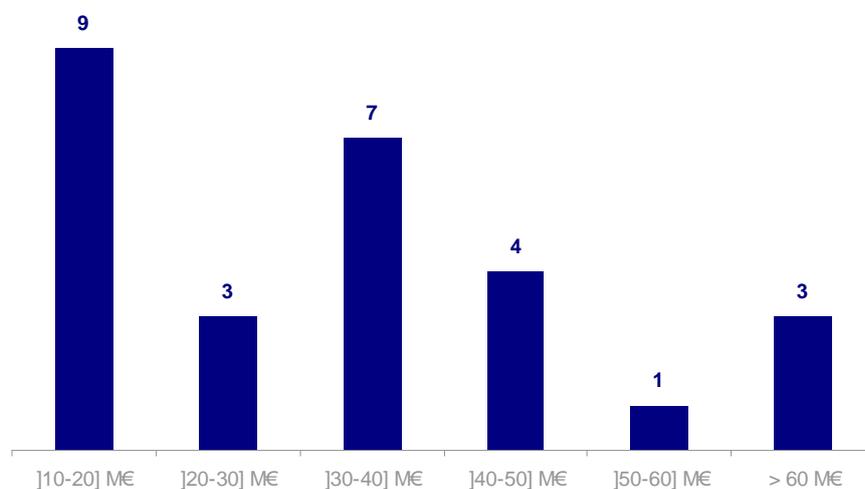


Fig.3

De notre entretien avec le Directeur Financier de Poweo ressortent trois principales raisons :

- Le premier élément de réponse est le cadre réglementaire, plus contraignant pour la société mais rassurant pour l'investisseur qui a désormais à sa disposition beaucoup plus d'informations financières ce qui améliore sa relation à l'entreprise.
- Un second élément de réponse est la volonté d'être un acteur important d'un petit marché plutôt qu'une très petite capitalisation sur un grand marché (l'Eurolist), ce qui garantit une meilleure visibilité. Mr Granotier, Directeur Financier de Poweo, nous a révélé que Poweo a particulièrement bénéficié de la publicité liée au démarrage du marché Alternext. Sa société, plus grosse capitalisation d'Alternext, était en effet citée dans chaque article concernant Alternext.
- Un troisième élément de réponse est la recherche d'une plus grande liquidité ce que nous étudierons plus tard.

Cependant l'objectif immédiat des sociétés qui s'introduisent sur Alternext reste la levée de fonds. Alternext, marché récent et au fonctionnement original est-il une opportunité intéressante de ce point de vue ?

2. Les caractéristiques des IPO

Dans cette partie, nous ne traitons pas les sociétés issues de transferts techniques. Ces dernières n'effectuent en effet pas une IPO (Initial Public Offering) à proprement dit puisqu'elles ont déjà une histoire boursière et ne lèvent pas nécessairement de nouveaux fonds. Lorsqu'une société s'introduit en bourse, c'est avant tout dans l'objectif de lever des fonds en ouvrant son capital au public. Alternext est un marché adapté qui vise à permettre aux PME de bénéficier de ce moyen de financement.

Une réponse aux besoins de financement

L'étude des IPO des 17 sociétés qui se sont introduites sur Alternext entre le 17 Mai 2005 et le 24 Mars 2006 permet de vérifier que lever des fonds est bien un objectif majeur. Le montant moyen placé à l'introduction est de 8M€ ce qui représente un flottant

moyen de 25%. Les fonds effectivement levés (augmentation de capital) représentent en moyenne 60% des fonds placés, les 40% restants correspondant aux titres cédés par les actionnaires déjà existants. On parle de primaire pour les titres nouvellement créés et de secondaire pour les titres cédés à l'introduction par les actionnaires. On peut noter que ce niveau moyen de primaire observé sur Alternext est proche de celui de l'Eurolist qui est de 62% (niveau observé depuis 2005 sources *Vernimmen.net*).

Le tableau *Fig.4* détaille les parts respectives du primaire et du secondaire pour chaque IPO.

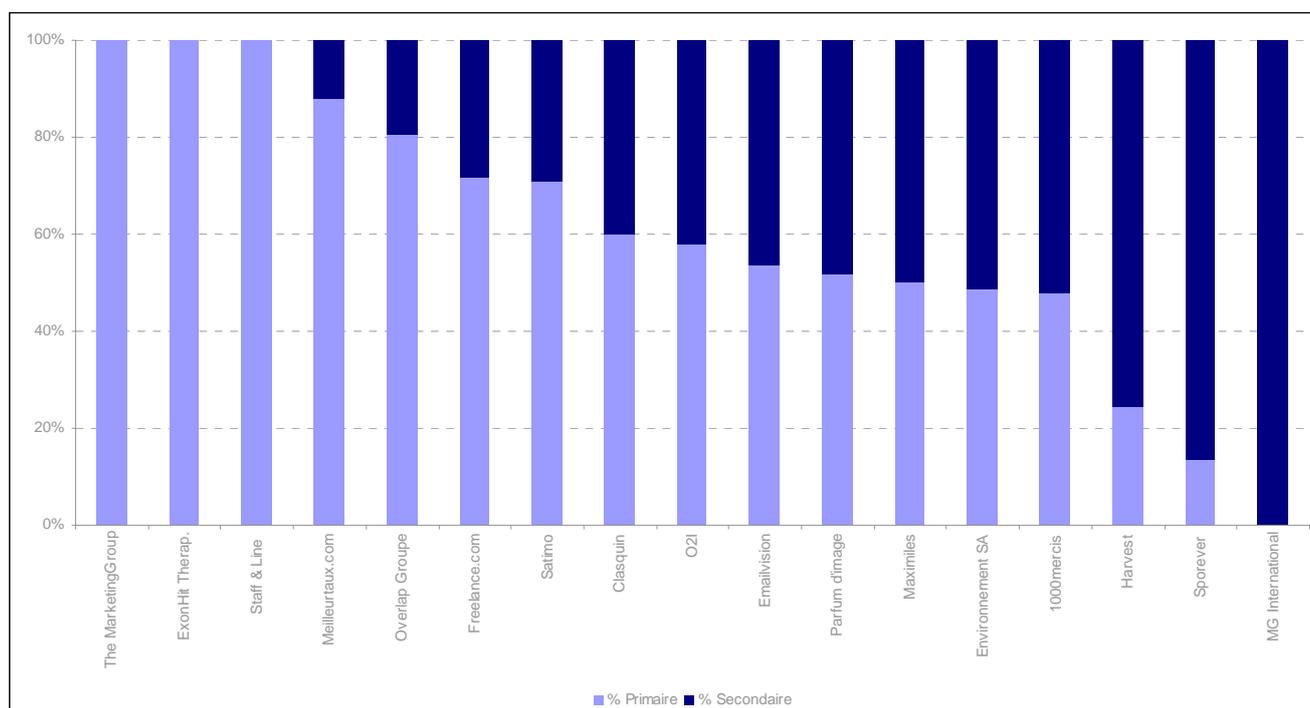


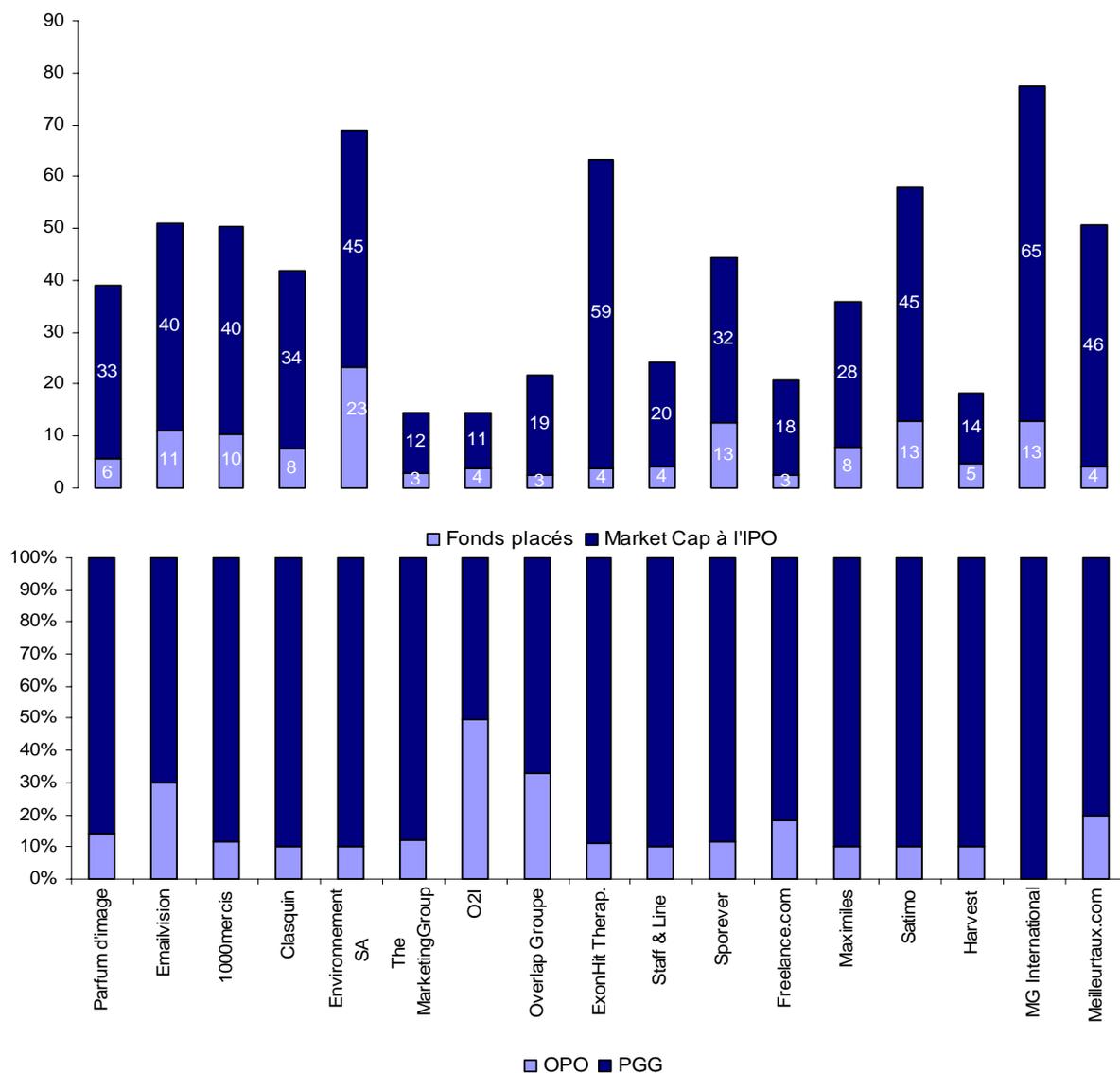
Fig.4

On observe que 82% des sociétés ont une part de primaire supérieure ou équivalente à la part de secondaire. Ceci démontre que l'introduction en Bourse n'a en général pas pour objectif principal de rendre liquide les titres existants de la société mais plutôt d'augmenter la trésorerie de la société par augmentation de capital. En effet, seules trois sociétés ont placé de façon importante des titres existants, dont MG International qui s'est introduit sans effectuer d'augmentation de capital.

Cependant, on observe avec le tableau *Fig.5* que le flottant moyen sur Alternext est de 25% ce qui est un niveau assez bas puisque sur l'Eurolist il s'agit du flottant minimum requis. En outre, en moyenne 85% de ces fonds placés sont souscrits par des

investisseurs institutionnels. Le tableau *Fig.5* détaille en effet les souscriptions par offre à prix ouvert (OPO), réservées aux particuliers, et par placement Global (PGG) concernant les investisseurs institutionnels. Par conséquent les montants souscrits par les particuliers sont faibles (1,25M€ en moyenne). Ceci peut avoir plusieurs effets :

- affecter la liquidité des titres et nous étudierons ce point dans la dernière partie.
- freiner l'investisseur qui se voit proposé une part trop faible du capital.



Ainsi si Alternext semble être effectivement un moyen adapté de lever des fonds pour les PME, il reste à juger du succès de ces introductions.

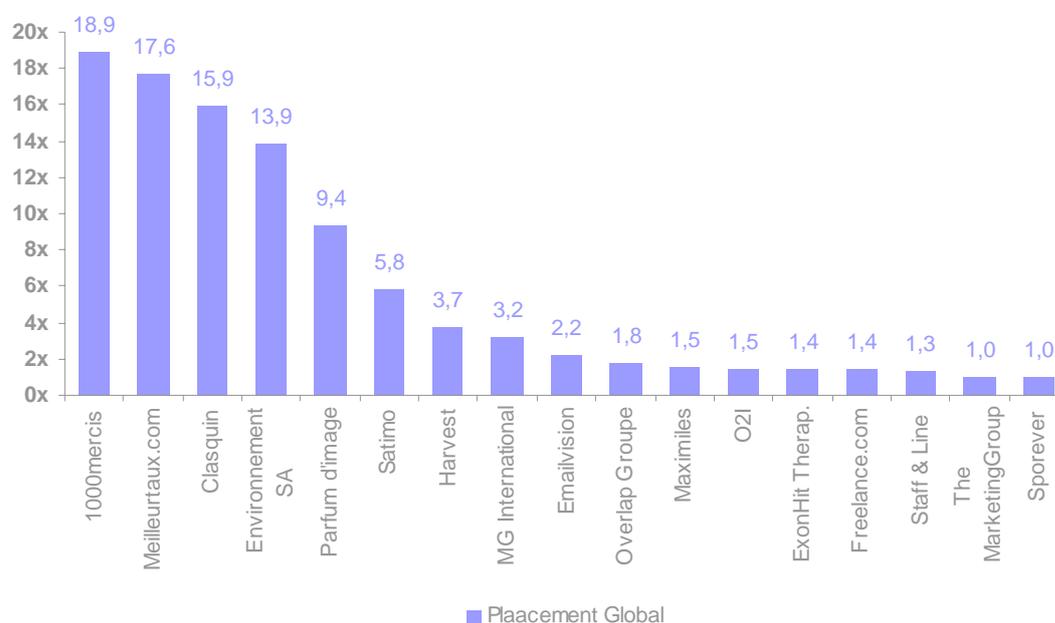
Quel succès pour les IPO ?

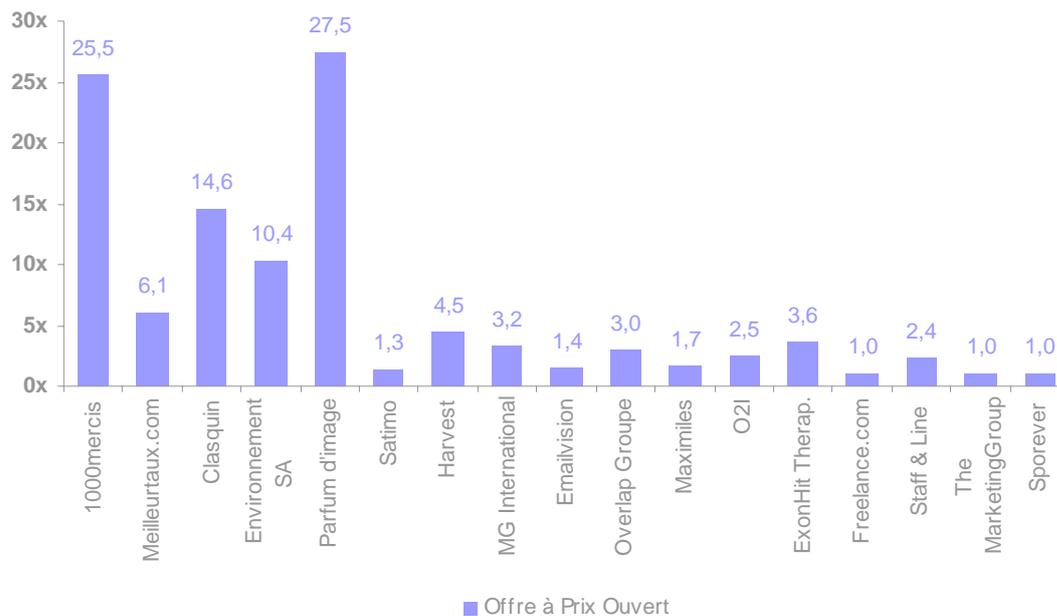
Les récents déboires de la banque Lazard lors de son introduction à Wall Street rappellent que l'introduction en bourse est un moyen intéressant de lever de des fonds à la condition qu'elle réussisse ! En effet, une introduction en bourse amène son lot de contraintes : dilution du capital, nécessité de donner des informations et d'expliquer sa stratégie au marché, frais de listing... Par conséquent, cette levée de fonds n'est pas « gratuite » et il faut en mesurer le retour sur investissement.

Pour juger de la réussite des IPO, nous avons choisi de nous appuyer sur 2 critères les taux de souscription observés et les prix d'IPO rapportés à la fourchette.

Les taux de souscription observés

Les taux de souscription sont le rapport entre l'offre et la demande en titres à l'introduction. Les ordres d'achat sont en effet accumulés jusqu'à l'introduction où la répartition est effectuée. Par conséquent, ces taux sont un indicateur immédiat du succès d'une introduction.





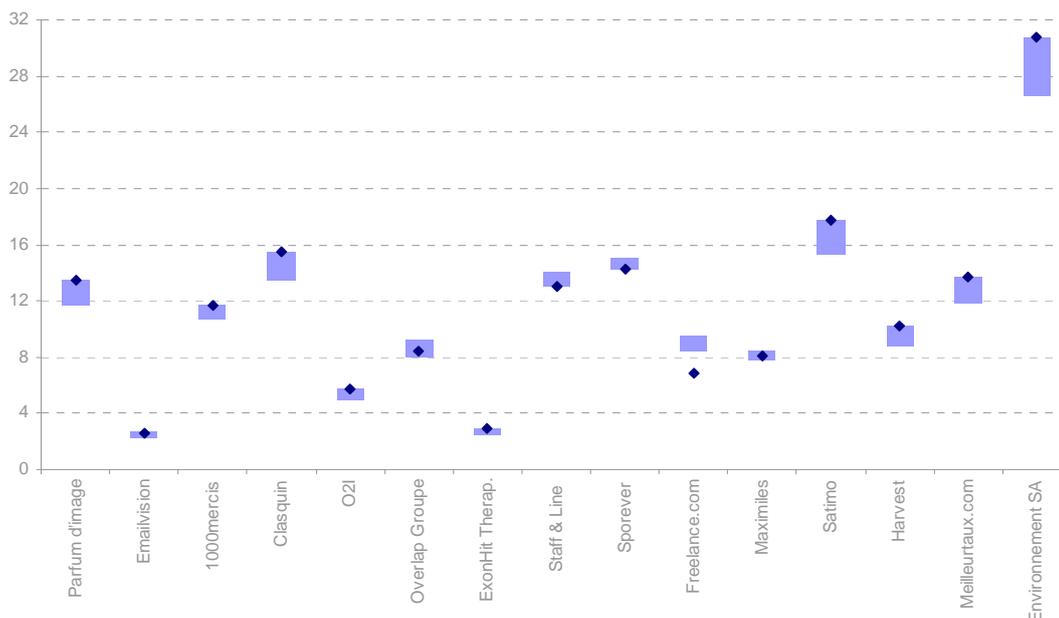
Les taux observés sont peu homogènes. Certaines IPO furent de grands succès comme celles de 1000Mercis ou Meilleurtaux tandis que d'autres furent compliquées (Sporever). Ces différences résultent de divers facteurs :

- la communication de la société sur son introduction.
- la confiance du marché en l'avenir de la société qui décide ainsi d'investir ou non.
- les conditions de l'IPO : un prix équitable qui reflète la valeur de la société et une répartition primaire/secondaire qui montre un engagement des anciens actionnaires (faible part du secondaire) sont des conditions favorables au succès.

Dès lors, on comprend que les facteurs nécessaires pour réussir une IPO sont nombreux, contraignants et aléatoires. Cependant, les IPO réalisées sur Alternext semblent favorables aux émetteurs comme le montre l'étude des prix à l'introduction.

Les prix d'IPO

Avant l'introduction, une fourchette de prix est déterminée par la banque conseil qui a valorisé la société. Le prix est ensuite généralement fixé à l'intérieur la fourchette en fonction de la demande. Cet indicateur nous permet donc d'évaluer la réussite de l'introduction en fonction des objectifs de l'entreprise. Si le taux de souscription donne une idée du volume de la demande, le prix d'IPO permet d'évaluer le montant levé par la société.



Sur l'échantillon, les tailles de fourchette observées représentent en moyenne 12% du prix de l'IPO ce qui constitue un niveau comparable à l'Eurolist. Parmi ces IPO, 65% des prix d'IPO sont situés en haut de fourchette. Ces prix sont bien évidemment liés aux niveaux de demande et les titres les plus souscrits atteignent les hauts de fourchette. Inversement Freelance.com qui n'a été souscrit qu'une fois a été introduit à un prix inférieur à la fourchette.

On comprend donc que les IPO sur Alternext permettent aux émetteurs d'atteindre leurs objectifs : les taux de souscriptions moyen permettent d'écouler l'ensemble des titres dont le prix est en moyenne situé en haut de fourchette. L'étude des cas de Meilleurtaux et de Sporever est représentative de deux réussites différentes.

Meilleurtaux est la première société à s'être introduite sur Alternext. Cette IPO fut un grand succès, salué par la presse. Ce succès fait qu'au 01/04/2006 Meilleurtaux a une capitalisation boursière de 150M€ qui en fait un postulant au compartiment B de l'Eurolist ! Le parcours boursier de Meilleurtaux sur Alternext est de ce fait exemplaire. Beaucoup de sociétés ont bénéficié de la dynamique du marché nouvellement créé et de la campagne de communication effectuée pour son développement.

Meilleurtaux.com

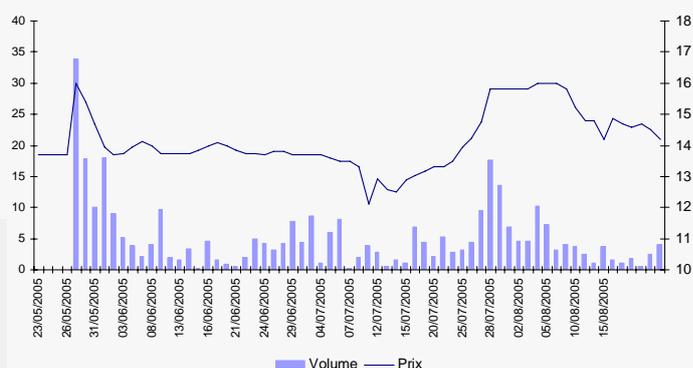
- Augmentation de capital de 4.14M€ (30 296 titres créés)
- Opération souscrite plus de 15 fois
- Prix fixé à 13,7€ correspondant au haut de la fourchette (11.8€ - 13.7€)
- Le placement a porté sur 223 075 titres et l'OPO sur 94 225 titres

“Alternext démarre très fort. Les actions du courtier en crédits immobiliers Meilleurtaux ont été très demandées pour l'inscription sur le marché réservé aux PME(...). Au total on a décompté une demande 15 fois supérieure à l'offre pour cette première admission sur Alternext.”

La Tribune 18 Mai 2005

Les espérances du marché n'ont pas été déçues avec la cotation de Meilleurtaux(...). De fait, l'opération s'apparente donc plus à une introduction sur les feu Second et Nouveau Marchés qu'à une introduction sur le marché libre.”

L'Agéfi, 18 Mai 2005



L'introduction de Sporever, tout comme celle de Freelance.com, fut particulièrement difficile. L'IPO dut en effet être reportée, le flottant minimum requis n'étant pas levé.

Sporever

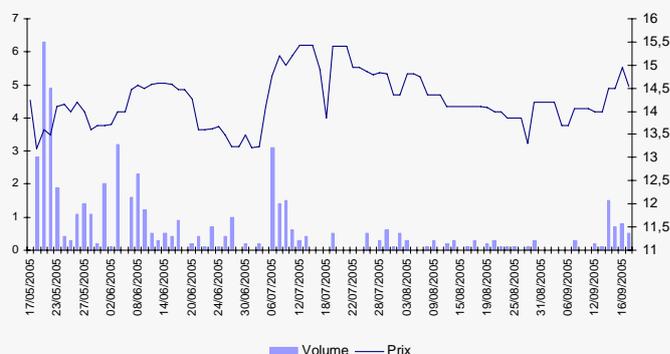
- Activité: production de contenus sportifs destinés à plusieurs supports: Internet, la téléphonie, le SMS, le papier, l'affichage avec JC Decaux, le son et la télévision.
- CA 2004: 9,7M€
- EBIT 2004: 0,7M€

Conditions initiales d'IPO

- Date de première cotation: 13 Juillet
- Fourchette de prix indicative: de 15.16€ à 17.4€
- Offre portant sur 1 011 861 actions
- Montant levé prévu initialement: 16.5 M€

Nouvelles conditions:

- Date de première cotation: 18 Juillet
- Fourchette de prix indicative: de 14.25€ à 15€
- Offre portant sur 878 183 actions
- Prix d'IPO à 14,25€
- Montant levé : 12.5 M€, soit 4M€ de moins que prévu



Ces difficultés s'expliquent avant tout par le contexte boursier défavorable. L'été n'est en effet pas la bonne période pour s'introduire en bourse. On observe d'ailleurs que Freelance.com dont l'introduction fut également reportée s'est introduit la même semaine de Juillet 2005, tout comme Normaction dont l'introduction fut annulée !

Normaction

• **Activité:** Normaction intervient dans les domaines des télécommunications et de la sécurisation des données: l'offre proposée s'adresse aux TPE/PME. Dans le domaine des télécommunications, le groupe est présent dans la téléphonie filaire, la téléphonie mobile et l'installation téléphonique traditionnelle. Dans le domaine de la sécurité informatique, Normaction développe une solution globale de sécurité des systèmes informatiques.

- CA 2004: 4.1 M€
- EBIT 2004: 0,5 M€

Conditions initiales d'IPO

- Date de première cotation: 13 Juillet
- Fourchette de prix indicative: de 8,42€ à 9,26€
- Offre portant sur 296 912 actions
- Montant levé prévu initialement: 2,6 M€

Nouvelles conditions:

- Date de première cotation: 20 Juillet
- Autres conditions inchangées
- Le titre Normaction est aujourd'hui listée sur le marché Libre.

La société Normaction aujourd'hui cotée sur le marché libre a tenté de s'introduire par deux fois sur Alternext en Juillet 2005 mais n'est pas parvenue à lever le flottant minimum de 2,5M€ nécessaire pour être listé sur Alternext.

Notre étude des IPO nous amène à conclure que les IPO sur Alternext sont à quelques exceptions près réussies puisqu'elles permettent aux sociétés de lever les fonds souhaités à des prix généralement situés en haut de fourchette. Cette réussite sous-entend cependant une gestion adéquate du calendrier d'introduction et du contexte boursier auquel Alternext, jeune marché boursier, est plus sensible que l'Eurolist.

3. Les valorisations sur Alternext

Il semble réducteur de conclure sur le succès d'une IPO par la seule observation du prix d'introduction et du taux de souscription. En effet, le succès d'une IPO dépend également de la valorisation de la société, qui détermine la fourchette de prix, et du comportement du titre en bourse les mois suivants l'introduction.

Les valorisations

Nous avons pu observer que les valorisations à l'introduction sur Alternext sont particulièrement élevées. Pour cela, nous avons utilisé les multiples de résultat net (PER) et d'Ebit. Le calcul des multiples est réalisé de la façon suivante : nous prenons le résultat net ou l'Ebit de l'année que nous associons à la capitalisation à l'introduction.

Société	Date d'IPO	VE/EBIT 04	PER 04
MG International	23/06/2005	19,3x	30,8x
O2I	20/12/2005	-	-
Overlap Groupe	25/11/2005	9,3x	21,0x
Parfum d'Image	17/02/2006	-	-
Safwood	27/02/2006	24,1x	31,5x
Satimo	29/06/2005	22,8x	35,3x
Sidetrade*	07/07/2005	na	na
Sporever	18/07/2005	47,5x	39,8x
Staff and Line	20/10/2005	25,8x	27,4x
Techniline	05/08/2005	8,3x	22,7x
CBO Territoria		-	-
Clasquin	31/01/2006	-	-
Email vision	08/02/2006	-	29,9x
Environnement	19/01/2006	-	-
Exonhit	17/11/2005	-	56,9x
Freelance	14/07/2005	-	-
Harvest	23/06/2005	26,2x	-
Maximiles	29/06/2005	64,1x	39,4x
Meilleurtaux	17/05/2005	57,3x	60,3x
1000Mercis	02/02/2006	-	95,7x
Médiane		25,0x	-
Moyenne		30,5x	40,9x

Les moyennes observées de 31x pour le Per et de 30,5x pour le multiple d'Ebit témoignent de valorisations particulièrement élevées et donc intéressantes pour l'émetteur qui lève ainsi plus de fonds en s'introduisant sur Alternext que sur l'Eurolist.

A titre de comparaison, les Per observées sur l'Eurolist dépassent rarement 25x (sources Les échos).

Cette observation est renforcée par l'étude des décotes d'IPO. Cette décote est l'écart de valeur constaté sur un titre entre le prix d'introduction et le prix de clôture au premier jour de cotation. Les décotes d'IPO calculées sur Alternext sont en moyenne (11%) supérieures à celle constatée sur l'Eurolist (4%). Elles sont sur l'AIM similaires à celles d'Alternext (12%).

Date	Société	Prix d'IPO (€)	Cours 1er jour (€)	Décote (prime) / cours 1er jour
17/05/2005	Meilleurtaux.com	13,7	13,7	0%
19/05/2005	CBO Territoria	1,32	3,26	147%
23/06/2005	Harvest	10,2	12,43	22%
23/06/2005	MG International	28,1	28,9	3%
28/06/2005	Satimo	17,77	19,5	10%
29/06/2005	Maximiles	8,05	8,05	0%
07/07/2005	Sidetrade	12,51	12,51	0%
14/07/2005	Freelance.com	6,81	6,81	0%
18/07/2005	Sporever	14,25	13,2	-7%
05/08/2005	Techniline	3,86	3,84	-1%
20/10/2005	Staff & Line	13	13	0%
17/11/2005	Exhonit Therapeutics	2,89	2,89	0%
25/11/2005	Overlap Groupe	8,4	8,4	0%
20/12/2005	O2I	5,77	5,77	0%
19/01/2006	Environnement SA	30,8	30,8	0%
23/01/2006	Newsports	10,65	14,4	35%
31/01/2006	Clasquin	15,5	18,6	20%
02/02/2006	1000mercis	11,65	11,65	0%
08/02/2006	Email Vision	2,55	2,27	-11%
17/02/2006	Parfum d'image	13,5	13,5	0%
27/02/2006	Safwood	3,05	3,65	20%
Moyenne				11%

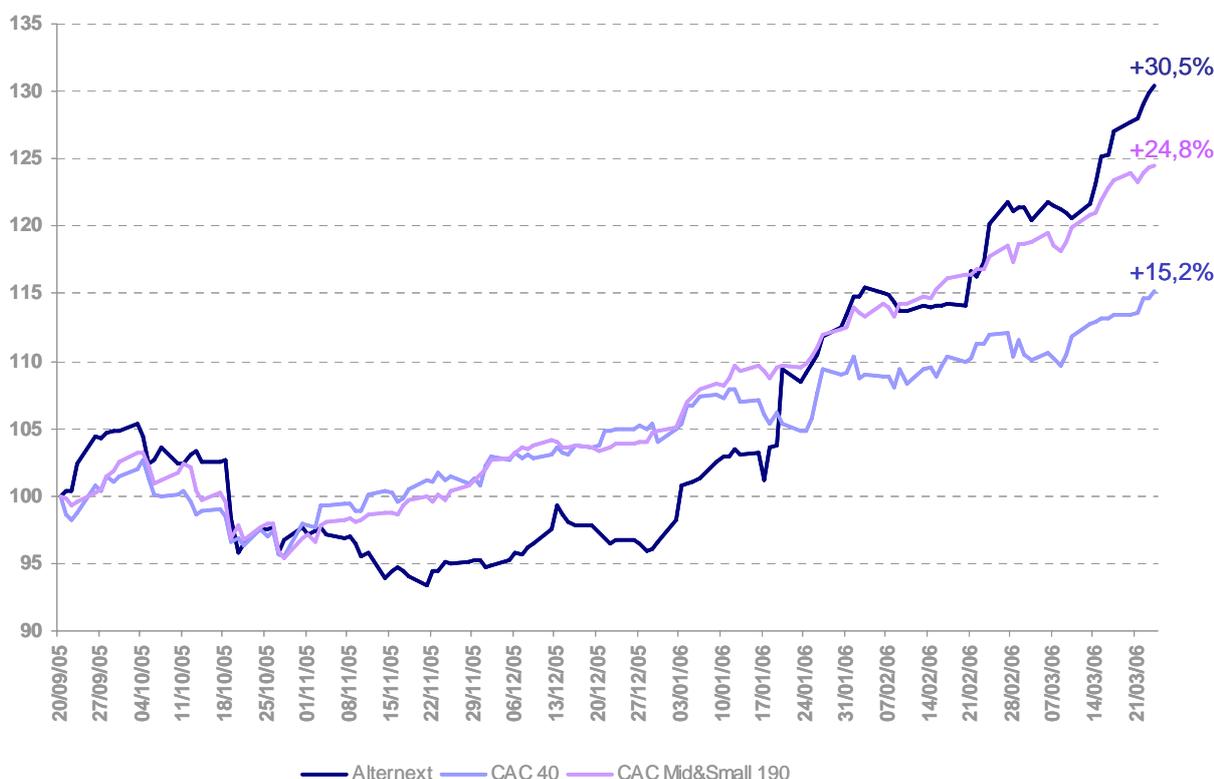
Une décote d'IPO importante signifie que le marché accorde à la société une valeur plus élevée que celle de son introduction ce qui implique que l'émetteur « laisse de l'argent sur la table » puisqu'il aurait pu lever un montant plus important de fonds. Ces niveaux de décotes plus élevées s'expliquent avant tout par la nature des marchés AIM et Alternext sur lesquels les sociétés listées sont plus risquées que celles de l'Eurolist car de plus petite taille et pas toujours rentables. Les investisseurs attendent par conséquent une décote plus importante pour rémunérer cette prise de risque.

Pour conclure, bien que les valorisations à l'introduction sur Alternext soient particulièrement élevées comme nous venons de le voir, nous pouvons en déduire que le marché accorde une valeur encore plus importante aux titres, une fois cotés sur Alternext (*cf. décote*)

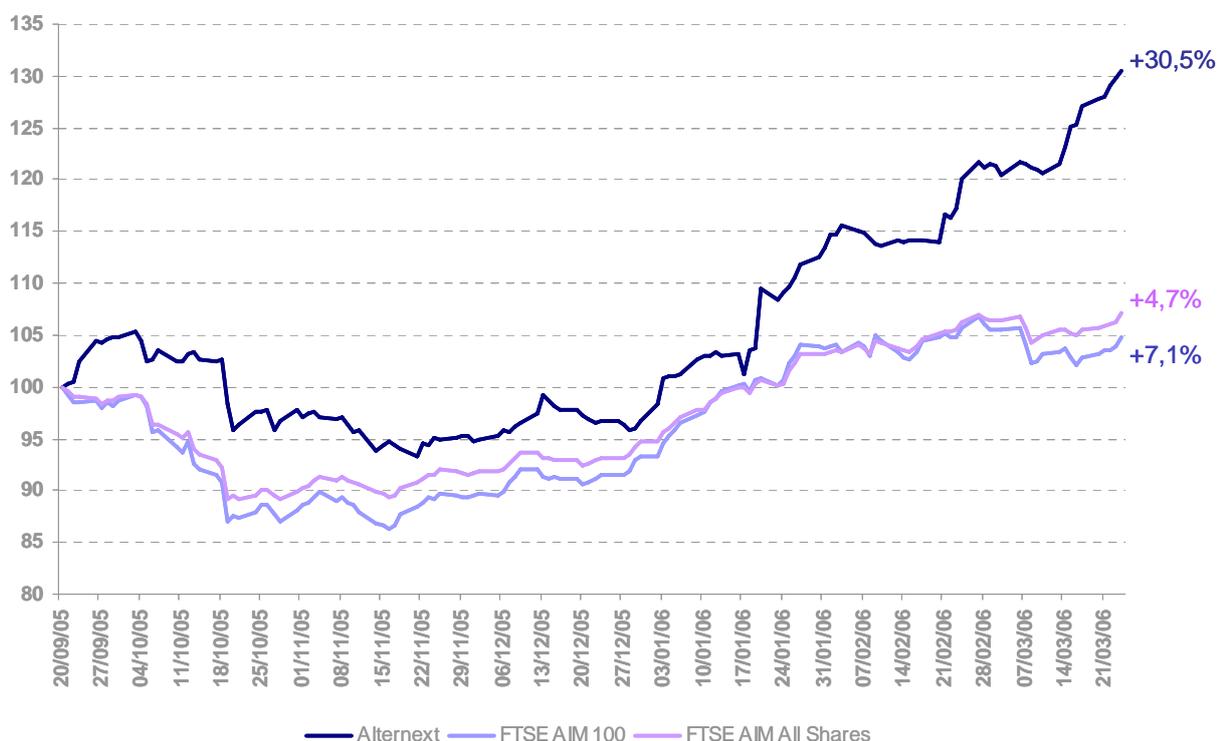
Les performances du marché Alternext

Les performances observées sur Alternext sont intéressantes pour les émetteurs et pour les investisseurs puisqu'il surperforme depuis un an les autres marchés européens. Euronext n'a aujourd'hui toujours pas développé d'indice pour le marché Alternext. Cet indice sera créé lorsque cinquante sociétés seront cotées. Pour comparer les performances d'Alternext et des autres marchés européens, nous avons donc calculé un indice sur Alternext. Nous avons procédé de la façon suivante :

- Choix des dix plus importantes sociétés au 20/09/2005 pour avoir un historique de 6 mois.
- Pondération du poids des sociétés dans l'indice en fonction du flottant.
- La pondération de chaque société dans l'indice est limitée à 15% du flottant total.



Nous observons que la performance de l'indice Alternext sur les 6 premiers mois est de 30,5%. Cette performance est très élevée d'autant plus que le CAC40 qui retrouve pourtant des niveaux qu'il n'avait pas atteints depuis 6 ans ne réalise « que » 15,2%. Ceci est révélateur du dynamisme du marché Alternext. La capitalisation de la société Meilleurtaux a par exemple triplé en moins d'un an (!) passant de 48M€ à 148M€. La comparaison avec les indices du marché AIM concurrent est encore plus éloquente et démontre que les performances sur le marché Alternext sont particulièrement élevées.



Nous pouvons donc conclure que le marché Alternext est particulièrement intéressant pour une société PME qui cherche à lever des fonds et à débiter une histoire boursière. Les performances, valorisations, taux de souscription sont en effet plus avantageux sur Alternext que sur les autres marchés. Cependant, les conditions de réussite sont nombreuses, comme notamment la bonne gestion du calendrier et de la communication autour de l'IPO. Notre analyse est cependant sujette aux réserves suivantes :

- Le marché n'a pas un an d'existence et la période d'observation est donc très courte.

- Le lancement du marché Alternext a été entouré d'un vrai engouement des investisseurs et des émetteurs.
- le nombre de sociétés listées est encore faible et les statistiques sont sensibles aux « anomalies ».

III. La liquidité sur Alternext

L'objectif de cette partie est d'étudier une problématique décisive, dès lors que l'on parle d'un marché financier et de l'efficacité de celui-ci : la liquidité. En effet, la liquidité d'un marché s'avère le garant de son bon fonctionnement, de la confiance que les agents économiques lui témoignent, et surtout, légitime sa raison d'être : une fidèle représentativité des prix, afin d'assurer les échanges et les transactions dans les meilleures conditions. La liquidité d'une place de cotation prend donc une importance primordiale dans la réflexion d'un dirigeant préparant l'introduction en Bourse de sa société, puisqu'il souhaitera une valorisation objective de cette dernière sur un marché efficient.

Nous nous attacherons donc dans cette partie à analyser les modes de cotation en vigueur sur Alternext ainsi que leurs répercussions sur les volumes échangés. Nous comparerons notamment ces derniers avec les volumes échangés sur l'AIM dans des secteurs comparables et analyserons les impacts sur la liquidité des transferts du Marché libre vers Alternext ainsi que du passage du market making/fixing à la cotation en continu.

1. Les modes de cotation sur Alternext

Il existe trois grands processus de négociation des titres sur Alternext : le **fixing** et le **market making** sont les modes historiques d'échange, en vigueur dès le lancement du marché ; le **cotation en continu** n'est apparue qu'environ six mois plus tard, le 9 janvier 2006. Cette réforme de la cote sur Alternext intervenue début janvier entraîna également un léger redimensionnement du fixing et du market making, en ramenant l'heure de fixing de 16h30 à 15h30, suite aux réclamations de nombreux

professionnels : *market makers* et *brokers* notamment trouvaient cet horaire peu pratique en raison de sa proximité avec la clôture de l'Eurolist.

Comment les négociations de titres se déroulent-elles plus précisément ? Le premier système consiste en des négociations enregistrées dans le carnet d'ordres central, par cotation en continu ou par fixing.

- La cotation en continu ne s'applique qu'aux valeurs les plus liquides, soit celles enregistrant plus de 2 500 transactions par an. Lors de la pré-ouverture, les ordres sont transmis au carnet central sans qu'aucune transaction n'intervienne. Au fixing d'ouverture, l'ordinateur d'Euronext confronte tous les ordres d'achat et de vente et un prix d'ouverture est fixé pour le début de la séance. Le marché fonctionne en continu pendant la journée. La procédure en fin de journée est identique à celle du matin, avec pré-clôture et fixing de clôture, extériorisant le prix de clôture de la journée, servant à la fois de prix de référence de la valeur et de base à l'ouverture du lendemain.
- Le fixing sur Alternext est un système au sein duquel les ordres sont accumulés dans le carnet d'ordres central jusqu'à 15h30 sans qu'aucune transaction n'intervienne. A l'issue de la période d'accumulation des ordres, la procédure de fixing organise de manière centralisée la confrontation des ordres en vue de leur appariement et extériorise le prix du fixing. De même que pour la cotation en continu, le prix du fixing sert de prix de référence de la valeur et de base à l'ouverture de la procédure de fixing du lendemain. Enfin de 15h30 à 17h30, les ordres s'accumulent dans le carnet sans qu'aucune transaction n'intervienne. Le lendemain, s'ajoutent à ces ordres, ceux qui entrent dans le carnet central entre 7 h 15 et 15 h 30.

Concomitamment aux deux modes régis par un carnet d'ordres central, le market making constitue le troisième mode de négociation des valeurs sur Alternext. Il s'agit d'un mode de négociation bilatéral, entre un market maker, affichant une fourchette de prix d'achat/vente pour une quantité minimale de titres sur les valeurs qu'il traite, et un broker, sollicitant le market maker pour passer les ordres de son client. Dans un tel système, les conditions de la transaction (prix et quantités) sont décidées entre les deux parties. Il s'agit donc d'une transaction purement bilatérale qui n'engage que les deux

opérateurs concernés. Le market maker est un professionnel, spécialiste de marché, qui intervient sur ses fonds propres pour réaliser des transactions. Il est donc en risque sur ses capitaux et se rémunère par la marge prise sur les prix d'achat/vente (bid-ask spread). Les market makers sur Alternext doivent être agréés par Euronext, qui fixe les horaires durant lesquels ils sont obligés d'être présents sur le marché et d'afficher des fourchettes de prix, en fonction du mode de cotation des valeurs, en continu ou au fixing. Ces horaires sont facultativement extensibles par les market makers.

Afin de mieux pouvoir comparer les modes de cotation sur Alternext, le tableau suivant illustre les grandes étapes d'une journée de cotation simultanément dans les 3 systèmes.

		7h15	9h00	15h30	17h25	17h30	19h00
CARNET D'ORDRES CENTRAL	Continu	Pré-ouverture Accumulation des ordres Pas de transaction		Séance Transactions		Pré-clôture Accumulation des ordres Pas de transaction	
	Fixing	Accumulation des ordres Pas de transaction		Fixing	Accumulation des ordres Pas de transaction		
MARKET MAKING	Continu	Présence facultative	Market making Présence obligatoire			Présence facultative jusqu'à 19h00	
	Fixing	Présence facultative	Market making Présence obligatoire	Présence facultative jusqu'à 19h00			

Source : Euronext

2. L'impact des modes de cotation sur la liquidité d'Alternext

La théorie financière reconnaît que l'organisation des échanges a un impact non négligeable sur la liquidité d'un marché (se reporter au cours de Thierry Foucault, Professeur affilié à HEC, Majeure Finance 2006, *Liquidité des marchés financiers*). Examinons brièvement les répercussions des systèmes de market making et de fixing

sur la liquidité d'Alternext, systèmes qui régissent aujourd'hui les échanges de la majorité des valeurs cotées sur ce marché.

Dans un marché de market making, les market makers sont le plus souvent des offreurs de liquidité : ils sont en effet la contre-partie privilégiée d'agents souhaitant acheter ou vendre des titres ; s'étant engagés vis-à-vis des autorités de marché à exécuter l'ordre de n'importe quel agent acheteur ou vendeur dès lors que le prix de la transaction se situe à l'intérieur de la fourchette de prix qu'ils affichent, les market makers se révèlent les garants de la fluidité des échanges et donc de la liquidité du marché.

Or, dans tout marché, il existe des asymétries d'information : certains agents se trouvent mieux informés que d'autres et connaissent avec une meilleure certitude que l'ensemble du marché (dont font partie les market makers) la valeur fondamentale d'un actif financier. Ces asymétries sont en outre plus marquées sur un marché de small & midcaps, où l'information a tendance à moins vite circuler que sur un marché de *Blue Chips*, puisque les petites et moyennes valeurs sont moins bien suivies par les bureaux d'étude. Les market makers, en tant que protagonistes centraux et incontournables dans un marché de market making, s'avèrent donc particulièrement exposés au risque de traiter avec un agent informé. Les modèles financiers montrent que l'exécution d'un ordre en provenance d'un agent informé provoque systématiquement une perte chez le market maker, imputée sur ses fonds propres. Ce dernier, dont l'objectif est d'être rentable, va donc élargir sa fourchette de prix, soit augmenter sa marge, afin de compenser les pertes sur les agents informés avec les profits qu'il réalisera au détriment d'agents non informés.

Ce faisant, le market maker réduit instantanément la liquidité du marché : il existe une corrélation négative historique entre la largeur des fourchettes de prix et la liquidité d'un marché financier. L'élargissement de la fourchette de prix témoigne en effet d'une plus grande incertitude quant à la valeur fondamentale de l'actif. Or, qui dit incertitude sur la valeur d'un titre, dit agent moins enclin à procéder à des échanges sur ce titre.

La liquidité d'un marché de market making est donc extrêmement soumise à la présence d'agents informés en son sein. Plus la proportion d'agents informés est importante, plus la liquidité du marché est réduite. Cependant, l'on tendra plus vite vers la valeur fondamentale de l'actif financier (puisque une plus grande part des agents

connaît cette dernière). Une plus grande présence d'agents informés a pour conséquence une plus grande réticence des autres agents à participer au marché et échanger des actifs. Les débuts d'Alternext ont été considérablement marqués par l'inefficacité du market making. Certains dirigeants de sociétés cotées sur Alternext pensent même que les market makers n'ont pas correctement fait leur travail pendant des mois, en ne se portant pas suffisamment contre-partie offreuse de liquidité et en ne promouvant donc pas la liquidité sur Alternext. Lorsque le market making et le fixing étaient encore les 2 seuls modes d'échange sur le marché, l'écrasante majorité des volumes échangés transitaient par le fixing quotidien de 16h30, illustrant à la fois l'inutilité/inefficacité du market making et le manque de liquidité quotidienne sur le marché.

A titre d'illustration, montrons ce qu'il s'est passé sur le titre Meilleurtaux.com le 12 juillet 2005. A l'époque, avant l'introduction de la cotation en continu en janvier, il n'existait que 2 modes de négociation, séquentiels et complémentaires : le market making avait lieu de 9h00 à 16h30 ; puis la période de fixing de 16h30 à 17h00 faisait apparaître un cours de clôture à 17h00. Le cours de clôture au 11 juillet 2005 était de 12,9 €. Aucun échange en market making n'a eu lieu durant la journée. Puis 6 795 titres ont été échangés au fixing à un prix unique de 13,02 € (*Source : GL Trade*). Le 12 juillet 2005 était une journée tout à fait ordinaire pour le titre Meilleurtaux.com (aucune annonce particulière faite au marché) et les données examinées sur GL Trade montrent que de nombreuses journées de cotation se déroulèrent d'une façon équivalente pour l'ensemble des titres admis à la cote sur Euronext pendant les premiers mois d'existence du marché : aucun échange journalier (ou très peu) en market making jusqu'à 16h30 et ensemble des volumes quotidiens échangés suite au fixing, à 17h00 ! Or, était-ce vraiment la volonté de départ d'Alternext d'arriver à un tel mode de négociation ?

Pourtant, le fixing n'est pas un mauvais mode de négociation en soi. En effet, en accumulant les ordres d'achat/vente dans un carnet centralisé, sans faire appel à des market makers, le risque d'asymétrie d'information est bien moindre. Le risque de transaction informée est donc considérablement réduit, ce qui a pour effet d'améliorer la liquidité : davantage d'agents sont enclins à passer des ordres et contribuent à la rotation des capitaux. Il pèse néanmoins sur tout ordre un plus grand risque quant à la probabilité d'exécution : en fonction de l'agressivité du prix (son éloignement par rapport

au prix de transaction final), l'ordre sera exécuté ou non, et en totalité ou non (*filling rate* plus aléatoire). En outre – et c'est certainement l'aspect le plus dangereux du fixing – comme les ordres sont stockés de façon confidentielle dans le carnet central, il règne une incertitude beaucoup plus importante sur la valeur fondamentale de l'actif, valeur qui sera représentée par le prix de fixing extériorisé en fin de journée. On tend donc vers une moindre efficacité du marché en échangeant l'ensemble des titres au fixing.

On comprend donc pourquoi l'organisation des échanges sur Alternext constitue une préoccupation centrale de l'ensemble des parties prenantes. Mais Euronext a certainement voulu pousser à la perfection l'imitation de l'AIM londonien, même jusque dans son mode de cotation par market making, alors que les marchés actions français sont si bien accoutumés à la cotation en continu depuis plusieurs dizaines d'années et que le métier de market maker n'est pas bien développé en France. La prise de risques sur fonds propres dans de telles activités de marché ne semble pas ancrée dans la culture financière française et est extrêmement encadrée. On dénombre d'ailleurs extrêmement peu de market makers sur Alternext : Gilbert Dupont SNC, Euroland Finance et Winterflood Securities Ltd. Ce système sur Alternext a donc du mal à trouver ses marques, contrairement à l'AIM où il fait ses preuves depuis 1995. En effet, les 1 470 sociétés cotées sur l'AIM ont pour obligation d'avoir au moins 2 market makers attirés (contre 1 seul sur Alternext) ; les offreurs de liquidité à Londres sont donc nombreux et permettent de faire circuler des volumes bien supérieurs à ce qui est échangé sur Alternext.

3. Mesure de la liquidité d'Alternext

Notre méthode

Durant notre période de recherche, nous avons exploité *Datastream* afin de recueillir un nombre important de données sur les valeurs d'Alternext : capitalisations, cours et volumes quotidiens, nombre de titres, flottants (vérifiés/corrigés par une méthode alternative)... Ces données nous permettent d'appréhender la liquidité des valeurs sélectionnées en construisant des modèles basiques de volumes quotidiens moyens

échangés, de rotation du capital et de rotation du flottant, à notre portée étant donnés les délais impartis pour réaliser ce mémoire.

Ce travail d'extraction de données ne permet une analyse pertinente de la liquidité que dans une optique de comparaison avec l'AIM : c'est pourquoi nous avons recueilli le même type de données pour les sociétés comparables cotées sur l'AIM. Les cours de Franck Ceddaha nous ont appris à identifier avec discernement les comparables boursiers de sociétés, mais là encore, il aurait fallu mener un travail conjoint de titan et d'orfèvre. Nous nous sommes donc restreints à une méthode simplifiée mais néanmoins objective pour sélectionner les comparables AIM : nous avons retenu l'ensemble des sociétés du même secteur d'activité que les valeurs Alternext, selon la classification ICB.

Le code ICB « Industry Classification Benchmark » est généralisé à l'ensemble des sociétés cotées dans le monde, permettant ainsi des analyses et des comparaisons sectorielles d'un pays à l'autre. La nomenclature ICB, qui a été lancée en janvier 2005 par FTSE Group et Dow Jones Indexes, est entrée en service le 2 janvier 2006 pour l'ensemble des sociétés cotées à Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris. Cette nouvelle codification sectorielle, qui remplacera la nomenclature FTSE dite « FTSE Global Classification System », couvre dans le monde 40 000 sociétés et 45 000 titres. Elle permet aux investisseurs et aux analystes d'identifier les valeurs selon la hiérarchie ICB décomposée en dix industries, 18 super-secteurs, 39 secteurs et 104 sous-secteurs.

L'intensité comparée des échanges sur Alternext et l'AIM

Nous présentons ci-dessous sous forme de graphiques les résultats de notre recherche. Les concepts utilisés sont simples : les volumes moyens quotidiens échangés sont la moyenne des volumes échangés par jour sur des durées allant d'un mois à moins d'un an : on remonte au maximum jusqu'à la date d'introduction. La rotation du capital est le rapport entre la somme des volumes échangés sur une période définie et le nombre de titres constituant le capital. Le calcul de la rotation du flottant est identique : seul le dénominateur change, qui devient le nombre de titres placés au sein du public. D'autre part, afin de tenir compte de l'effet-taille dans nos calculs de rotation du capital des

valeurs AIM, nous avons systématiquement effectué une moyenne des dites rotations, pondérée par le nombre de titres de chaque société.

On observe sur le graphique suivant un écart considérable entre les volumes moyens quotidiens échangés sur Meilleurtaux.com et ceux échangés sur l'AIM sur le segment d'activité comparable (ICB 8775). Meilleurtaux.com s'avère pourtant l'une des valeurs les plus liquides d'Alternext, autorisée depuis peu à être cotée en continu. On reste pourtant très éloigné des 251 000 titres échangés quotidiennement en moyenne par société dans le secteur d'activité de Meilleurtaux.com sur les 20 derniers jours de Bourse à Londres. Plus de la moitié du capital des sociétés de l'ICB 8775 cotées sur l'AIM s'est échangée lors du dernier mois, alors que seulement 3 % du capital et 14 % du flottant ont changé de main concernant Meilleurtaux.com. La rotation du flottant de Meilleurtaux.com sur l'ensemble de la période demeure néanmoins exceptionnelle ; il est rare d'observer une telle liquidité sur des midcaps.

Comment expliquer un tel fossé ? Par une plus faible capitalisation de Meilleurtaux.com en comparaison des valeurs AIM ? Il n'en est rien ! Ce contraste s'avère donc d'autant plus saisissant que la capitalisation moyenne des sociétés AIM de l'ICB 8775 ne s'élève qu'à 45 M€, alors que Meilleurtaux.com affichait au 24 mars 2006 une capitalisation boursière de près de 150 M€, soit 3 fois plus !

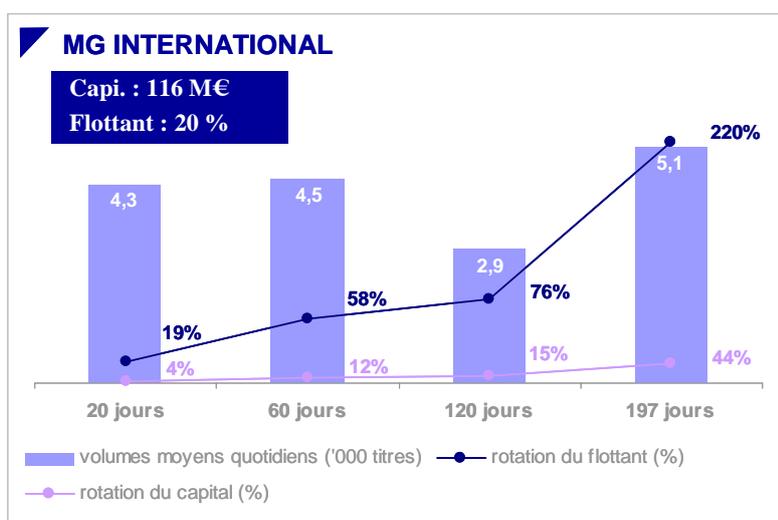
Source: Datastream

[Alternext : Meilleurtaux.com](#)

Source : Datastream

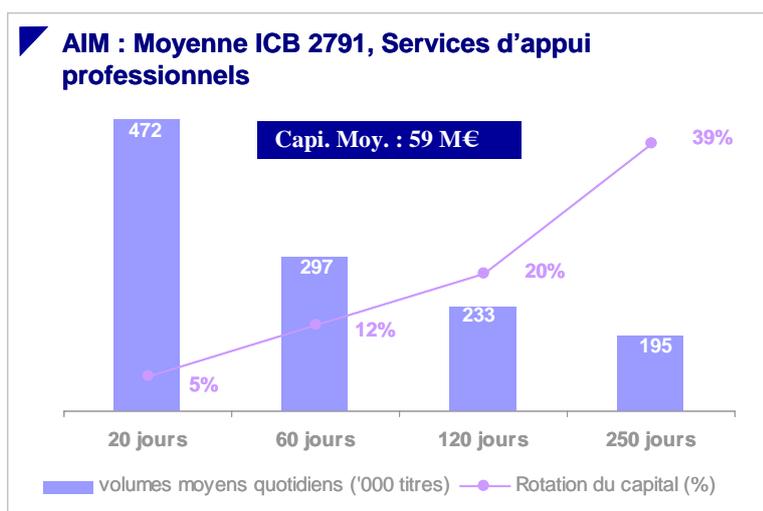
[AIM : Moyenne ICB 8775, Activités financières spécialisées](#)

Le constat se révèle moins amer pour MG International, l'une des premières valeurs à être cotée sur Alternext, dès juin 2005. La société française, spécialisée dans les alarmes pour piscine, soutient bien la comparaison en terme de rotation du capital sur l'ensemble de la période. Toutefois, il s'échange en moyenne quotidienne sur les sociétés AIM de l'ICB 2791, spécialisées dans les services d'appui professionnels, 472 000 titres sur les 20 derniers jours et 297 000 sur les 60 derniers jours, contre respectivement 4 300 et 4 500 pour MG International. Or, ici encore la capitalisation moyenne des sociétés anglaises de l'échantillon ne s'élève qu'à 59 M€, contre 115 M€ pour MG International !



Source: Datastream

Alternext : MG International



Source : Datastream

AIM : Moyenne ICB 2791, Services d'appui professionnels

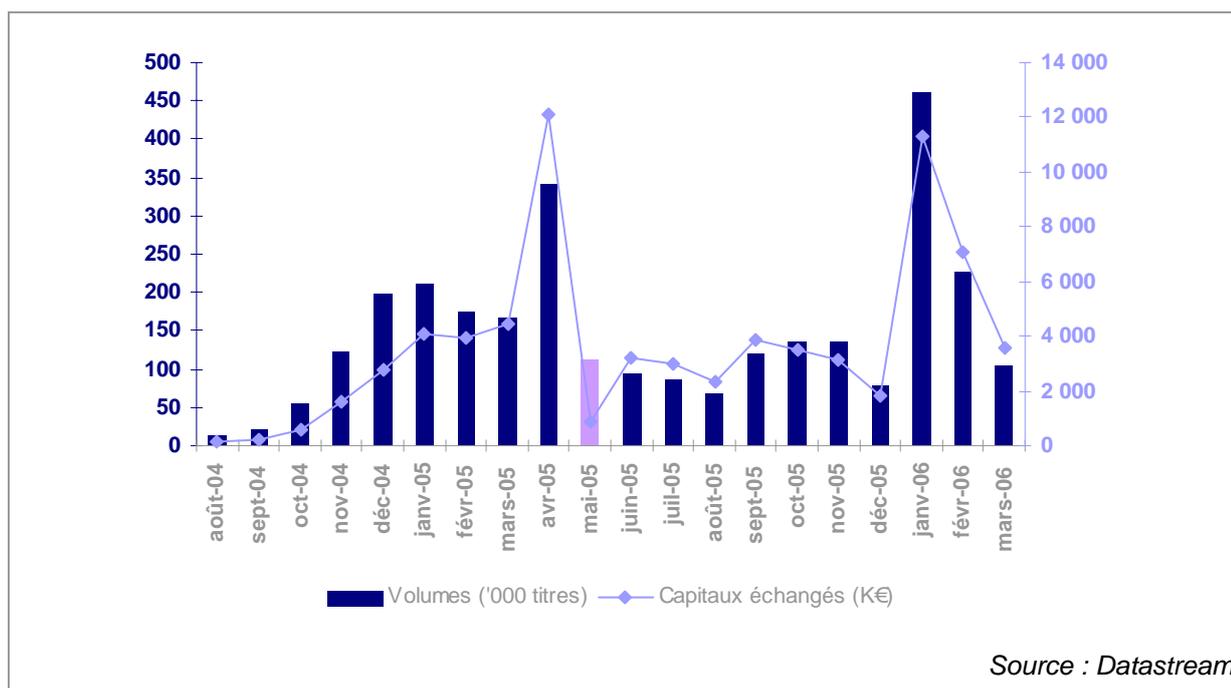
Il ne semble donc pas que la moindre liquidité d'Alternext vis-à-vis de l'AIM s'explique par les niveaux de capitalisation des entreprises françaises. Il apparaîtrait plutôt au regard de nos entretiens que le système de market making sur Alternext a éprouvé des difficultés à trouver ses marques et à apporter une liquidité satisfaisante aux sociétés cotées sur ce marché. Cet argument semble légitimé dès janvier 2006 par l'apparition de la cotation en continu, destinée à rectifier le tir, sur un marché qui mécontentait les plus grosses valeurs, notamment Poweo. Dans cette optique, analysons l'impact sur la liquidité des titres d'un transfert du Marché libre vers Alternext, ainsi que le passage du market making et du fixing à la cotation en continu.

Les transferts techniques en provenance du Marché libre : quel impact sur la liquidité ?

Au 24 mars 2006, date à laquelle nous avons arrêté notre liste de sociétés cotées sur Alternext, 5 sociétés ont été transférées du Marché libre vers Alternext : Poweo, Adomos, La Compagnie Financière de Deauville (CFD), Groupe Diwan et Serma Technologies.

Outre la visibilité accrue de leur entreprise, une des premières motivations des dirigeants pour organiser le transfert technique de leurs sociétés était bien la volonté de « faire bénéficier [leurs] actionnaires actuels et futurs des opportunités - en termes de liquidité et de protection des minoritaires - que représente Alternext, marché régulé dédié aux PME, » comme le rappelle Fabrice Rosset, Président du Directoire d'Adomos dans un communiqué de presse du 15 juin 2005. En effet, le Marché libre est un marché de gré à gré, soit non réglementé ; aucune autorité n'en supervise le fonctionnement, ce qui nuit gravement à son image en des temps où les autorités de marché (AMF en France, FSA au Royaume-Uni, SEC aux Etats-Unis) essayent de préserver au mieux les droits des actionnaires minoritaires en cas d'opérations sur le capital de sociétés cotées sur des marchés réglementés (notamment en cas de changement de contrôle).

Alternext a-t-il donc tenu ses promesses ? Les attentes des dirigeants des sociétés transférées ont-elles été comblées en terme de liquidité ? Nous comparons ci-dessous les volumes mensuels échangés sur les valeurs introduites sur Alternext par cotation directe avant et après leur transfert.



POWEO

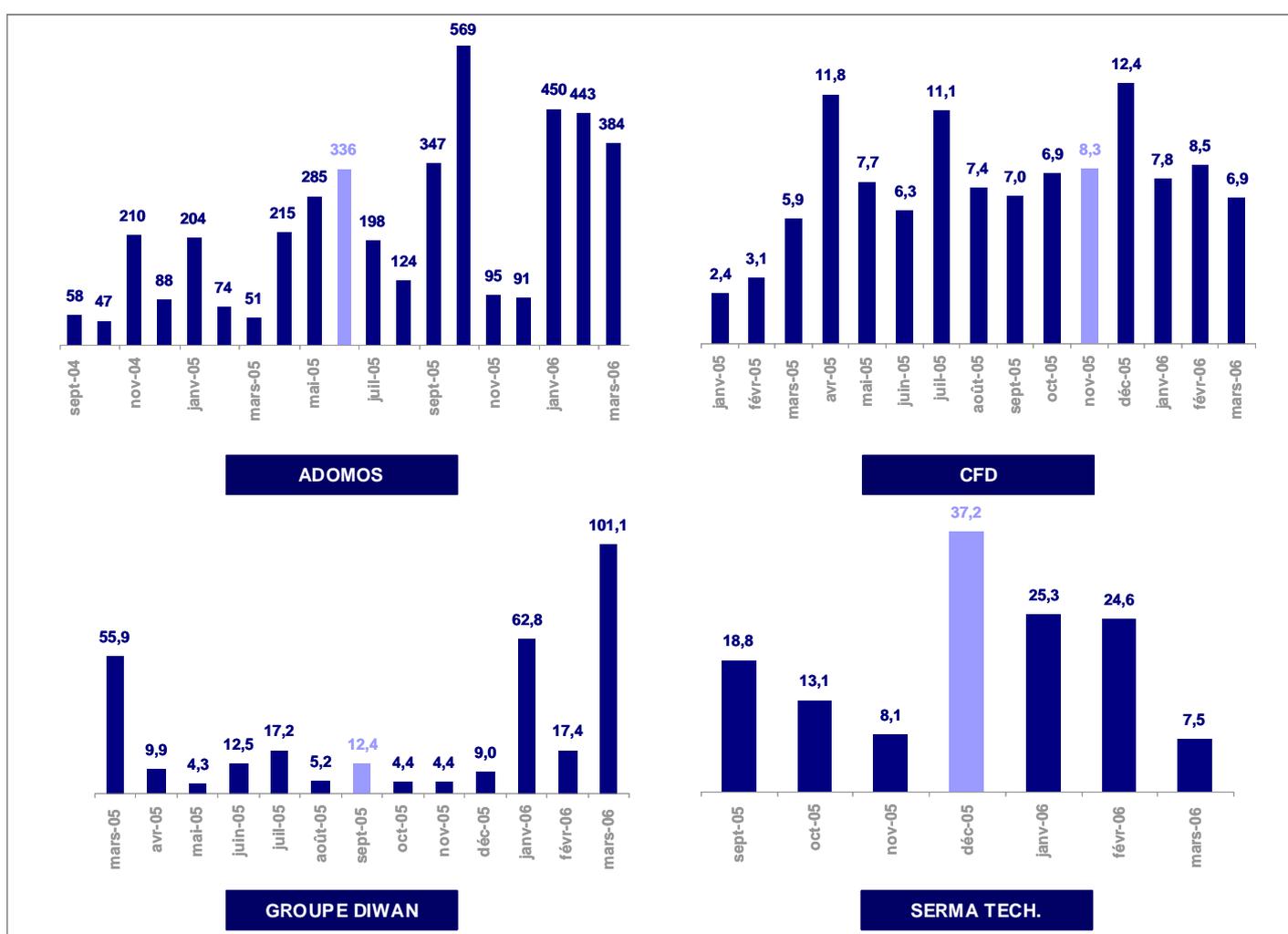
Le transfert de Poweo sur Alternext a eu lieu au mois de mai 2005 (en mauve sur le graphe). La cyclicité des volumes et des capitaux échangés saute immédiatement aux yeux, mais apparaît compréhensible pour un opérateur d'électricité, commodity dont les besoins varient au cours de l'année. Ce qui est plus surprenant est la baisse tendancielle des volumes ainsi que des capitaux mensuels échangés sur le titre Poweo après le transfert de la société sur un marché où tout avait été organisé de sorte qu'il soit plus liquide que le Marché libre ! Les volumes tradés en novembre et décembre 2005 demeurent sensiblement inférieurs à ceux tradés l'année précédente à la même période. Frédéric Granotier, Directeur Général de Poweo, nous a confié que la liquidité du titre avait diminué de moitié dans les premiers mois suivant le transfert. Les chiffres du tableau suivant, détaillant le graphe, le confirment très clairement :

	mars-05	avr-05	mai-05	juin-05	juil-05	août-05	sept-05	oct-05
Volumes ('000 titres)	166	340	111	95	85	68	119	135
Capitaux échangés (K€)	4 469	12 109	857	3 184	2 968	2 358	3 868	3 528

Cette chute brutale de liquidité surprend tant Poweo que ses dirigeants durent négocier avec Euronext certaines mesures visant à favoriser l'échange des titres de l'entreprise d'électricité. Les dirigeants de Poweo, Messieurs Beigbeder et Granotier, obtinrent

notamment des garanties de la part d'Alternext quant à une future cotation en continu de Poweo, qui intervint en janvier 2006, afin de relancer la liquidité du titre qui mécontentait Poweo. On observe sur le graphe à partir de cette période un bond notoire des volumes et capitaux échangés. L'effet du passage en continu influence certainement ce dynamisme des échanges. Mais ce dernier se révèle parallèlement favorisé par l'annonce à la même période d'un partenariat stratégique avec l'opérateur national autrichien de l'électricité, Verbund.

Analysons l'effet du transfert vers Alternext pour les autres valeurs :



Le transfert semble apporter une liquidité légèrement meilleure des titres considérés, mais toujours avec un décalage de quelques mois. En effet, la liquidité ne décolle jamais de façon drastique immédiatement après le transfert, notamment concernant Adomos et Groupe Diwan.

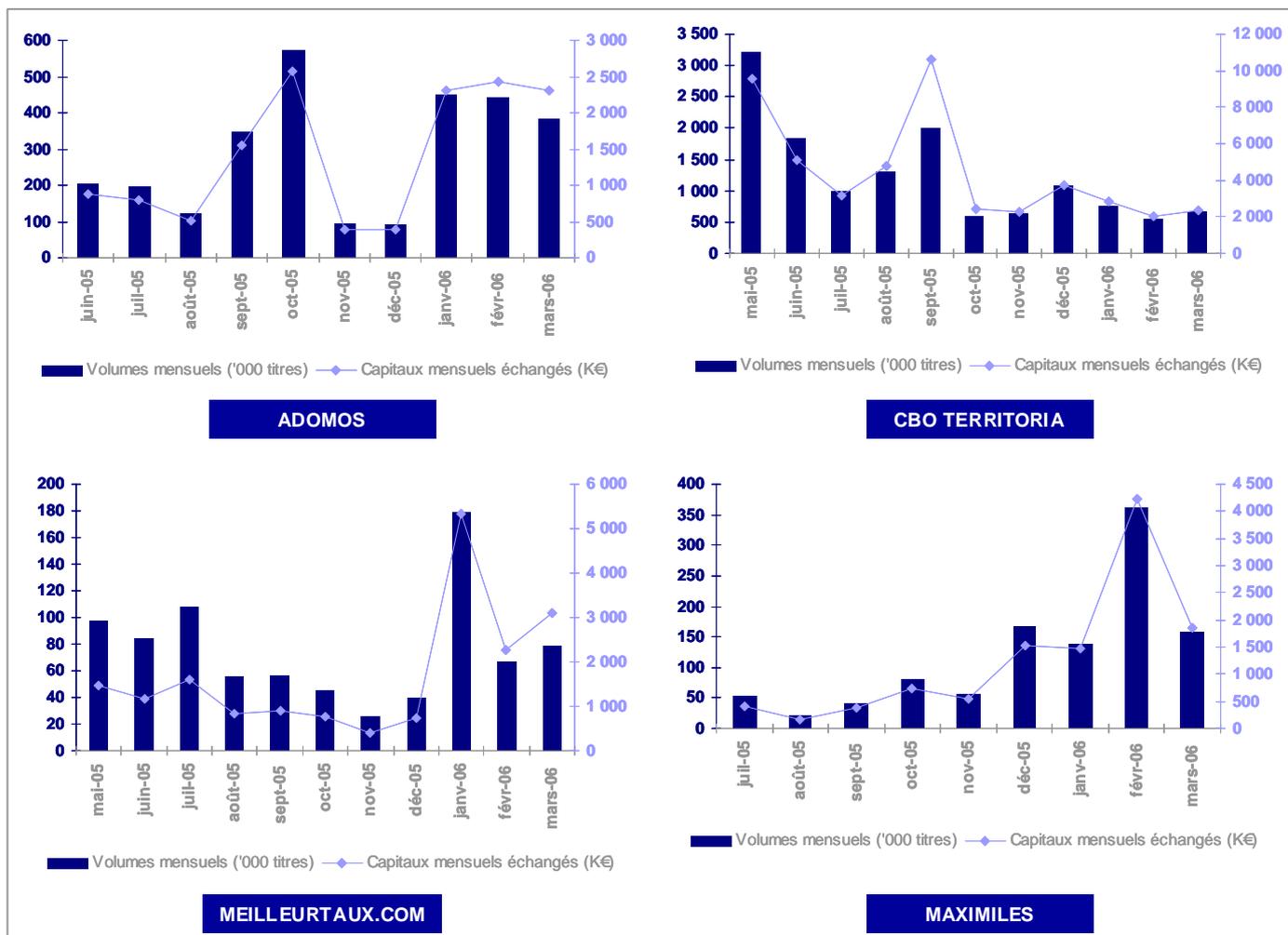
L'impact de la cotation en continu sur la liquidité

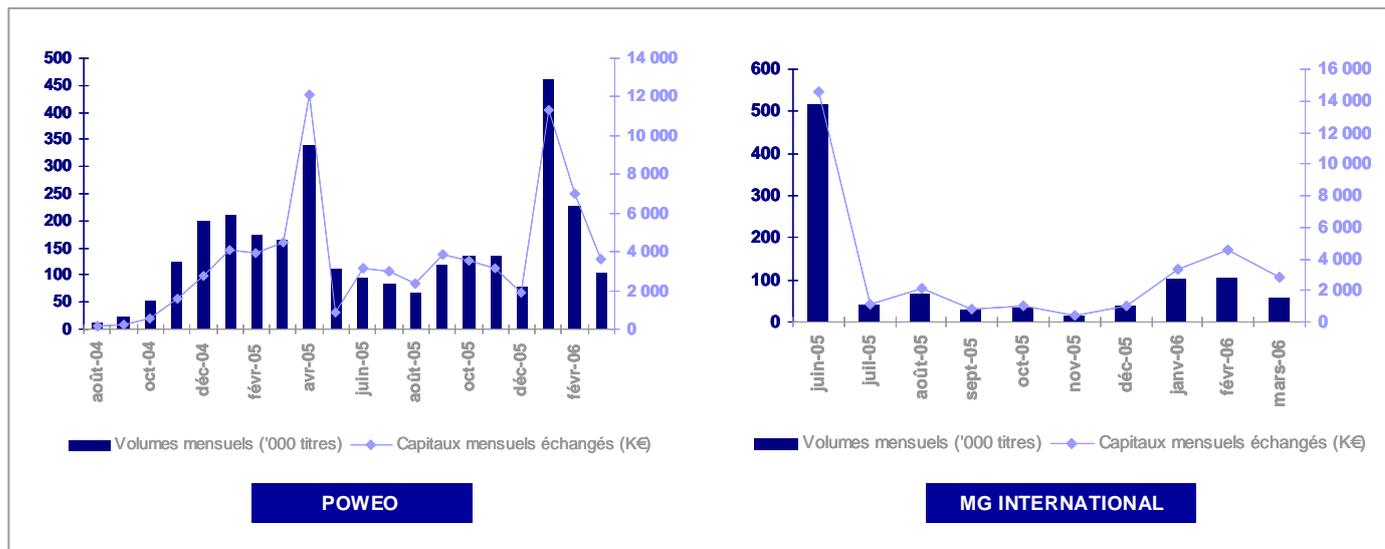
Six valeurs bénéficient d'ores et déjà du mode de cotation en continu introduit en janvier 2006 dans le cadre de la réforme de la cotation sur Alternext : Poweo, Meilleurtaux.com, Adomos, CBO Territoria, MG International et Maximiles. Elles dépassent en effet le seuil des 2 500 transactions annuelles, critère de sélection pour être coté en continu. Alors que cette mesure séduit les dirigeants des sociétés les plus liquides d'Alternext, certaines questions demeurent.

Pourquoi Euronext a-t-il décidé d'introduire la cotation en continu sur un marché dont la philosophie était un fonctionnement à l'anglo-saxonne, par market making, comme sur son modèle l'AIM ? Dans quelle mesure était-elle justifiée ? A-t-elle apporté les résultats escomptés ?

Les résultats du passage en continu

Les graphiques suivants nous montrent les volumes et capitaux mensuels échangés sur les valeurs cotées en continu depuis janvier 2006.





Mis à part pour CBO Territoria, dont les volumes restent extrêmement élevés depuis son introduction, la liquidité de ces valeurs bondit significativement dès janvier 2006 ! Ainsi, les volumes échangés sur Adomos passent de 91 000 titres en décembre 2005 à 450 000 en janvier 2006, soit une multiplication par 5 ! Il est en outre satisfaisant et rassurant de constater que de tels niveaux se maintiennent sur Adomos en février et mars, laissant présager une amélioration durable de la liquidité grâce à la cotation en continu. Janvier marque également une explosion de la liquidité pour Meilleurtaux.com et Poweo : les volumes et capitaux échangés ne restent pas aussi élevés les mois suivants ; ils demeurent néanmoins tendanciellement supérieurs à ceux échangés avant le passage en continu. En effet, la moyenne des volumes échangés sur Meilleurtaux.com après la réforme se monte à 108 000 titres, alors qu'elle était de 64 300 auparavant. Le constat est le même pour Maximiles dont les volumes moyens pré- et post-réforme passent de 70 000 à 219 000 titres !

Nous avons malheureusement peu de recul depuis la réforme de la cote sur Alternext, pour savoir si l'impact – jusqu'à présent positif – du passage en continu sur la liquidité sera durable.

Alternext est donc pour les investisseurs et les émetteurs un marché difficile à appréhender du point de vue de la liquidité. La multiplicité des systèmes de trading, qui diffèrent en outre selon les sociétés, ne favorise pas l'essor des échanges. Ainsi Alternext n'a pas encore atteint, un an après sa création, les niveaux de liquidité de son

concurrent/modèle AIM. Cependant, le passage en continu, qui a un impact notable sur la liquidité des sociétés comme nous l'avons vu, et la création prochaine d'un indice (lorsque 50 sociétés seront listées) devraient conjointement favoriser l'essor des échanges sur Alternext.

Conclusion

Alternext, créé en Mai 2005, est donc un marché jeune, dont les règles évoluent encore en fonction des besoins des investisseurs et des émetteurs. Certes, ce marché n'a encore ni la taille, ni l'impact de son modèle/concurrent AIM sur le paysage économique français mais il est désormais un outil incontournable pour les PME françaises. Comme nous l'avons vu tout au long de cette étude, une cotation sur Alternext est intéressante à de nombreux points de vue, y compris pour des sociétés déjà cotées sur d'autres marchés comme le Marché Libre par exemple. Le tableau est cependant loin d'être idyllique car les coûts de listing et la liquidité restent décevants comparativement à l'offre de l'AIM. Mais ce marché est encore en mutation et ses prochaines évolutions passeront peut-être par une différenciation vis-à-vis du modèle londonien, comme amorcée avec le passage au continu pour certaines sociétés en Janvier 2006, correspondant plus à la mentalité et aux habitudes françaises.

En attendant, les résultats de nos analyses révèlent que les introductions sur Alternext sont généralement réussies puisqu'elles assurent des levées de fonds répondant aux objectifs de l'entreprise et qu'elles augmentent significativement leur notoriété.

L'avenir nous permettra également de juger de l'intérêt du marché Alternext comme antichambre à l'Eurolist, des sociétés comme Poweo et Meilleurtaux par exemple ayant atteint la taille critique pour le rejoindre.

Pour conclure sur notre question initiale : « une cotation sur Alternext vaut-elle le coup ? », nous répondons « sans aucun doute » à la condition de vouloir débiter une histoire boursière et raconter une histoire au marché.

Bibliographie et Annexes

Internet :

www.euronext.com

www.alternext.com

www.londonstockexchange.com

www.boursorama.fr

www.agefi.fr

www.leboursier.fr

www.vernimmen.net

Presse :

Les échos

La Tribune

Financial Times

Enseignement :

« Ingénierie Financière », Mr Ceddaha et Mr Kienast

« Liquidité des Marchés Financiers », Thierry Foucault

« Corporate Finance Theory », Ulrich Hege

« Politique Financière approfondie », Pascal Quiry

Base de données:

Datastream

GL Trade

Ouvrage :

Finance d'Entreprise, Pierre Vernimmen

Nous tenons à remercier particulièrement Mr Granotier de Poweo, Mr Mella-Barral, Mr Ceddaha et Mr Hege.

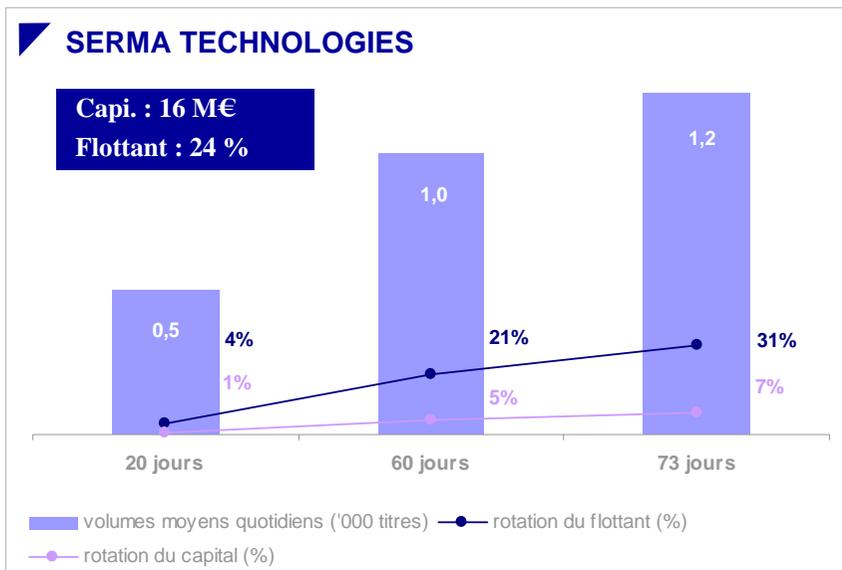
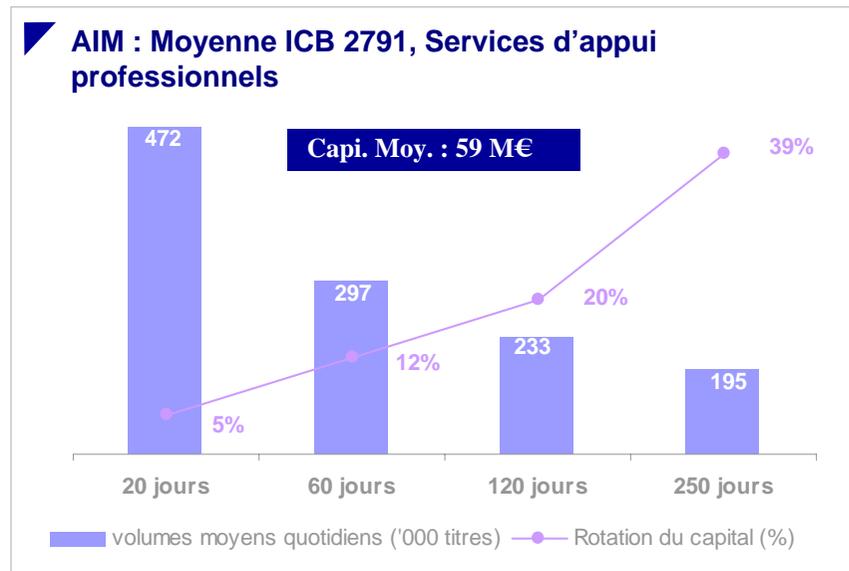
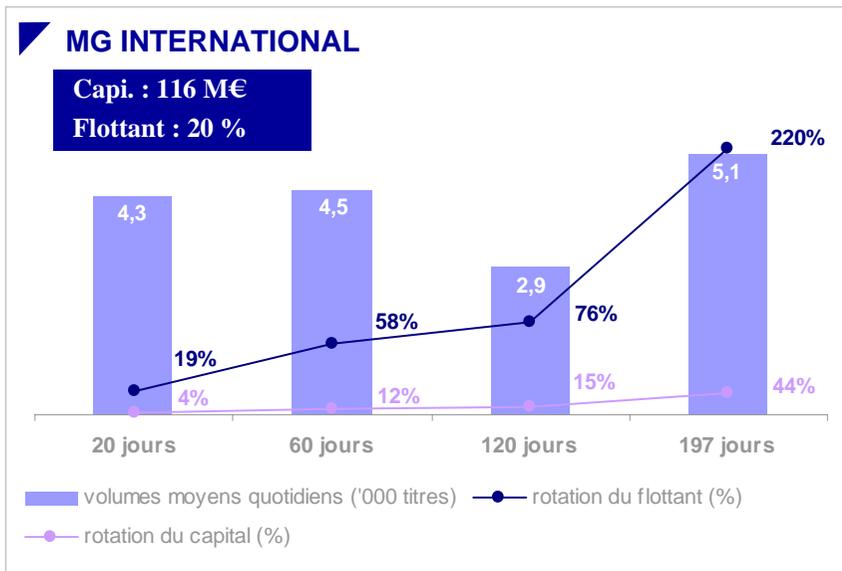
Mémoire de recherche

Annexes

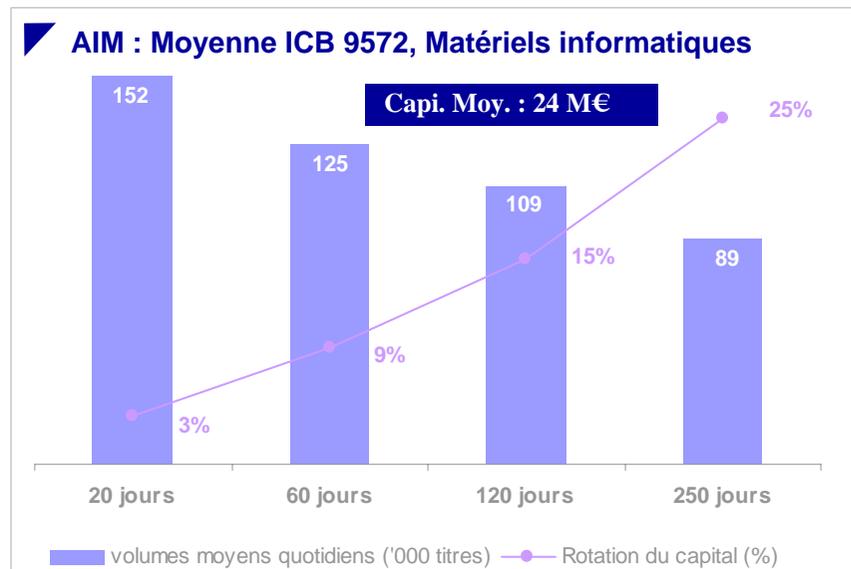
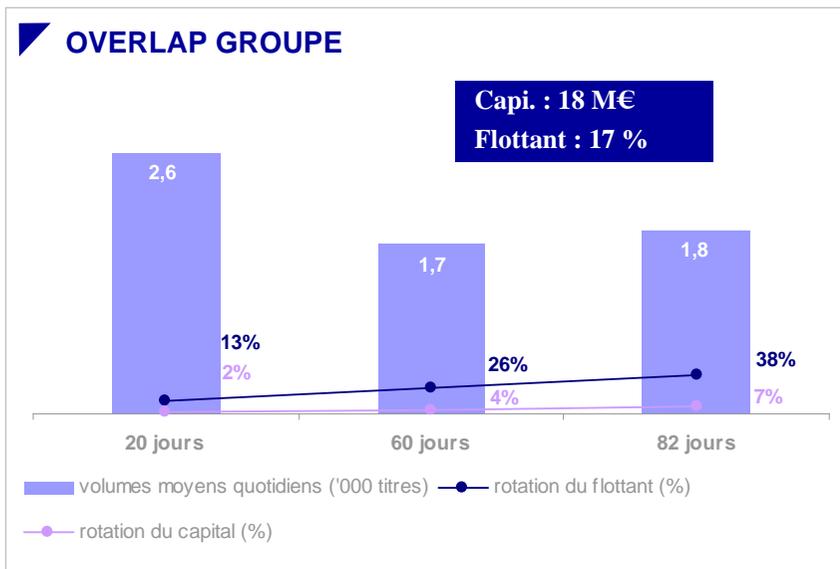
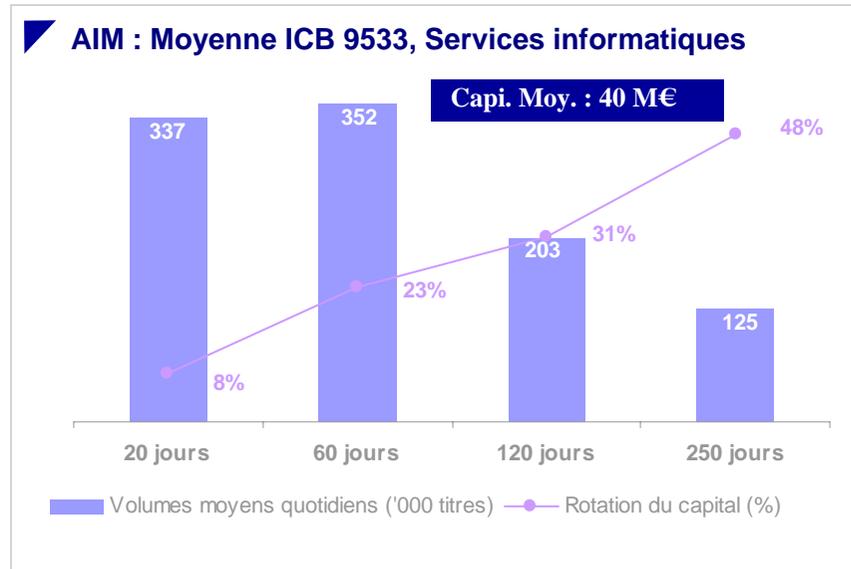
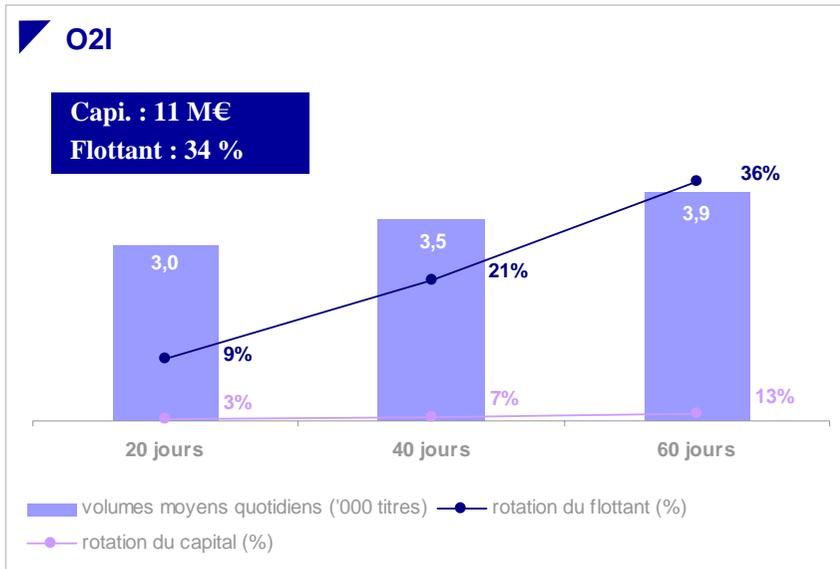
Mai 2006

I.
L'intensité comparée des échanges sur
Alternext et l'AIM

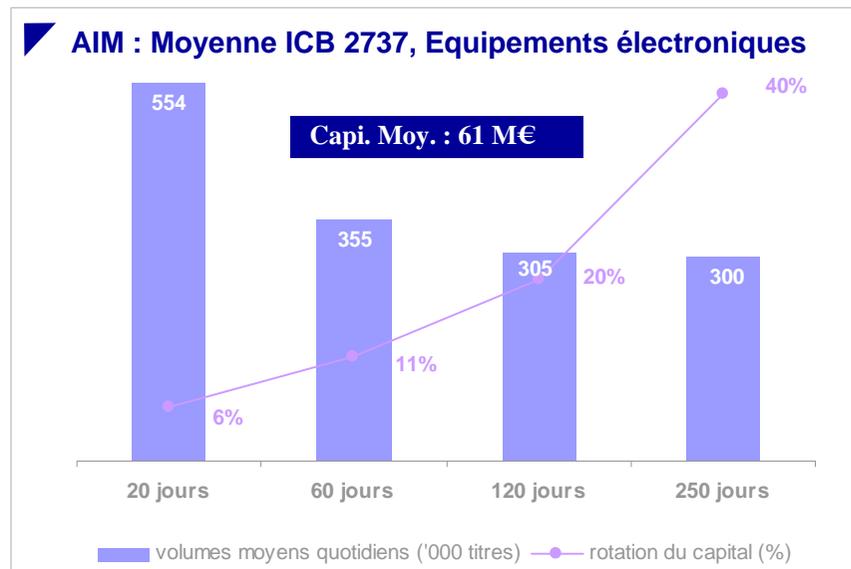
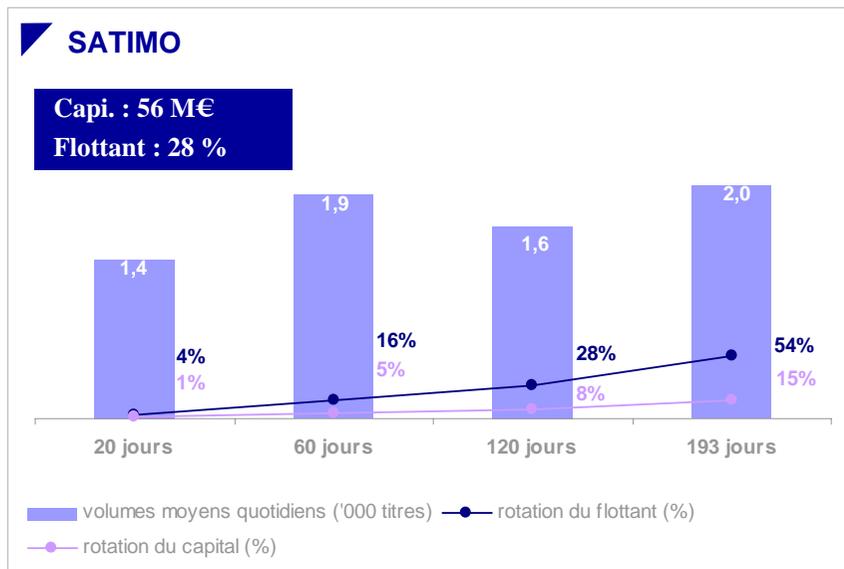
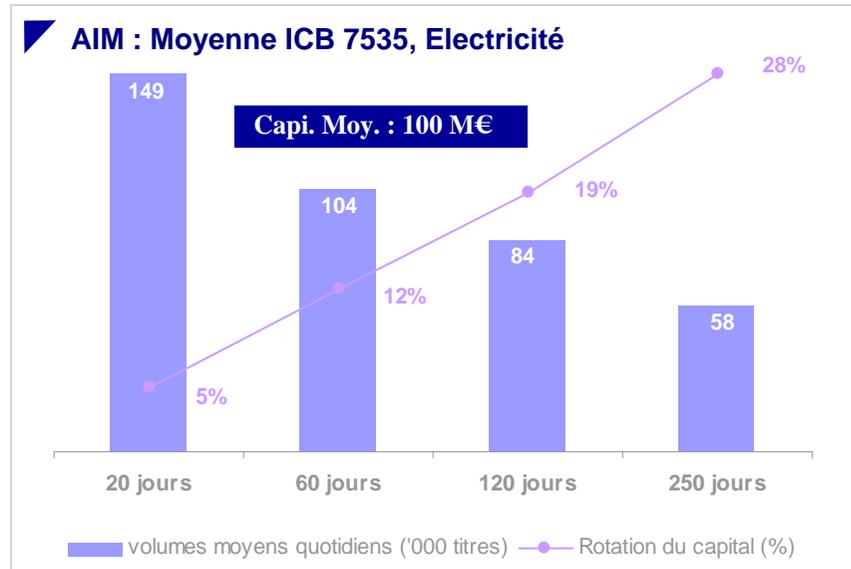
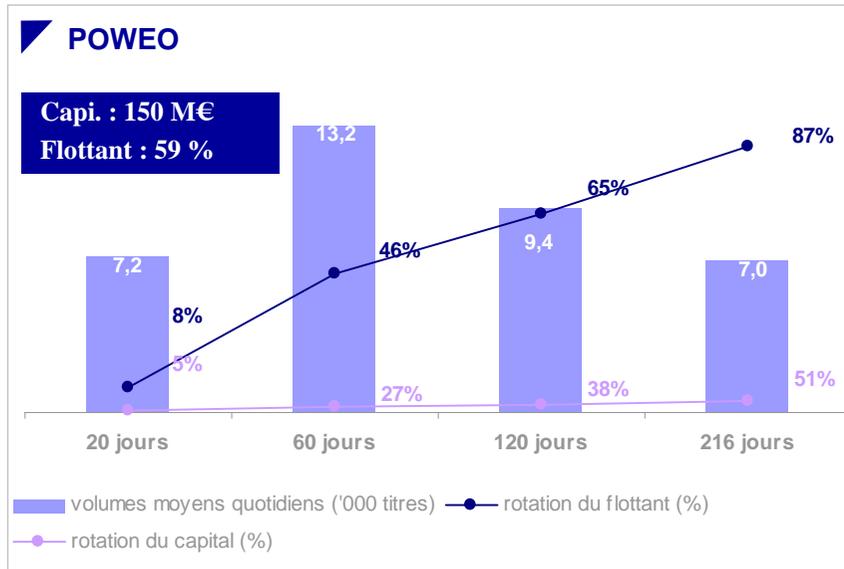
Liquidité comparée des valeurs



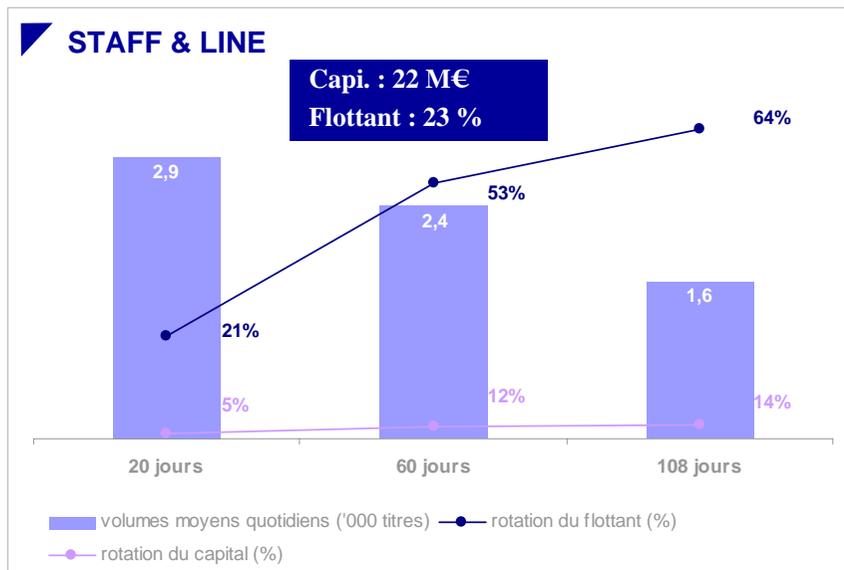
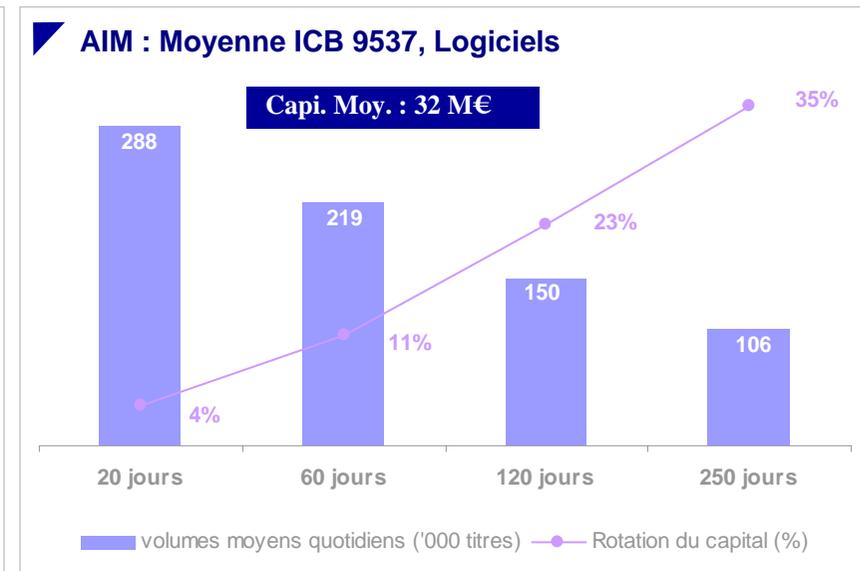
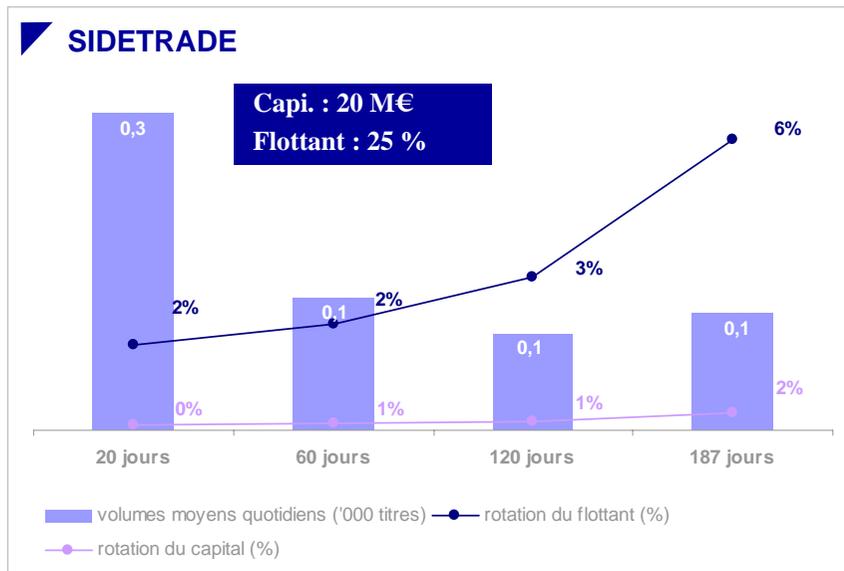
Liquidité comparée des valeurs



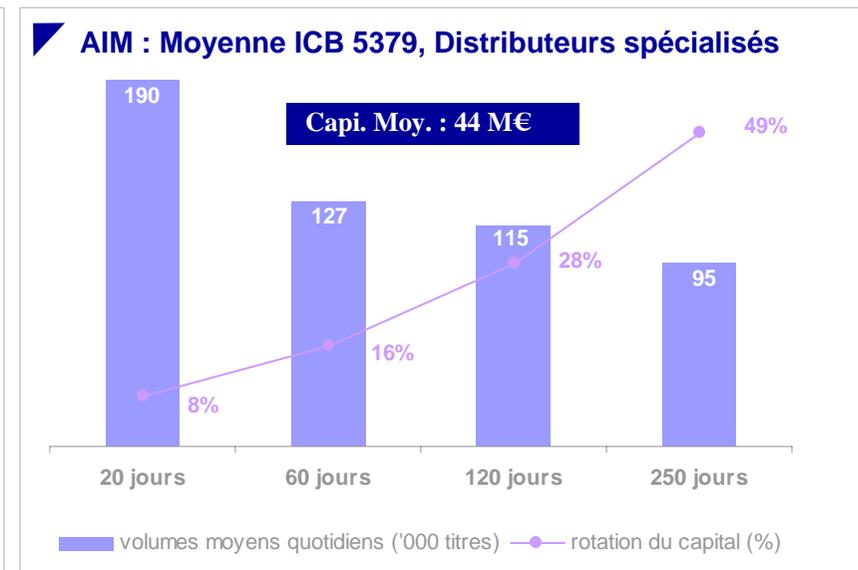
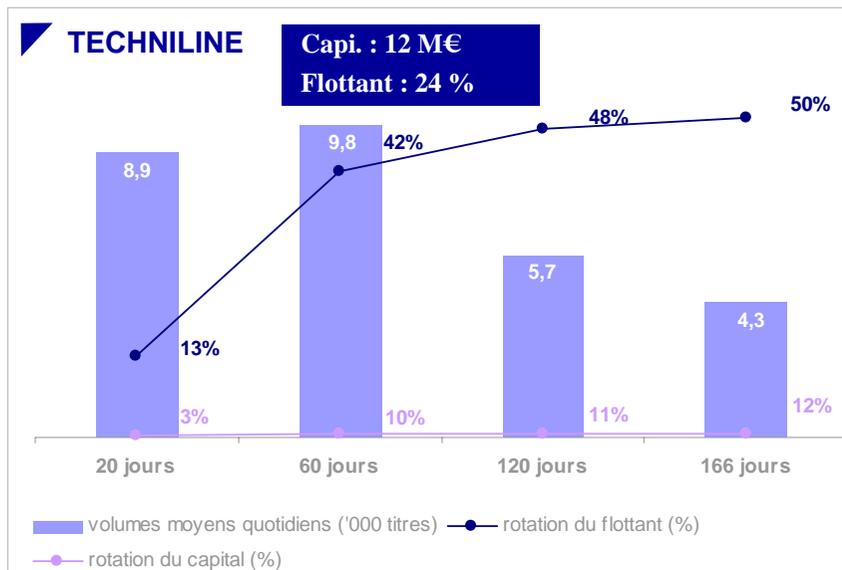
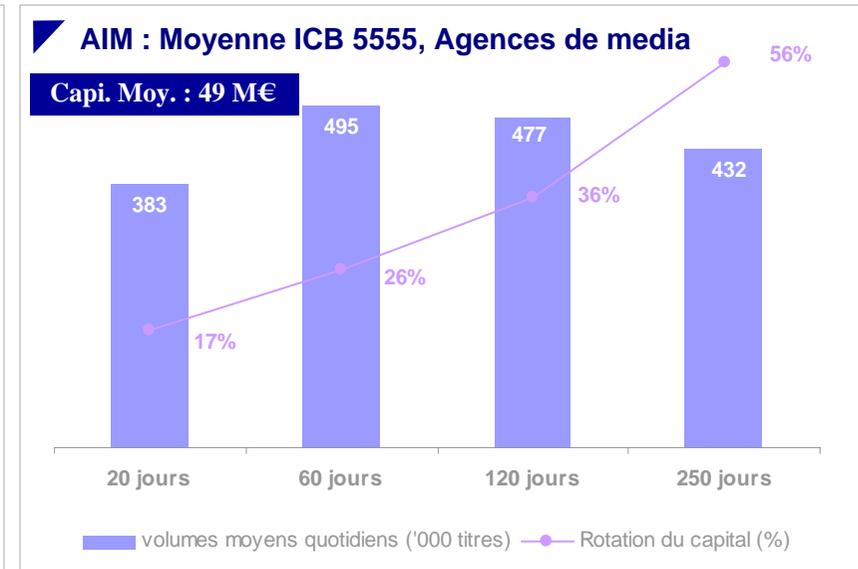
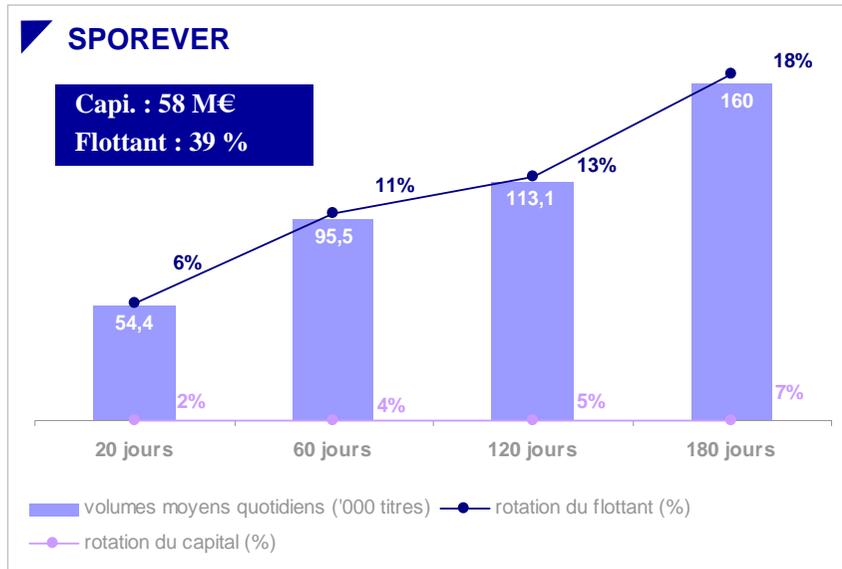
Liquidité comparée des valeurs



Liquidité comparée des valeurs

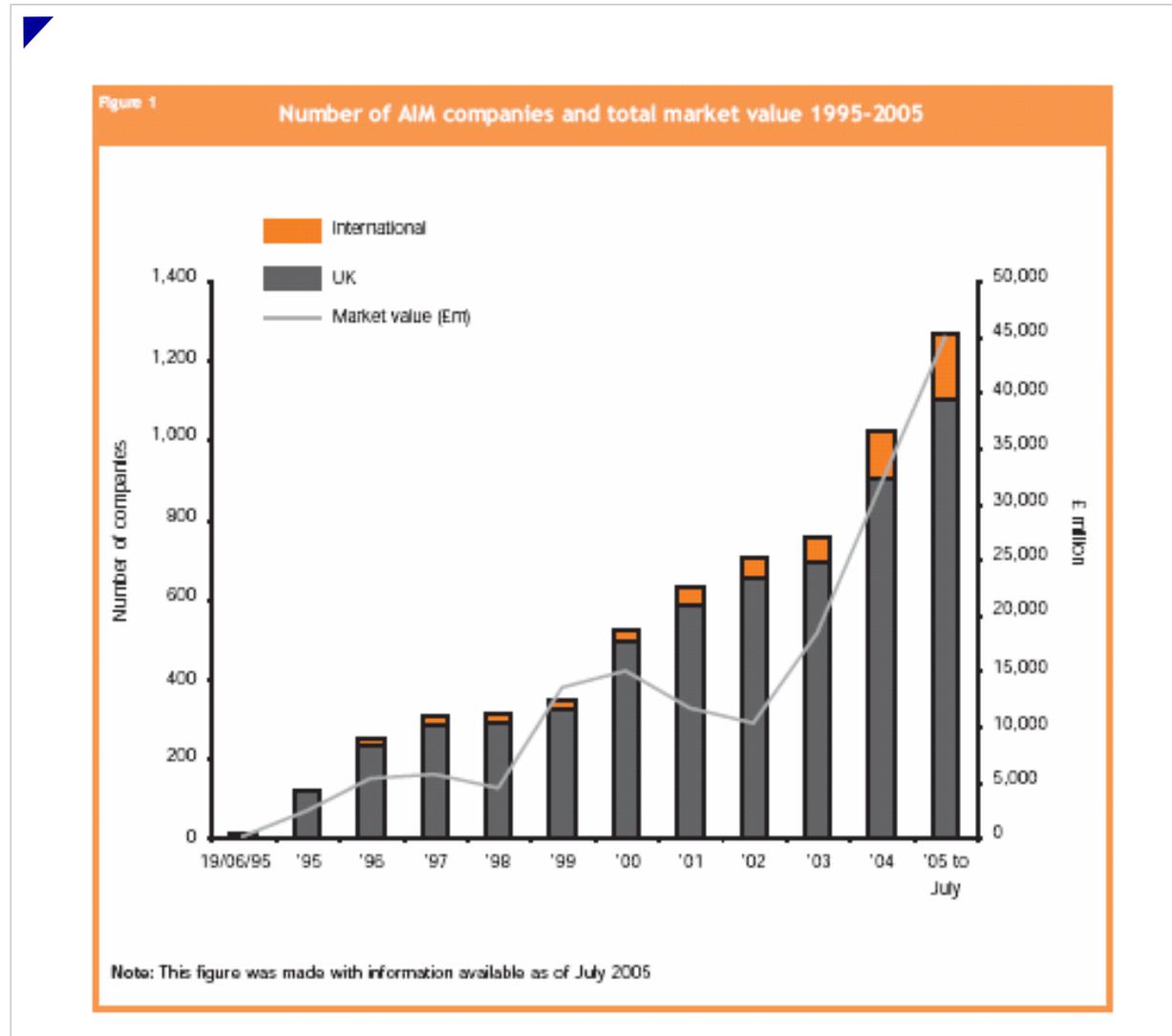


Liquidité comparée des valeurs



II. L'essor de l'AIM depuis 1995

Sociétés cotées sur l'AIM et capitalisation boursière cumulée



Source : London Stock Exchange

Volumes échangés sur l'AIM

Table 2
AIM trading turnover 1995-2005

Trading	Turnover value (£m)	Number of bargains	Shares traded (m)
1995	270.2	29,009	544.3
1996	1,944.2	187,975	5,529.1
1997	2,145.3	217,426	6,443.0
1998	1,948.2	225,494	6,921.4
1999	5,397.5	845,556	21,258.5
2000	13,605.6	2,013,584	39,510.3
2001	4,854.8	706,582	28,166.6
2002	3,517.6	449,876	24,791.8
2003	6,615.8	823,948	57,662.3
2004	18,125.9	1,675,955	97,325.9
2005 to July	22,797.9	1,273,974	59,019.5

Source : London Stock Exchange