

PAROLE D'EXPERT

Alternext, un marché, enfin prometteur, pour les PME en 2010 ?

par [Alain de Foucaud](#) , [Nicolas de Witt](#) , Droit boursier, Associé(e) de [TAYLOR WESSING](#)

Mercredi 28 Octobre 2009



Le marché d'Alternext pourrait reprendre des couleurs avec les réformes annoncées par le Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi le **12 octobre dernier**. Avec une centaine de sociétés cotées aujourd'hui, pourra-t-il à terme rattraper les 1550 sociétés cotées sur l'Alternative Investment Market (AIM) londonien ? C'est l'objectif que se sont fixés les pouvoirs publics et les principaux acteurs de la place financière en annonçant une série de réformes visant un doublement du nombre de sociétés sur Alternext en 18 mois **et 600 sociétés cotées d'ici 2012**. S'agit-il d'un effet d'annonce, ou d'une réelle volonté de relancer le marché d'Alternext comme alternative de financement aux PME ?

Les 15 mesures envisagées -- lesquelles peuvent facilement être ramenées à **4** -- semblent répondre à des obstacles souvent évoqués par les émetteurs, mais pour une majorité d'entre elles, les modalités d'application restent encore à définir et seront déterminantes au succès escompté.

1. LE TRANSFERT DES PME COTEES D'EURONEXT VERS ALTERNEXT

La question du transfert des sociétés cotées d'Euronext vers Alternext est une question depuis longtemps débattue et qui est partie du constat que les obligations pesant sur les sociétés cotées sur le marché réglementé d'Euronext étaient nettement plus contraignantes que les obligations pesant sur les sociétés cotées sur Alternext (absence d'informations trimestrielles, absence de rapport sur les contrôles internes, absence d'obligations de publication des comptes en IFRS, publication des informations semestrielles dans les 4 mois au lieu de 2 mois sur Euronext, etc.).

Ces écarts importants ont donc naturellement amené un certain nombre de sociétés quelque peu « délaissées » de la cote officielle à s'intéresser à leur éventuel transfert sur Alternext. Cette opération ne pouvant s'effectuer directement, la cotation sur Alternext devait être obligatoirement précédée d'une demande de radiation d'Euronext, laquelle ne pouvait être accordée qu'après que **100% des titres de l'émetteur** aient été rachetés dans le cadre d'une offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire. Le coût prohibitif d'une telle opération, laquelle n'a à notre connaissance jamais été mise en place, a donc justifié la mise en place d'une réforme autorisant le passage direct du marché réglementé vers Alternext.

Cette réforme est aujourd'hui effective depuis le 19 octobre 2009 [1]. Elle permet aux sociétés cotées dont la capitalisation est inférieure à 1 milliard d'euros de demander leur transfert d'Euronext vers Alternext à deux conditions : l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires doit avoir été obtenue préalablement et un délai de deux mois minimum doit s'être écoulé à compter de cette assemblée. Des protections ont également été apportées aux droits des actionnaires minoritaires : les règles relatives aux franchissements de seuils, offres publiques, garanties de cours et retraits obligatoires qui étaient applicables sur Euronext, resteront applicables aux sociétés transférées pendant trois ans. **A ce jour, quatre dossiers seraient déjà à l'étude à l'AMF** [2].

2. L'INTRODUCTION DU RETRAIT OBLIGATOIRE (SQUEEZE OUT) ET DE L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE

Le retrait obligatoire (ou *squeeze out*) permet à un actionnaire détenant plus de 95% d'une société cotée à l'issue d'une offre publique d'imposer aux minoritaires qui n'auraient pas répondu à l'offre de lui transférer leurs titres moyennant indemnisation. Il s'agit d'une procédure fréquente à l'occasion d'opérations de LBO de sociétés cotées, dans lesquelles les fonds d'investissement acquéreurs souhaitent obtenir la radiation de la cote de la société cible et une simplification de l'actionnariat minoritaire. Le retrait obligatoire est prévu à l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier, mais ne concerne que les sociétés cotées sur Euronext. Rien n'est donc prévu concernant Alternext. Or le retrait obligatoire pouvant être assimilé à une forme d'expropriation, il doit obligatoirement être prévu par la loi. **Une modification du Code monétaire et financier est donc à prévoir.**

Une question reste en suspens : le seuil de détention de 95 % doit-il également s'appliquer au retrait obligatoire sur Alternext ? Certaines associations de défense des valeurs moyennes ont avancé que certains pays d'Europe **avaient adopté le taux de 90 %**, par définition plus facile à atteindre que le taux de 95 % sans pour autant obérer les intérêts des actionnaires minoritaires. Christine Lagarde s'étant engagée à insérer dans la loi de régulation bancaire et financière qui sera présentée d'ici la fin de l'année des dispositions relatives au retrait obligatoire sur Alternext, il est fort à parier que la procédure applicable sera la même que celle d'Euronext. Nous recommandons à cette occasion que le taux de déclenchement du retrait obligatoire, quelque soit le marché, **soit ramené de 95 % à 90 %**.

Quant à la mise en place de l'offre publique obligatoire sur Alternext, celle-ci se substituerait au régime de garantie de cours actuellement applicable. La garantie de cours a pour objet de protéger les actionnaires minoritaires contre l'acquisition d'un bloc de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société cotée à un actionnaire. En revanche, elle ne couvre pas la prise de contrôle indirecte via une holding détenant plus de 50 % du capital ou des droits de vote, via l'acquisition de droits de vote doubles ou à travers une action de concert, lesquelles situations sont en revanche expressément prévues dans le cadre du régime d'offre publique obligatoire applicable aux sociétés cotées sur Euronext.

Cette mesure est-elle favorable à la relance d'Alternext pour les PME cotées ? Du côté des investisseurs, les avis sont partagés. Pour certains, l'instauration d'un régime d'offre publique obligatoire sur Alternext pourrait avoir comme conséquence de rassurer les investisseurs étrangers, pour qui la garantie de cours est un facteur de complexité, et les marchés en général, le régime de l'offre publique pouvant avoir un impact positif sur les cours de bourse puisque l'acquisition du contrôle d'une société cotée permettrait à l'ensemble des actionnaires de profiter de cette opération. Pour d'autres, le régime d'offre publique est plus lourd et coûteux dans sa mise en œuvre, mais surtout, il est un frein à certaines opérations qui deviendraient plus onéreuses du fait de l'obligation de racheter jusqu'à 100% du capital de la société visée.

Cette mesure n'apparaît donc pas comme une faveur faite aux sociétés cotées sur Alternext, mais plutôt comme une protection supplémentaire offerte aux actionnaires minoritaires. Nous ne pouvons néanmoins que nous en féliciter dans la mesure où, dans les faits sur Alternext, la procédure d'offre publique a toujours été appliquée dans les cas de changement de contrôle non expressément visés par la garantie de cours.

En tout état de cause, une attention particulière devra être portée sur la mise en place d'une offre publique obligatoire suite à une action de concert. Cette notion étant inexistante sur Alternext, il serait dommageable que l'existence de pactes d'actionnaires antérieurs à la réforme envisagée ou la montée au capital de collaborateurs clés de la société puisse déclencher la mise en place d'une offre publique obligatoire. Des cas de dérogations, autres que ceux déjà applicables sur Euronext, devront donc être mis en place sur Alternext.

3. L'AMELIORATION DU REGIME DU PLACEMENT PRIVÉ

Une partie du retard pris par Alternext par rapport à son concurrent britannique s'explique notamment du fait que dans neuf cas sur dix, les nouveaux venus sur l'AIM se sont introduits selon la technique du **placement privé**. Formidable outil de marketing pour une levée de fonds auprès d'acteurs du *private equity* qui bénéficient d'un véritable marché secondaire pour la cession de leurs actions, il est également un excellent tremplin à la mise en place ultérieure d'opérations d'offres au public. Le placement privé permet en effet à un émetteur d'obtenir une cotation suite à une levée de fonds auprès d'investisseurs qualifiés. Une fois cotés, les titres peuvent aisément s'échanger sur le marché.

Comparé à une procédure d'offre au public, le placement privé ne présente que **des avantages**. **Rapide** : son calendrier est raccourci de quelques mois de fait de l'absence de visa préalable de l'AMF sur le document d'offre. **D'un moindre coût** : l'absence de rédaction d'un prospectus obligatoire et réglementé entraîne une économie non négligeable pour l'émetteur. Réalisé dans la zone Euro sur Alternext, il limite le risque de change pour les émetteurs européens et renforce l'attractivité de ce marché par rapport aux marchés étrangers.

Pourquoi le placement privé sur Alternext n'a-t-il donc pas rencontré le succès d'outre-manche ? D'abord, nos voisins britanniques ont commencé **en 1995 avec 10 ans d'avance**. Ensuite, la récente conjoncture économique n'a pas été favorable aux levées de fonds et la défiance vis-à-vis des marchés actions a éloigné grand nombre d'investisseurs d'Alternext. Enfin, certaines opérations n'ont pu se réaliser du fait d'un obstacle légal, inexistant au Royaume-Uni, conditionnant la cotation sur Alternext au placement préalable de titres pour un montant d'au moins 5 millions d'euros auprès de 5 investisseurs qualifiés. NYSE Euronext s'est aujourd'hui engagé à modifier

le seuil du placement privé sur Alternext de **5 à 2,5 millions d'euros** de manière à s'aligner au seuil de flottant minimum requis pour les opérations d'offre au public et pour prendre en compte la récente baisse des capitalisations boursières sur Alternext. Il était également question d'abandonner la condition des cinq investisseurs minimum. Nous ne pouvons qu'espérer qu'il sera donné suite à cette demande et que les pouvoirs publics et les acteurs du marché communiqueront davantage à l'avenir pour promouvoir cette technique d'introduction en bourse.

4. L'AMELIORATION DE LA LIQUIDITE SUR ALTERNEXT

C'est principalement sur la question de la liquidité, **cause majeure de l'insuccès d'Alternext**, que devront se concentrer les efforts des pouvoirs publics et des différents acteurs du marché. En effet, pourquoi une société cotée sur Euronext voudrait-elle que ses titres soient transférés sur Alternext si la liquidité y est moins favorable que sur Euronext ? Pourquoi, une société voudrait-elle se faire coter sur Alternext si son cours de bourse pourrait être en dessous de sa valeur réelle du fait de l'absence de liquidité ? Le Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi semble avoir pris la mesure du problème en obligeant la CDC à investir 100 millions d'euros supplémentaires sur le marché des PME cotées et à encourager le FSI à investir également dans des sociétés cotées dans le cadre de l'enveloppe de 300 millions d'euros qui a été mise à sa disposition. Des nouveaux indices dédiés à Alternext seront également créés et une plateforme des communications mise en place entre NYSE Euronext et les entreprises cotées.

Mais ces mesures ne suffiront pas. La liquidité se renforce par les échanges de titres quotidiens, lesquels proviennent aujourd'hui en grande partie des acteurs de la gestion collective, eux-mêmes influencés par les recommandations de leurs analystes financiers. L'amélioration de la liquidité sur Alternext passera donc également par le développement de l'analyse financière et de la confiance retrouvée des investisseurs institutionnels sur ce marché. NYSE Euronext compte « rassembler les acteurs de l'écosystème boursier pour dégager des propositions destinées à améliorer la liquidité des marchés des PME cotées » [3]. Nous ne pouvons qu'espérer qu'il en ressortira rapidement des propositions concrètes et pragmatiques. Une grande partie de l'avenir d'Alternext en découlera.

[1] Loi n°2009-1255 tendant à favoriser l'accès du crédit des PME et améliorer le fonctionnement des marchés financiers. [2] Les Echos, *Alternext : des introductions en vue, mais des performances mitigées*, Marina Alcaraz, 26/10/09. [3] Communiqué de presse du Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, *Avec Christine Lagarde, la place se mobilise pour relancer les marchés de PME cotées*, 12 octobre 2009.

[Voir la fiche d'Alain de Foucaud](#)

[Voir la fiche de Nicolas de Witt](#)

[Voir la fiche de Taylor Wessing](#)

- [Imprimer](#)
- [Envoyer](#)
- [Revenir](#)