

**La cotation directe sur Alternext :
un moyen efficace et souple d'abaisser le coût d'accès au capital.**

Résumé : Un émetteur peut venir chercher en Bourse des fonds et / ou une cotation des ses actions. La Bourse incarne deux dimensions essentielles : la Cotation et la Liquidité. La cotation est le résultat instantané d'une transaction, ainsi qu'un label recherché par certaines entreprises indépendamment d'une levée de fonds. Or, aucune transaction n'est possible pour un actionnaire sans une cotation qui sert de référence pour déterminer un prix ou contribuer à fixer un actif net réévalué. La cotation n'est parfois qu'une « amorce » de liquidité future. La Liquidité revêt trois significations différentes dont la principale est la capacité à échanger des titres contre du cash. La cotation directe permet un accès, souple et économique, au marché boursier une fois réuni un montant de fonds levés d'un minimum de 2,5 millions d'euros en actions nouvelles répartis entre au moins trois actionnaires professionnels. Une cotation sincère et qui justifie ses coûts induits suppose nécessairement l'émission d'une information facilement accessible au Public.

*

Le marché Alternext a été créé en mai 2005 pour faciliter aux entreprises l'accès aux marchés financiers. Depuis lors ⁽¹⁾, à fin 2010 on comptait 155 sociétés cotées sur ce marché parmi lesquelles 143 à Paris (10 à Bruxelles et 2 à Amsterdam) pour une capitalisation boursière totale de 5 Md€. Un total de 2,4 Md€ a été levé réparti pour moitié lors d'entrées en Bourse (marché primaire) et lors de refinancements d'entreprises après la première cotation (marché secondaire).

Les règles d'Alternext ⁽²⁾ prévoient trois possibilités pour une entreprise d'accéder à ce marché, avec la présence obligatoire d'un listing sponsor :

- a. Une offre publique de souscription d'actions nouvelles d'un montant d'au moins 2,5 millions €,
- b. Une cotation directe, sous les conditions d'avoir placé un montant d'au moins 2,5 millions € en actions nouvelles au cours de l'année précédant la première cotation auprès d'au moins trois investisseurs qualifiés ⁽³⁾, et d'être admis par NYSE EURONEXT en présentant "un document d'information dont le contenu est établi en suivant les rubriques habituelles d'un prospectus visé". Par ailleurs, "le listing sponsor doit avoir remis à Euronext Paris l'attestation-type par laquelle il confirme avoir effectué les diligences requises ⁽²⁾".
- c. Une admission directe pour les émetteurs cotés sur un autre marché à condition de justifier sur leur marché d'origine une diffusion de leurs titres dans le public d'au moins 2,5 millions €.

"Les états financiers sont établis, dans le cadre d'une demande d'admission comme dans le cadre des obligations d'information permanente ultérieures, soit aux normes IFRS, soit aux normes comptables nationales si l'émetteur a son siège social dans un Etat partie à l'accord sur l'espace économique européen ⁽²⁾."

L'admission porte sur la totalité des titres composant le capital, de sorte que les actionnaires peuvent céder des titres supplémentaires dans le Public s'ils le désirent.

N'ayant pas statut d'entreprise faisant appel public à l'épargne, la société n'est pas autorisée à promouvoir ses actions auprès d'investisseurs non qualifiés. Toutefois, tout investisseur, même non qualifié, peut passer un ordre auprès de son intermédiaire financier pour acquérir des titres.

La cotation directe consiste à coter une seule action, ainsi enregistrée dans le système Euroclear, cette action servant « d'amorce » à la cotation des autres actions composant le capital de l'entreprise si ses actionnaires souhaitent les proposer à la vente, ou souhaitent proposer d'en acquérir d'autres.

En contexte de cotation directe, les échanges d'actions sont progressifs, portent sur de petites quantités appelées à prendre de l'importance en volumes de titres et en montants échangés ⁽⁴⁾ au vu des résultats de l'entreprise.

Des règles d'information et de publication de résultats sont obligatoires sur Alternext, dont la surveillance de conformité est confiée par NYSE Euronext à "l'introducteur agréé, dit « listing sponsor », qui doit en permanence être attaché à un émetteur" ⁽²⁾. Ces informations sont celles que toute entreprise, cotée ou non cotée, doit produire dans le cadre d'une gestion *a minima* ⁽⁵⁾ puisqu'elles consistent essentiellement ⁽⁶⁾ en la publication des comptes annuels audités et des comptes semestriels non nécessairement audités, consolidés s'il y a lieu, dans les quatre mois suivant la date de clôture.

L'utilité économique de ce mode de cotation est considérable et est appelée à se développer en ces temps où la ressource en fonds propres et en financement à plus de 5 ans est difficile à obtenir pour les entreprises d'une taille comprise entre 15 et 100 millions € de chiffre d'affaires. En 2010, année de basses eaux en termes d'introductions en bourse, 94 millions € ont été levés sur Alternext répartis sur 11 entreprises parmi lesquelles 6 ont eu recours à la cotation directe pour lever 44 millions € ⁽¹⁾.

L'objection majeure de ceux qui éliminent d'emblée la Bourse comme mode de financement pour les petites valeurs est « l'absence de liquidité ». Or, la sémantique financière française prévoit plusieurs significations pour le terme « Liquidité » :

La capacité à échanger des actions contre du cash : une action cotée sur un marché boursier est perçue comme plus « liquide » qu'une action non cotée, même si certaines actions sont parfois rarement cotées car rarement échangées.

La transaction, elle-même : « l'actionnaire a trouvé sa liquidité » ; une valeur fréquemment et facilement négociée est plus « liquide » qu'une valeur rarement et difficilement négociée.

Le numéraire, le cash, liquidité étant employé au pluriel : « les liquidités ».

Or, la cotation est :

- a. le résultat instantané d'une transaction,
- b. un label que viennent chercher certaines entreprises, et ce indépendamment d'une levée de fonds,
- c. une référence pour déterminer un prix ou contribuer à une fixer un actif net réévalué,
- d. une amorce de liquidité future, un point d'accès à une source de cash utilisable dans le futur.

Une cotation sincère et justifiant ses coûts induits suppose nécessairement l'émission d'une information facilement accessible au Public

La Cotation fixe un prix, elle « arrête un cours » auquel sera exécutée une transaction sur un seul ou plusieurs milliers de titres. Une cotation peut être juste ou fautive. Elle est juste si elle découle d'une information fiable émise dans les délais prévus par la réglementation par l'entreprise cotée. Cette fiabilité et ponctualité fait l'objet de toutes les vigilances de l'Autorité des marchés financiers dans la mesure où le prix d'une action résulte d'une information.

La Bourse est en principe un outil pour lever des fonds en offrant aux investisseurs une possibilité de réaliser des transactions sur leurs actions. Idéalement, une introduction en Bourse consiste en un processus aussi développé que possible de mise aux enchères. Mais cette mise aux enchères n'est pas toujours immédiatement possible en raison des aléas des marchés boursiers et de l'appétit des investisseurs de plus en plus vigilants sur l'appréciation du risque.

Pour s'adapter à cette situation, certains émetteurs préfèrent une cotation directe après une première étape de levée significative de fonds. D'autres émetteurs choisissent le modèle longtemps classique d'appel public à l'épargne qui inclut une levée de fonds simultanément à une cotation.

L'appel public à l'épargne inclut une publicité de l'opération qu'autorise le nécessaire visa de l'Autorité des marchés financiers dans un tel contexte, avec une exposition du nom de l'entreprise avant que le placement ne soit finalisé auprès des investisseurs institutionnels⁽⁷⁾. La contrepartie de la publicité puissante que permet un appel public à l'épargne réside dans le risque d'image lié à l'exposition du nom de l'émetteur⁽⁸⁾ si le placement des actions n'est pas réussi.

La cotation directe ne prévoit aucune publicité particulière de l'opération puisque l'émetteur ne fait pas appel public à l'épargne, et élimine tout risque d'image puisque la société ne se présentera en Bourse, sur Alternext, qu'après son placement réalisé (au moins 2,5 millions € en actions nouvelles répartis entre trois investisseurs différents au cours des douze derniers mois précédant la cotation). L'admission à la cote du marché Alternext est subordonnée à l'acceptation de la candidature de l'entreprise par le comité d'orientation de NYSE Euronext. L'admission par NYSE Euronext porte, comme en appel public à l'épargne, sur la totalité du capital, même si la cotation du premier jour peut ne porter que sur une seule action. Toute candidature est, rappelons-le, obligatoirement présentée par un listing sponsor.

La société JEMINI (source : site de la Société), avec 31,1 millions € de chiffre d'affaires et 1,5 millions € de résultat net (chiffres au 31.12.2009) est entrée sur Alternext le 24 février 2011 par cotation directe et a levé préalablement, auprès d'investisseurs qualifiés, en février 2011, un montant de 6,8 millions € en actions nouvelles représentant 18,5% du capital.

L'état des échanges montre qu'en 34 séances de bourse, entre le 24 février et le 13 avril 2011, 37.028 titres ont été échangés représentant environ 300.000 € de capitaux et l'équivalent de 0,7% du capital. Ce nombre de transactions modéré, à un coût inférieur à 1%, est parfaitement normal pour une entreprise en cotation directe.

Il convient de ne pas sous estimer la vigilance des investisseurs sur une société cotée. Ainsi, EUROMEDIS (capitalisation boursière de 11 millions € au 1^{er} mars 2011) a lancé, en mars 2011, sans investissement en communication au-delà des dispositions prévues par le Règlement général de l'Amf, une augmentation de capital de 2,7 millions € à raison d'une action nouvelle pour quatre anciennes avec maintien du droit préférentiel de souscription. Il n'a pas été nécessaire d'organiser de placement car l'opération était couverte à plus de 75% par des engagements de souscription recueillis auprès de différents actionnaires et investisseurs préalablement au lancement des souscriptions. Mais il n'a pas été nécessaire non plus d'utiliser ces engagements, à l'exception d'un seul qui subordonnait sa souscription à la certitude d'être servi d'un nombre minimal de titres. L'augmentation de capital a été souscrite en totalité (à 106% exactement). Le marché du droit préférentiel de souscription s'est régulé tout seul, sans intervention de broker pour l'animer, les actionnaires souhaitant acquérir des droits préférentiels ayant pu les trouver « naturellement » auprès de ceux qui souhaitaient les vendre. En effet, plus d'1,5 million de droits préférentiels de souscription ont été échangés en six jours de bourse dont le cours moyen de clôture était de 0,65 €, à comparer à un prix mathématique du droit de 0,45 €.

En conclusion, la cotation directe est un outil économiquement efficace, souple, simple d'utilisation et utile

- aux émetteurs, en réduisant le coût d'accès au capital et en supprimant le risque d'image pour l'entreprise en cas d'échec du placement alors même que le visa aurait été émis par l'Amf (visa ne vaut placement),
- et aux investisseurs qui, en gardant si besoin la protection d'un pacte d'actionnaires souvent souhaitée par les investisseurs en *private equity*, bénéficient d'une cotation qui contribue à la détermination d'une valeur de leur patrimoine et fixe un prix d'échange pour leurs actions dans un cadre institutionnel et structuré.

(1) Source : Nyse-Euronext.

(2) Règles d'Alternext du 23 mars 2010 modifiées le 21 mars 2011.

(3) Un investisseur qualifié est une institution financière ou une personne physique remplissant au moins deux des trois critères suivants : (i) détenant un portefeuille d'une valeur de 500.000 €, (ii) réalisant des opérations unitaires >600€ au moins 10 fois par trimestre en moyenne sur les 4 trimestres précédents, (iii) occupant pendant au moins un an une position dans le secteur financier exigeant une connaissance de l'investissement.

(4) On est loin, sur Alternext, des « high frequency trading », ces échanges automatiques pilotés par des ordinateurs qui créent une richesse inflationniste, voire fissile pour notre univers financier.

(5) Beaucoup trop d'entreprises en France ne sont pas dotées d'outils de reporting suffisants pour piloter leur gestion, alors qu'elles pourraient réaliser des gains de productivité considérables qui se traduiraient par une création de valeur ouvrant un accès à la ressource financière à de meilleures conditions et qui permettraient à leurs actionnaires de garder le contrôle du capital. Un outil de pilotage de gestion est un facteur direct d'indépendance d'entreprise.

(6) En sus de l'obligation permanente de porter à la connaissance du Public toute information susceptible d'influer sensiblement sur le cours.

(7) Plus les introductions en bourse sont nombreuses, plus la participation des investisseurs particuliers ou des petits porteurs est importante, et plus les procédures de première cotation permettant à ceux-ci d'y participer (l'offre à prix minimal équivalant à une mise aux enchères pouvant porter sur la totalité de l'opération, et, dans une moindre mesure, l'offre à prix ouvert) sont utilisées fréquemment. Ainsi, depuis l'éclatement de la bulle Internet qui a fragilisé l'écosystème des petits porteurs, l'offre à prix minimal n'a quasiment plus été utilisée.

(8) Est appelée émetteur toute entreprise cotée sur un marché boursier en France, car celle-ci est en situation d'émettre (de créer) des instruments financiers à partir d'une information émise par ses soins sur son activité, ses résultats et ses perspectives.

*