

6 Alternext prêt pour un nouveau cycle de croissance ?



Marie-Laure de CORDOVEZ,
avocate associée
M&A Corporate,
Kahn & Associés,
mlcordovez@kahnlaw.com



Franck IMBERT,
responsable
des opérations
de marché,
direction
des Affaires
Financières -
Crédit du Nord,
franck.imbert@cdn.fr

Lors de la création d'Alternext le 17 mai 2005 par NYSE Euronext, nous nous interrogeons : Alternext allait-il devenir le marché de référence pour les PME dans la zone euro ?

C'était en effet l'objectif annoncé en 2005 par Thierry Breton, alors ministre de l'Économie française, pour ce nouveau marché boursier atypique (marché régulé par NYSE Euronext au travers d'un corps de règles applicable aux sociétés cotées et aux intermédiaires financiers, mais non réglementé au sens de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers) largement inspiré de l'AIM (*Alternative Investment Market*), le marché britannique dédié aux petites et moyennes entreprises.

Force est de constater qu'à ce jour cet objectif est loin d'avoir été atteint. Presque 6 ans depuis sa création, Alternext Paris compte seulement un peu moins de 150 sociétés pour une capitalisation boursière totale d'environ 5 Mds € (l'AIM réunit quant à lui près de 1 150 sociétés au premier semestre 2011). Quant à l'indice Alternext All Share créé en septembre 2006, il est en retrait de plus de 30 % depuis son lancement. Les performances d'Alternext sont bien loin de ce que l'on pouvait raisonnablement attendre de sociétés innovantes ou en phase de croissance !

Suite à ce constat un peu pessimiste dont la crise économique n'est pas le seul responsable, les pouvoirs publics semblent avoir enfin réagi. Les réformes annoncées depuis le 12 octobre 2009 (qui viennent d'être finalisées en ce début d'année !) ayant pour objectif de mieux adapter le droit boursier aux PME et aux entreprises de taille intermédiaires (ETI) semblent porteuses d'espoir. L'attrait des investisseurs pour les marchés boursiers en général, et pour les Small & MidCaps en particulier, est en effet largement réapparu depuis la fin de l'année 2010. Les récentes mesures concernant Alternext devraient définitivement nous permettre de nous extraire de la morosité de ces dernières années. Il faut en effet rappeler qu'Alternext présente l'avantage de la simplicité par rapport au marché réglementé et que son attractivité est désormais largement

renforcée par les dernières mesures issues du *Small Business Act* boursier européen pour les PME-ETI cotées voulu par Christine Lagarde et dont la finalité est l'émergence d'un marché financier véritablement adapté aux entreprises de croissance. Encore quelques efforts et Alternext prendra définitivement le même chemin que l'AIM !

1. ALTERNEXT, L'AVANTAGE DE LA SIMPLICITÉ PAR RAPPORT AU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ A. – Une simplification des conditions d'accès au marché

Les procédures d'inscription sur Alternext sont facilitées du fait notamment d'un flottant minimum exigé d'un montant de 2,5 millions d'euros (contre 25 % du capital ou 5 % du capital si cela représente au moins un montant de 5 millions d'euros sur Euronext).

Afin de pouvoir s'inscrire sur Alternext la société doit disposer de deux années d'historique de comptes (trois en cas d'offre au public) établis en normes françaises ou en normes IFRS.

L'introduction peut prendre deux formes :

- une offre au public nécessitant l'établissement d'un prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) ;

- une procédure de cotation directe à la suite d'un placement privé réalisé auprès d'investisseurs qualifiés un an maximum avant la cotation ; un document d'information appelé « *offering circular* » est alors soumis au comité d'admission de NYSE Euronext ; dans cette hypothèse la société doit justifier (i) d'une levée de fonds d'au moins 2,5 millions d'euros réalisée auprès de 3 investisseurs minimum.

En effet, le seuil minimal du placement a été abaissé de 5 à 2,5 millions d'euros avec un nombre minimal d'investisseurs qualifiés passant de 5 à 3. L'opération de levée de fonds devra avoir été effectuée en une fois un an au maximum avant l'inscription sur Alternext et non plus deux ans comme auparavant. Les sociétés inscrites via un placement privé sont différenciées des sociétés ayant réalisé une offre au public. Deux segments distincts ont ainsi été créés.

L'assouplissement de ces règles pour le placement privé devrait permettre à Alternext de suivre le chemin de l'AIM, la cotation directe ayant permis à de nombreuses sociétés, et notamment des sociétés étrangères, de se coter sur l'AIM (la condition des 5 millions d'euros étant inexistante en Angleterre). Les levées de fonds auprès des fonds d'investissement seront facilitées, ouvrant aux acteurs du *private equity* une sorte de marché secondaire naturel de leurs participations.

B. – Un fonctionnement souple mais une sécurité néanmoins préservée pour les investisseurs

Un certain nombre d'obligations antérieurement applicables à Alternext ont disparu du fait de la suppression de la notion d'appel public à l'épargne intervenue fin 2009 et ne sont plus applicables qu'aux seules sociétés cotées sur un marché réglementé.

→ Suite page 2

Ainsi les sociétés inscrites sur Alternext ne sont plus tenues :

- d'établir de rapport du Président sur le contrôle interne (le rapport des commissaires aux comptes sur le rapport du Président n'est, par conséquent, plus obligatoire non plus) ;
- de respecter les règles de rotation des commissaires aux comptes ;

- de mettre en place un comité d'audit ;
- de publier un communiqué sur les honoraires versés aux commissaires aux comptes.

Pour faciliter les levées de fonds, les sociétés inscrites sur Alternext bénéficient également de la possibilité offerte, depuis le 1^{er} avril 2009 de réaliser une augmentation de capital par placement privé (*C. com.*, art. L. 225-136), c'est-à-dire sans prospectus dans la limite de 20 % du capital par an.

Il faut rappeler également que les sociétés inscrites sur Alternext bénéficient d'autres mesures d'allègement par rapport aux contraintes des marchés réglementés. À titre d'exemples les sociétés inscrites sur Alternext :

- n'ont pas l'obligation de se référer à un code de gouvernement d'entreprise ;
- ne sont pas tenues d'établir des listes d'initiés ;
- ne sont pas tenues de délivrer l'information trimestrielle dans les 45 jours de la fin des premiers et troisième trimestres ;
- bénéficient d'un délai de quatre mois (deux mois sur Euronext) pour publier leur comptes semestriels sans revue obligatoire par les commissaires aux comptes ;
- n'ont pas la contrainte d'établir obligatoirement leurs états financiers en normes IFRS.

Si les exigences réglementaires applicables à Alternext sont assouplies par rapport au marché réglementé, il n'en reste pas moins que les sociétés doivent respecter des obligations d'information de nature à rassurer les investisseurs.

En matière d'information, l'engagement des sociétés inscrites sur Alternext doit en effet porter sur :

- une information périodique matérialisée par l'obligation de publier des comptes annuels audités dans les 4 mois de la clôture de l'exercice et des comptes semestriels (la revue des comptes intermédiaires par les commissaires aux comptes n'est pas obligatoire) également dans les 4 mois de la fin de la période écoulée ;
- une information permanente matérialisée par une obligation de communiquer au marché toute information susceptible d'avoir un impact sur leur cours de bourse et par une obligation de déclarer les transactions réalisées par leurs dirigeants.

- Les franchissements des seuils de 50 % et 95 % du capital ou des droits de vote doivent être rendus publics par la société par la mise en ligne d'une information sur son site et celui d'Alternext.

De plus, des garanties complémentaires bénéficient aux investisseurs, Alternext étant mis à l'abri des abus les plus dangereux : les abus de marché (délict d'initié, manipulation des cours, diffusion de fausses informations) sont sanctionnés sur Alternext comme ils le sont sur le marché réglementé.

2. LES DERNIÈRES AMÉLIORATIONS LÉGISLATIVES ONT ENCORE AMÉLIORÉ LE FONCTIONNEMENT D'ALTERNEXT ET SERONT SUSCEPTIBLES D'ACCÉLÉRER LE RYTHME DES PASSAGES D'EURONEXT À ALTERNEXT

A. – Les avancées de la loi de régulation bancaire et financière (L. n° 2010-1249, 22 oct. 2010 : JO 23 oct. 2010)

La loi de régulation bancaire et financière a supprimé la procédure de garantie de cours, procédure mal comprise et peu protectrice des intérêts des actionnaires minoritaires, et a instauré depuis le 1^{er} février 2011 pour les sociétés inscrites sur Alternext les procédures suivantes :

- le franchissement à la hausse du seuil de 50 % en capital ou en droits de vote par toute personne agissant seule ou de concert entraîne l'obligation de déposer un projet d'offre publique (*C. monét. fin.*, art. L. 433-3, art. 53 de la loi).

- désormais, à l'instar des sociétés d'Euronext Paris, le règlement général de l'AMF détermine pour les sociétés inscrites sur Alternext les conditions des offres publiques de retrait, dans les cas suivants (*C. monét. fin.*, art. L. 433-4, art. 54 de la loi) :

- lorsqu'un ou plusieurs actionnaires agissant de concert détiennent au moins 95 % des droits de vote (retrait à l'initiative du majoritaire ou du minoritaire) ;

- lorsqu'à l'issue d'une offre publique ou d'une offre publique de retrait, les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5 % du capital et des droits de vote (retrait obligatoire à l'initiative du majoritaire) ;

Ces mesures très attendues des investisseurs devraient renforcer l'attractivité d'Alternext. En effet, la garantie de cours avait pour finalité 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 mais ne couvrait pas la prise de contrôle indirecte via une holding, l'acquisition de droits de vote double ou au travers d'une action de concert.

On ne peut donc que saluer cette mesure qui sera susceptible de rassurer les investisseurs, la garantie de cours étant un mécanisme qu'ils appréhendent moins bien. Elle permettra également de faire converger la pratique et les textes, la procédure d'offre, contractuelle volontaire d'achat dans ces cas, ayant été systématiquement appliquée par les acteurs sur Alternext dans des cas de changement de contrôle qui n'étaient pas visés par la garantie de cours (exemple : offre de Montefiore visant les actions de Homair Vacances en avril 2009).

Enfin, les sociétés d'Alternext n'ont plus l'obligation de publier le nombre de droits de vote dans un journal d'annonces légales dans les quinze jours de la réunion de leur assemblée générale. Cette publicité se fait désormais mensuellement en cas de variation depuis la dernière publication et prend la forme d'une mise en ligne sur le site de l'émetteur et d'une transmission à l'AMF.

B. – Les transferts de cotation d'Euronext vers Alternext

Ces transferts sont largement facilités depuis l'entrée en vigueur de la loi du 19 octobre 2009.

La question du transfert des sociétés cotées sur Euronext vers Alternext est une question débattue depuis quelques années suite au constat d'une complexification et d'un alourdissement récents des règles applicables aux sociétés admises à la négociation sur un marché réglementé suite notamment aux transpositions en droit interne des Directives européennes relatives aux marchés financiers. Jadis ce transfert ne pouvait s'effectuer directement et seule une demande de radiation auprès Euronext suivie d'une demande d'inscription sur Alternext pouvait le rendre possible. La lourdeur des procédures et leurs coûts rendaient ce transfert inaccessible aux sociétés qui aspiraient à échapper à des règles trop contraignantes.

→ Suite page 3

Désormais, les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros peuvent demander leur transfert sous réserve de remplir les conditions suivantes :

- justifier d'une diffusion de leurs titres dans le public (flottant) pour un montant de 2,5 millions d'euros à la date de la demande ;
- être en conformité avec les obligations d'information sur le marché d'origine ;
- obtenir un avis favorable du comité d'admission de NYSE Euronext qui applique les critères d'admission habituels et évalue l'éligibilité des sociétés à une admission sur Alternext conformément aux règles en vigueur ;
- obtenir le vote favorable de l'assemblée générale ordinaire deux mois au moins avant la date de transfert effectif.

À ce jour, plus de 20 sociétés ont effectivement été transférées et plusieurs ont en cours une procédure de transfert ou ont annoncé leur intention de se transférer.

Un arrêté du 4 novembre 2009 homologuant les modifications du Règlement général de l'AMF précise les modalités d'information relatives à un transfert de cotation d'Euronext vers Alternext. Ainsi, il est désormais nécessaire de diffuser une première information dans le public deux mois avant la date de transfert suivi d'une seconde diffusion doit intervenir dès que le transfert est demandé suite à l'Assemblée Générale approuvant le transfert : elle doit préciser les raisons du transfert, ses modalités et ses conséquences pour les actionnaires et le public et un calendrier prévisionnel de l'opération.

Dans un souci de la protection des actionnaires minoritaires il est prévu que les règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils, aux déclarations d'intentions à la suite de certains franchissements de seuils, au dispositif de gestion des rumeurs et aux offres publiques applicables sur Euronext continueront de s'appliquer aux actionnaires des sociétés ayant fait l'objet d'un transfert sur Alternext pendant un délai de trois années à compter de la date à laquelle les actions ont cessé d'être négociées sur Euronext.

Le bilan des réformes accomplies est donc très positif. Rappelons que pour faciliter la liquidité, la cotation en continu a été étendue à l'ensemble des sociétés inscrites sur Alternext dès lors que les sociétés sont accompagnées d'un apporteur de liquidité (*Liquidity Provider*) sur le segment réservé au placement privé.

Enfin, signalons qu'un certain nombre d'initiatives mises en œuvre récemment ou sur le point d'être lancées en faveur des PME-ETI cotées bénéficieront à Alternext :

- mise en place en février 2011 d'un dispositif d'analyse

financière qui permet aux sociétés cotées ne faisant pas l'objet d'un suivi de bénéficier d'une couverture par un analyste financier à un coût réduit et d'accroître leur notoriété auprès de la communauté financière ;

- lancement au mois de juin d'un fonds de 200 millions d'euros pour les PME-ETI cotées ou qui envisagent leur entrée en bourse. La CDC a d'ores et déjà donné son accord pour 20 % du fonds, soit 40 millions d'euros ;
- lancement prévu au mois d'octobre d'un fonds obligataire groupé « MidCaps ». Ce fonds, d'un montant d'environ 250 millions d'euros, permettra à une vingtaine de sociétés d'emprunter un montant compris entre 5 à 20 millions d'euros à une maturité inférieure de 6 ans ;
- Négociations en vue d'un allègement des obligations comptables des PME cotées et de la publication d'un référentiel IFRS « MidCaps ».

Quelques inefficiences pourraient cependant encore être corrigées afin d'atteindre plus facilement cet objectif.

Ainsi à ce jour et à la différence des sociétés cotées sur un marché réglementé, le seul objectif pouvant être poursuivi par une société inscrite sur Alternext dans le cadre d'un programme de rachat d'actions est de favoriser la liquidité du titre à travers d'un contrat d'animation. On peut donc s'étonner que le législateur n'ait pas souhaité offrir aux sociétés inscrites sur Alternext l'accès aux objectifs pouvant être poursuivis par les sociétés cotées sur un marché réglementé dans le cadre d'un programme de rachat d'actions. Rappelons qu'il s'agit des objectifs suivants : annulation des actions acquises, couverture des mécanismes d'attribution d'actions aux salariés et des valeurs mobilières donnant accès au capital et remise des actions dans le cadre d'opérations de croissance externe.

L'AMF avait déjà été alertée par les praticiens de la nécessité d'harmoniser les deux régimes et d'inclure les objectifs visés ci-dessus dans le cadre des programmes de rachat d'actions pour les sociétés inscrites sur Alternext. À ce jour, bien que cette harmonisation ne soit toujours pas entrée en vigueur, les praticiens et les groupes de travail continuent à l'appeler de leurs vœux.

De même, en dépit des propositions initiales du groupe de travail de l'AMF, les sociétés inscrites sur Alternext ne se sont pas vues offrir la possibilité de consentir des délégations au conseil d'administration lui permettant de procéder à des augmentations de capital en rémunération d'apports en nature. Il serait souhaitable d'étendre cette mesure visant à faciliter les opérations de croissance à Alternext. Encore un petit effort Monsieur le législateur !