

TFE

Présenté en vue de l'obtention du Master Complémentaire
de gestion technologique et industrielle

Analyse du fonctionnement du Marché Libre d'Euronext Bruxelles. Comment l'améliorer ?

Par Laurent Vanbever

Directeur: Professeur Serge Peffer

Assesseur: Professeur Mathias Schmit

Année académique 2009 - 2010

Table des matières

1	Introduction	1
2	Présentation du Marché Libre et d'Alternext	5
2.1	Caractéristiques des marchés financiers d'Euronext	6
2.1.1	Le Marché Libre	6
2.1.2	Alternext	8
2.1.3	Le marché réglementé	8
2.1.4	Les coûts d'une cotation	9
2.2	Fonctionnement des marchés financiers	9
2.3	Bref historique du Marché Libre	11
2.4	Le Marché Libre et Alternext en quelques chiffres	11
2.5	Présentation des indices boursiers	16
2.5.1	L'indice BEL 20	17
2.5.2	L'indice du Marché Libre d'Euronext Bruxelles	18
2.5.3	L'indice Alternext All-Share	18
2.5.4	Evolution des indices	19
3	Analyse de la liquidité du Marché Libre	22
3.1	Description des instruments mathématiques utilisés	23
3.1.1	Remarques préliminaires à l'analyse de marchés peu liquides	23
3.1.2	Le volume mensuel de transactions	24
3.1.3	La vitesse de rotation des actions	24
3.1.4	Le ratio Aminvest	25
3.1.5	La variation moyenne du cours après une transaction	25
3.2	Analyse quantitative de la liquidité sur le Marché Libre et Alternext	26
3.2.1	Analyse des volumes de transactions	27
3.2.2	Analyse de la vitesse de rotation	28
3.2.3	Analyse du ratio Aminvest	30
3.2.4	Analyse de la variation moyenne	31
3.3	La liquidité du Marché Libre, les enseignements	32
4	Vers des marchés non réglementés plus efficaces	34
4.1	Valoriser correctement les entreprises	34
4.2	Augmenter le flottant des sociétés	35
4.3	Améliorer la communication	36
4.4	Favoriser et encadrer les animateurs de marché et les apporteurs de liquidité	37
4.5	Encourager le passage à une cotation continue pour les valeurs d'Alternext	39
4.6	Fonds spécialisés dans les petites cotations	39
5	Conclusions et perspectives	41
	Bibliographie	44
	Annexes	48

Cette page est laissée intentionnellement blanche.

1

Introduction

Mardi 16 novembre 2004, 15 heures, le Marché Libre d'Euronext Bruxelles, adaptation du Marché Libre parisien introduit en 1996, débute son existence. Propharex¹, un concepteur de micro-usines, est la première société cotée et voit 15 725 de ses titres échangés au prix de 5,01 euros, soit une augmentation de plus de 25% par rapport au prix d'introduction de 4 euros [NautaDutihl2008].

Le Marché Libre est un marché non réglementé dédié aux petites et moyennes entreprises (PME). Par définition, un marché non réglementé n'est pas soumis aux directives européennes relatives aux marchés financiers², lesquelles sont extrêmement exigeantes et totalement hors de portée de petites infrastructures telles que des PME. Depuis sa création, le Marché Libre a permis à pas moins de 30 PME de se financer à l'aide d'un appel public à l'épargne. En mars 2010, la capitalisation totale du marché s'élevait à 158 millions d'euros pour 25 entreprises cotées.

En juin 2006, Euronext introduit Alternext sur la place boursière belge. Alternext se trouve à mi-chemin entre le Marché Libre et le marché réglementé. Techniquement, Alternext est un marché non réglementé et est régulé par Euronext. Les règles d'admission (flottant minimum, obligation de communication, etc.) y sont plus contraignantes que sur le Marché Libre, tout en étant beaucoup moins exigeantes que celles en application sur les marchés réglementés. En mars 2010, 7 entreprises étaient cotées sur ce nouveau segment chiffrant la capitalisation totale d'Alternext à pas moins de 127 millions d'euros.

En Belgique, ces deux marchés revêtent une importance stratégique pour Euronext Bruxelles tant leur potentiel est important. En effet, le tissu économique belge est majoritairement constitué de PME³ comme en témoigne le tableau 1.1 qui montre qu'en 2007 plus de 90% des entreprises belges étaient des PME. Tout porte à croire avec la tendance actuelle de consolidation des entreprises que ces résultats restent d'actualité.

Grâce à leur structure, le Marché Libre et Alternext tentent de répondre au problème de financement des PME. En effet, la plupart des PME ont des ressources internes limitées (bénéfices reportés, réserves, etc.) et sont donc obligées de faire appel à des ressources externes pour financer leur croissance. Ces ressources externes peuvent être séparées en deux grandes catégories : les

1. <http://www.propharex.com/>

2. Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004.

3. Dans le cas présent, nous considérons qu'une PME est une société qui emploie moins de 50 personnes. En réalité, d'autres critères interviennent comme le chiffre d'affaires et le total du bilan.

apports en capitaux (par exemple, du capital à risque) et l'endettement [Peffer2010]. L'accès au capital extérieur étant relativement limité en Belgique, les PME se tournent le plus souvent vers le crédit bancaire. Or, l'accès au crédit bancaire est et devient de plus en plus compliqué, principalement pour ces petites infrastructures.

Taille	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Belgique
0 ou inconnu	26.405	213.031	114.901	354.337
De 1 à 4 personne(s)	19.473	93.517	46.058	159.048
De 5 à 9 personnes	3.813	18.122	8.390	30.325
De 10 à 19 personnes	2.245	9.900	4.494	16.639
De 20 à 49 personnes	1.651	6.899	2.978	11.528
De 50 à 99 personnes	513	2.102	839	3.454
De 100 à 199 personnes	298	1.085	437	1.820
Plus de 200 personnes	420	982	365	1.767
Total	54.818	345.638	178.462	578.918

TABLEAU 1.1 – Nombre total d'entreprises belges en fonction de la région et du nombre de collaborateurs. Source : Euro DB/Coface ; mars 2007 ; données ONSS/TVA etc. 2003 ; calculs AWT 2007.

La dernière enquête du CeFiP (Centre de Connaissances du Financement des PME) sur le financement des PME abonde en ce sens [Cefip2009]. L'enquête révèle notamment que 22,5% des PME sondées ont éprouvé des problèmes d'accès au crédit en 2009 contre 12,0% en 2008. Parmi les motifs de refus les plus souvent rencontrés, on retrouve l'insuffisance de garanties ou de fonds propres et les accords de Bâle II. Ces accords, qui ont pour but d'assurer la capacité de remboursement des dépôts bancaires, obligent les banques à garantir un montant minimum de fonds propres pour chaque crédit qu'elles octroient. Ce montant dépend notamment du risque de marché et des risques opérationnels. Dès lors, dans un contexte de crise, la proportion de fonds propres à garantir augmente alors que, dans le même temps, les fonds propres ont sérieusement diminué à la suite des pertes essuyées par les banques. La capacité de crédit de ces dernières est donc fortement réduite [OECD2009]. Certains spécialistes, dont Frédéric Lernoux, administrateur délégué du CeFiP, n'hésitent d'ailleurs pas à parler de véritable crise du crédit (*credit crunch*) qui frappe actuellement les PME [LaLibre2009].

Outre l'accès aux capitaux, les avantages d'une cotation sont nombreux pour une société. Tout d'abord, une entrée en bourse est la garantie d'un accroissement de notoriété et de crédibilité, la société devenant un nouveau centre d'intérêt pour les médias et les analystes financiers. Forte de son entrée en bourse, la société dispose généralement d'un accès plus aisé au crédit bancaire et fait l'objet d'un regain d'intérêt de la part de ses clients ou encore de ses fournisseurs. Ensuite, une valorisation continue de ses titres par le marché ouvre l'accès à de nouvelles opérations financières telles que des offres publiques d'échange ou des programmes de *stock options* [NautaDutihl2008]. Enfin, une entrée en bourse s'accompagne la plupart du temps d'une augmentation de capital, ce qui améliore la structure financière de l'entreprise.

Cependant, ces marchés ne sont pas exempts de défauts. Ils souffrent en effet d'un manque chronique de liquidité (certains titres sont échangés moins de 100 fois par jour) qui se traduit

par une volatilité importante des prix. Par liquidité, nous entendons la facilité avec laquelle des titres peuvent être échangés sans avoir d'impact significatif sur leur prix. Les causes de ce manque de liquidité sont nombreuses. Citons notamment les faibles capitalisations boursières, la faible proportion de titres effectivement disponibles à l'échange (*i.e.*, le flottant), le manque de communication envers les actionnaires et le désintérêt grandissant des analystes. Comme nous le développerons dans ce travail, le constat s'est aggravé durant la crise économique si bien que certains spécialistes se demandent si ces marchés ont encore un sens.

Objectifs et structure du travail

L'objectif de ce travail est d'analyser le fonctionnement du Marché Libre et d'Alternext, principalement sous l'angle de la liquidité, et de proposer des pistes de solution visant à améliorer leur fonctionnement. La structure du mémoire est organisée autour de trois chapitres distincts.

Dans le chapitre 2, nous détaillerons les principes de fonctionnement du Marché Libre et d'Alternext. Pour ce faire, nous débuterons par une présentation des différences qui existent entre ces marchés notamment en termes de réglementation (section 2.1) et de cotation (section 2.2). Après un bref historique du Marché Libre (section 2.3), nous établirons une présentation typée des sociétés cotées au moyen de quelques chiffres clefs (section 2.4). Cette présentation nous permettra d'identifier les grandes tendances qui régissent le Marché Libre et Alternext en termes de montants levés, de capitalisations boursière ou encore de flottant. Au sein de la dernière section (section 2.5), nous présenterons les indices du Marché Libre et d'Alternext et comparerons leur évolution à celle de l'indice BEL 20.

Au sein du chapitre 3, nous tenterons de quantifier la liquidité du Marché Libre et d'Alternext. À notre connaissance, il s'agit là de la première étude de ce genre qui porte sur ces deux marchés. Nous commencerons par une description des instruments mathématiques utilisés (section 3.1), à savoir les volumes moyens mensuels, le ratio Amivest (ou ratio de liquidité), la variation moyenne du cours après une transaction et la vitesse de rotation des actions. Dans la section suivante (section 3.2), nous présenterons les résultats de l'analyse à l'aide de nombreux graphiques. Enfin, nous profiterons de la dernière section (section 3.3) pour résumer les principaux enseignements de l'analyse.

Au travers du chapitre 4, nous proposerons un ensemble de solutions visant à améliorer le fonctionnement des marchés non réglementés sans pour autant altérer leur finalité. Six solutions seront avancées. Deux concerneront la période qui précède l'introduction de la société : l'amélioration des valorisation (section 4.1) et l'augmentation de la part de capital disponible au public (4.2). Les quatre solutions suivantes s'appliqueront aux sociétés déjà cotées, à savoir : l'amélioration de leur communication (section 4.3), l'utilisation de contrats d'animation de marché et d'apporteur de liquidité (section 4.4), le passage à une cotation continue (section 4.5) et la création de fonds spécialisés dans les PME cotées (section 4.6).

Dans le dernier chapitre (chapitre 5), nous conclurons notre travail en résumant le chemin parcouru et les principaux enseignements qui en découlent. Nous en profiterons également pour suggérer des pistes de recherches futures.

Remarques préliminaires

Tout au long de ce travail, les références au Marché Libre et Alternext sont, sauf mention contraire, relatives aux marchés d'Euronext Bruxelles. L'entièreté des données ainsi que le code source des programmes informatiques utilisés sont disponibles sur le CD joint au mémoire. Les données ont été collectées (sauf exception) en mars 2010. Ce manuscrit a été mis en page à l'aide du logiciel \LaTeX , les illustrations ont été réalisées à l'aide du package `JLDraw` [Doumont1999].

2

Présentation du Marché Libre et d'Alternext

Depuis la réforme du 4 avril 2005, les marchés financiers gérés par Euronext sont séparés en trois entités distinctes :

1. le marché réglementé, l'Eurolist, qui est le résultat de la fusion de 11 marchés réglementés nationaux. L'Eurolist est lui-même divisé en trois compartiments A, B et C en fonction des capitalisations boursières considérées (petites, moyennes ou grandes) ;
2. Alternext, un marché non réglementé, mais régulé par Euronext. Il est introduit sur la bourse de Paris en mai 2005 et sur la bourse de Bruxelles en juin 2006 ;
3. le Marché Libre, un marché non réglementé et non régulé par Euronext. Il est introduit sur la bourse de Paris en septembre 1996 et sur la bourse de Bruxelles en novembre 2004.

Un marché non réglementé est un marché qui n'est pas soumis aux directives européennes lesquelles sont extrêmement exigeantes notamment en termes d'obligations et de publication d'informations. Juridiquement, le Marché Libre et Alternext sont considérés comme des *multilateral trading facility*.

Une entreprise qui désire lever des fonds par l'intermédiaire d'un appel public à l'épargne choisira un marché et/ou un compartiment en fonction de sa taille, de son secteur, de sa place financière mais également en fonction des obligations qu'elle souhaite ou qu'elle est capable de respecter. De ce point de vue, Alternext et le Marché Libre sont résolument tournés vers les petites et moyennes entreprises en leur proposant des conditions de cotation allégées en concordance avec leurs moyens financiers et humains. Le Marché Libre, en n'imposant quasiment aucune contrainte à l'émetteur, favorise les petites entreprises qui ne peuvent respecter des dispositions réglementaires même très simples. Alternext est pour sa part tourné vers les moyennes entreprises ; les conditions d'admission y sont en effet plus légères que sur le marché réglementé tout en restant plus lourdes que sur le Marché Libre. Le choix entre Marché Libre et Alternext relève de la maturité et de la taille de l'entreprise. Ainsi, une société plus mûre envisagera plus facilement une cotation sur Alternext.

2.1 Caractéristiques des marchés financiers d'Euronext

Cette section décrit les principales différences entre le Marché Libre, Alternext et le marché réglementé d'Euronext en termes de conditions d'admission et de cotation. Le tableau 2.1 recense ces différences sous forme abrégée afin de faciliter la comparaison.

2.1.1 Le Marché Libre

Le Marché Libre est le marché non réglementé par excellence. Il est en effet difficile d'imaginer un marché sur lequel l'admission serait plus aisée. Ainsi, il n'est demandé de se plier à aucune contrainte quantitative que ce soit en termes de chiffre d'affaires, de capitalisation, de rentabilité ou encore de croissance. De même, les sociétés cotées ne sont pas tenues de garantir un flottant minimum, c'est-à-dire un pourcentage minimal de diffusion des titres dans le public. Le constat est le même du point de vue de la publication des informations financières ; les sociétés cotées ne sont pas tenues de publier d'informations financières. Evidemment, elles ne peuvent pour autant déroger aux dispositions légales imposées par le législateur belge en ce qui concerne la publication des comptes. Du point de vue de la comptabilité, les sociétés peuvent se contenter de respecter les règles comptables nationales et ne doivent donc pas publier leurs comptes selon les normes internationales IAS/IFRS¹. Elles ne sont également pas tenues d'assurer l'antériorité de leurs comptes. Aucun seuil de transparence n'existe sur le Marché Libre et les sociétés cotées ne doivent donc pas déclarer les participations importantes que pourraient détenir certains actionnaires. Enfin, du point de vue de la *corporate governance*, les sociétés du Marché Libre ne doivent pas se plier aux exigences du code Lippens. Il est tout au plus « recommandé de s'en inspirer ».

Toutefois, ces règles allégées n'impliquent pas que toute PME puisse être cotée sur le Marché Libre. Il existe en effet deux « barrières à la cotation » à savoir l'approbation du prospectus par la commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) et l'acceptation du dossier par Euronext. L'approbation du prospectus par la CBFA signifie que, sur la base des informations auxquelles elle a pu avoir accès, la CBFA considère que le prospectus contient tous les éléments nécessaires à l'information du public. Cette approbation n'implique aucune appréciation quant à l'opportunité de l'opération ou à la situation de l'émetteur [CBFA2007]. Le rôle de supervision de la CBFA s'arrête après l'approbation du prospectus, car les sociétés du Marché Libre ne sont pas légalement tenues par des obligations particulières en matière de publication d'informations ou de dispositions relatives à la prévention des abus de marchés, matières pour lesquelles la CBFA est compétente [NautaDutihl2008]. Quant à l'acceptation du dossier, Euronext Bruxelles se réserve le droit de le refuser si elle estime que le candidat n'est pas assez mûr. Toute société candidate à une cotation doit donc être en mesure de prouver sa compétence, son bon niveau de rentabilité ainsi que des perspectives de croissance intéressantes afin de convaincre Euronext du bien fondé de son entrée en bourse [NautaDutihl2008].

1. *International Financial Reporting Standards/International Accounting Standards*

	Critère	Marché Libre	Alternext	Marché réglementé
1	Capitalisation minimale	Aucune	Aucune	50 à 75 millions d'euros
2	<i>Free-float</i> minimum	Aucun	2,5 millions d'euros (5 millions si cotation après un placement privé)	25% des titres (5 % si le flottant atteint 5 millions €)
3	Engagement	Faible	Faible	Fort
4	Contraintes	Faibles, voire inexistantes (pas de contrainte sur le chiffre d'affaires, la rentabilité, la croissance, etc.)		Lourdes
5	Forme juridique	<i>Multilateral Trading Facility</i>		<i>Regulated Market</i>
6	Obligations comptables	Normes classiques imposées à la forme sociale		Comptes consolidés en IAS/IFRS
7	<i>Corporate Governance</i>	Adoption conseillée du Code Lippens		Adoption obligatoire du Code Lippens
8	Publication obligatoire	Inchangée	Diffusion structurée de l'information périodique audité et de toute information susceptible d'influencer le cours	
9	Cotation	<i>Fixing</i>	<i>Fixing</i> (cotation continue possible sous conditions)	Continue
10	Rôle de la CBFA	Limité (approbation du prospectus)	Important (vérification de la publication périodique d'informations, contrôle des éventuels abus de marché, répression en cas de délit d'initiés, déclaration de participations, etc.)	
11	Profil des investisseurs	88% pers. physiques 12% institutionnels	38% pers. physiques 62% institutionnels	17% pers. physiques 83% institutionnels
12	Seuil de transparence	Aucun	25, 30, 50, 75 et 95%	5% et ses multiples
13	Coût de l'IPO par rapport aux fonds levés	Entre 11 et 17%	Entre 7 et 11%	Environ 5%

TABLEAU 2.1 – Liste des principales différences entre le Marché Libre, Alternext et le Marché réglementé de NYSE Euronext.

2.1.2 Alternext

Alternext est situé à mi-chemin entre le Marché Libre et le marché réglementé. Les conditions d'accès à ce marché sont plus contraignantes que sur le Marché Libre, tout en restant très raisonnables par rapport au marché réglementé.

Alternext se distingue du Marché Libre sur plusieurs points. Tout d'abord, une société candidate à Alternext doit exister depuis au moins deux ans. En outre, elle doit assurer un flottant minimum de 2,5 millions d'euros et ce, dans le but d'assurer une certaine liquidité des titres. Les règles de publication sont également différentes et sont comparables à celles requises sur le marché réglementé, c'est-à-dire l'obligation d'une publication structurée des informations périodiques (comptes annuels audités, comptes semestriels, etc.) et de toute information pouvant avoir un impact sur le cours. Du point de vue du seuil de transparence, les sociétés cotées sur Alternext sont obligées d'annoncer toute participation dépassant 25, 30, 50, 75 ou 95% des droits de vote de la société.

Comme sur le Marché Libre, un candidat à Alternext doit voir son prospectus approuvé par la CBFA. Cependant, le rôle de la CBFA ne se limite plus à cette seule approbation et va plus loin. En effet, le contrôle exercé par la CBFA est ici comparable au marché réglementé. Cette dernière veillera entre autres au respect des règles de publication, à la transparence des participations et à l'absence d'abus de marché (par exemple, des délits d'initiés) [NautaDutihl2008]. Du point de vue de la *corporate governance* et du respect du code Lippens, les sociétés d'Alternext sont, comme les sociétés du Marché Libre, « invitées » à respecter ce code.

Autre différence significative : les candidats à la cotation sur Alternext doivent faire appel à un *Listing Sponsor* (LS). Le sponsor est un spécialiste financier qui accompagne la société émettrice pendant les deux premières années de sa cotation. Il est tenu de vérifier que la société publie ses informations comme prévu et de signaler toute déviation à Euronext. En cas de manquement à ses obligations, des sanctions peuvent être prises à l'encontre du LS [Richon2006].

2.1.3 Le marché réglementé

Le marché réglementé est la « catégorie reine » des marchés boursiers. Il s'agit du marché pour lequel les règles sont les plus strictes et les coûts d'introduction les plus élevés. L'énorme gain de visibilité résultant de la cotation sur un tel marché a donc un prix.

La règle d'introduction la plus contraignante est la capitalisation boursière minimale de 50 millions d'euros. Peu d'entreprises belges sont capables d'atteindre cette capitalisation et c'est encore moins le cas des PME. Pour s'en convaincre, il faut savoir que la capitalisation boursière *totale* du Marché Libre n'est que de 158 millions d'euros (mars 2010) pour 25 entreprises. Il s'agit définitivement d'un autre monde. Une autre différence importante réside dans le flottant minimum. En effet, toute entreprise qui lève des fonds sur le marché réglementé doit libérer un minimum de 25% de son capital au public et ce, dans l'optique d'assurer une liquidité suffisante des titres.

Les contraintes en termes de publication sont maximales. L'entreprise est réellement sous le feu des projecteurs et doit publier de façon structurée toute information pouvant avoir un impact sur le cours de ses actions et ce, en plus de ses états financiers semestriels et annuels. Les comptes doivent en outre être audités. Les comptes consolidés doivent être rédigés suivant les normes IAS/IFRS et l'antériorité des comptes (au moins trois ans) doit être respectée. Comme dans le cas d'Alternext, le suivi de la CBFA est permanent.

Toute société cotée sur le marché réglementé doit bien évidemment respecter le code Lippens ou clairement justifier la raison du non-suivi de certains articles (*i.e.*, *comply or explain*). Elle se doit enfin de publier toute participation dépassant 5% des droits de vote ou un de ses multiples.

2.1.4 Les coûts d'une cotation

Introduire une société en bourse coûte cher. Aux coûts liés à la réalisation de l'opération (rémunération des intermédiaires et conseillers, d'Euronext, de la CBFA) s'ajoutent tous les investissements et sacrifices (à évaluer en termes de coût d'opportunité) que l'entreprise a dû supporter pour accéder à la cotation. Citons, par exemple, le passage d'une comptabilité suivant les normes nationales à une comptabilité suivant les normes IAS/IFRS qui est un processus long et coûteux. Enfin, il ne faut pas oublier les coûts liés à la rémunération des actionnaires, c'est-à-dire le coût du capital (*cost of equity*). Ce dernier sera d'autant plus élevé que le risque perçu par l'actionnaire est grand.

Une étude empirique menée par Chen *et al.* en 2000 [Chen2000] a montré que, en moyenne, les frais d'une introduction en bourse aux Etats-Unis s'élèvent à 7% des montants levés. En Europe, sur l'Eurolist, les frais s'élèvent en moyenne à 5% des montants levés. La différence entre les Etats-Unis et l'Europe s'explique par une concurrence plus forte entre les banques sur le marché européen [Richon2006]. Pour Alternext et le Marché Libre, il existe malheureusement moins d'études. Cependant, Euronext estime le coût total d'une IPO (*Initial Public Offering*) sur Alternext entre 7% et 11% du montant levé [NautaDutihl2008]. Ces chiffres concordent avec les coûts moyens d'une IPO sur Alternext Paris qui s'élèvent à 9,4% [Richon2006]. Pour le Marché Libre, au vu des montants levés très réduits, le coût est relativement plus élevé, Euronext avançant des coûts moyens entre 11 et 17% [NautaDutihl2008]. Ces derniers chiffres s'expliquent assez facilement, car même si le travail d'introduction est globalement le même pour une PME introduite sur le Marché Libre ou Alternext (*i.e.*, on peut comparer cela à des frais fixes), les montants sur lesquels ces frais se répartissent sont beaucoup plus faibles. Les entreprises qui lèvent des fonds sur des marchés non réglementés ne bénéficient dès lors pas des économies d'échelle. L'argument avancé par Euronext suivant lequel « *une admission sur ces marchés (non réglementés) est moins onéreuse qu'une opération comparable sur un marché classique* » n'est donc pas à prendre pour argent comptant.

2.2 Fonctionnement des marchés financiers

Comme nous l'avons vu, le Marché Libre et Alternext diffèrent fortement du marché réglementé en termes de réglementation à l'admission et à la cotation. Une autre différence significa-

tive réside dans leur mode de fonctionnement et plus particulièrement dans la manière dont la cotation est réalisée.

Sur un marché réglementé tel qu'Eurolist, la cotation est réalisée de façon continue. Les ordres d'achat et de vente sont confrontés en temps réel et les transactions sont effectuées dès la rencontre entre le prix d'achat et le prix de vente. Sur le Marché Libre, la cotation est généralement faite au *fixing* (en anglais, *call auction*). En ce qui concerne Alternext, le *fixing* est également d'application mais les sociétés dont les titres sont assez liquides peuvent accéder à un système de cotation en continu. Cependant, aucune société cotée sur Alternext Bruxelles n'a opté pour cette option.

Le fonctionnement d'une cotation au *fixing* se décompose comme suit [Euronext2004]. Tout d'abord, les ordres d'achat et de vente s'accumulent dans le carnet d'ordres central jusqu'à une heure déterminée de la journée (par exemple, 15h00 pour la ligne principale du Marché Libre) et ce, sans qu'aucune transaction n'intervienne. Ensuite, une fois l'heure atteinte, les ordres cessent de s'accumuler dans le carnet du jour et le *fixing* est réalisé. Concrètement, les ordres d'achat et les ordres de vente sont confrontés et un nouveau prix est fixé de façon à maximiser le volume échangé et à minimiser le surplus [Hoffman2009, Euronext2010]. Le prix du *fixing* est le seul prix de référence de la journée. Enfin, une fois le *fixing* réalisé, il est possible de placer de nouveaux ordres d'achat et de vente au cours d'équilibre et ce, pendant une demi-heure. Après cette demi-heure, tout nouvel ordre est enregistré dans le carnet d'ordres central du lendemain.

Bon nombre de recherches empiriques ont montré que cette méthode de cotation présentait de nombreux avantages [Aitken2005, Comerton2006]. Citons entre autres :

- une découverte de prix de marché facilitée par la consolidation des ordres en un seul point. L'amélioration résulte du fait qu'il est possible pour un investisseur d'entrer et de retirer des ordres sans exécution de ces derniers. Par conséquent, le moment auquel les ordres arrivent n'a pas d'importance sur le cours du jour, ce qui diminue la volatilité [Economides1995, Schwartz2001];
- la possibilité pour *l'entière* des investisseurs de réaliser des échanges au prix du marché [Schwartz2001];
- une diminution de l'asymétrie d'information éventuelle en fournissant à tous les acteurs du marché un accès au même prix. Ce mode de fonctionnement est donc intéressant pour les investisseurs peu informés, ce qui permet d'améliorer la liquidité sur le marché car davantage d'agents sont enclins à passer des ordres [Madhavan1992];
- une diminution des coûts de transactions étant donné la consolidation temporelle des ordres et l'exécution de ces derniers à un seul prix [Economides1995a].

Outre cette méthode de cotation, une autre caractéristique importante du fonctionnement du Marché Libre et d'Alternext est que si le *fixing* se traduit par une variation du cours d'un titre de plus de 10% (à la hausse ou à la baisse), celui-ci est automatiquement « réservé », ce qui signifie qu'il n'y a pas de transaction. Euronext édite alors un prix indicatif. Sur ces marchés, il est donc fréquent de rencontrer des jours durant lesquels aucune transaction n'est réalisée.

Le Marché Libre et Alternext ne sont pas pour autant identiques. En effet, les investisseurs sur Alternext ont la possibilité de réaliser des transactions en dehors du carnet d'ordres central

avec un teneur de marché (*market maker*) aussi appelé « apporteur de liquidité » [Euronext2009]. Cette mesure a été instaurée afin de garantir un certain niveau de liquidité et de maximiser les possibilités d'exécutions. Les teneurs de marché sont chargés d'apporter en permanence une offre de liquidité sur un ou plusieurs titres de leurs choix. Pour ce faire, ils s'engagent à afficher simultanément un prix d'achat et de vente pour une quantité minimale de titres sur les valeurs qu'ils traitent. La différence entre le prix d'achat et de vente est appelée *spread* et correspond au mode de rémunération du *market maker*. Un investisseur sur Alternext a donc la possibilité, s'il le désire, d'entamer une transaction bilatérale avec le *market maker*, c'est-à-dire que les conditions (prix et quantité) sont déterminées par les deux parties. Le *market maker* doit être reconnu par Euronext. La liste des apporteurs de liquidité peut être obtenue sur le site d'Alternext [Euronext2010a]. Sur Alternext Bruxelles, agissent comme *market maker* la banque Degroof pour les titres BSB et Ecodis, KBC Securities pour les titres Porthus et Petercam pour CO.BR.HA.

Notons que la notion de *market maker* est différente de celle d'animateur de marché. Alors que le *market maker* s'engage auprès d'Euronext à apporter continuellement de la liquidité sur certains titres, l'animateur de marché s'engage auprès de la société à favoriser la liquidité de ses titres en introduisant des ordres dans le marché pour le compte de la société, dans la limite des moyens. L'engagement d'un animateur de marché est donc moindre. Les contrats d'animation de marché sont fréquents et se retrouvent à la fois sur le Marché Libre et sur Alternext.

2.3 Bref historique du Marché Libre

Depuis l'ouverture du Marché Libre en novembre 2004, ce sont pas moins de 30 PME qui se sont lancées dans l'aventure boursière. Certaines ont été couronnées de succès. C'est notamment le cas de Proximedia, consacrée entreprise de l'année en 2009. Pour d'autres par contre, l'issue fut plus douloureuse. On notera notamment les faillites de ZNJ, de Val Saint Lambert International (VSLI), d'Archimède & Cie et de Cinquième Saison.

La figure 2.1 reprend sur une ligne du temps l'ensemble des introductions sur le Marché Libre depuis 2004 avec l'introduction de Propharex jusqu'à la reprise par Small Caps Finance (SCF) de la société (et donc de la cotation) Val Saint Lambert International. La figure 2.2 résume les introductions sur les différents segments d'Euronext Bruxelles en fonction du temps. Après un début en fanfare avec pas moins de six introductions en 2005 et neuf en 2006, le Marché Libre a relativement bien traversé la crise avec six introductions en 2008 malgré un climat boursier très morose (le marché réglementé n'étant le théâtre que de deux introductions). Le bilan d'Alternext est plus mitigé. En effet, ce marché à cheval entre le marché réglementé et le Marché Libre n'a vu que neuf introductions en tout et pour tout depuis son lancement en 2006.

2.4 Le Marché Libre et Alternext en quelques chiffres

Les deux tableaux suivants dressent une carte d'identité des entreprises cotées sur le Marché Libre (tableau 2.2) et sur Alternext (tableau 2.3). La plupart des données ont été obtenues par

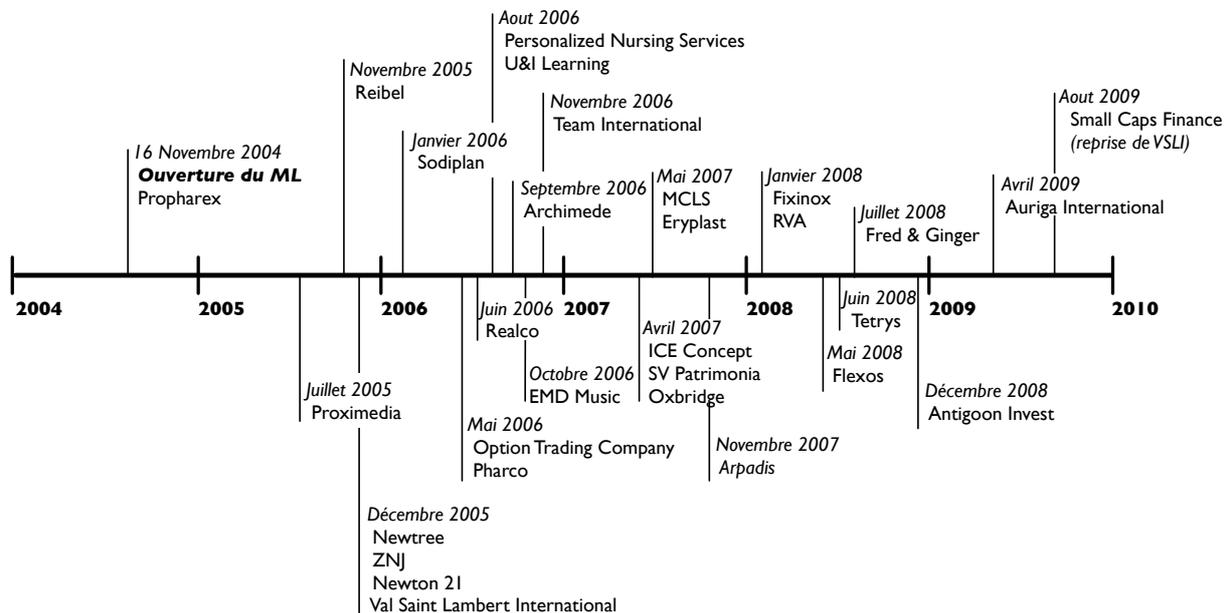


FIGURE 2.1 – Historique des introductions sur le Marché Libre depuis sa création en novembre 2004.

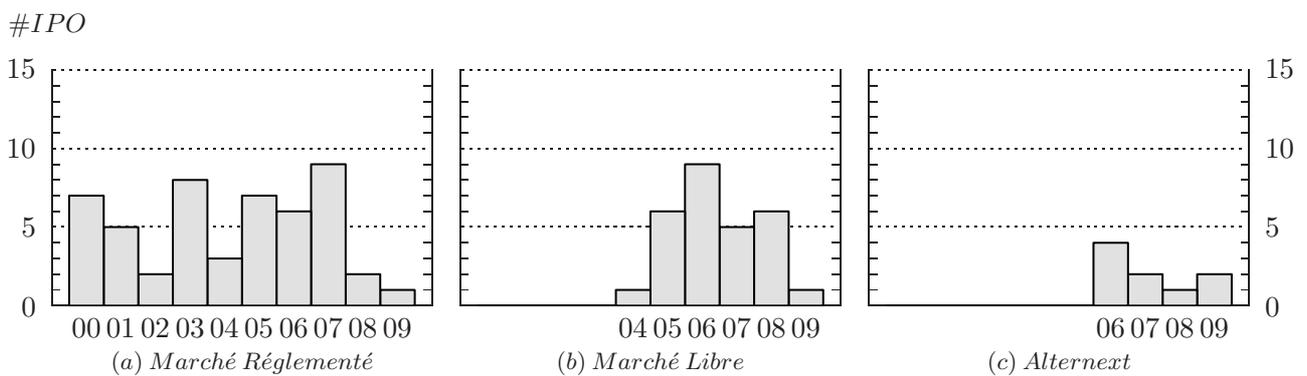


FIGURE 2.2 – Nombre d'IPO sur les différents segments d'Euronext Bruxelles entre 2000 et 2009.

l'intermédiaire du site Internet d'Euronext [Euronext2010b]. Les tableaux reprennent successivement :

- le nom de la société ;
- le cours de son action au 26 mars 2010 ;
- le nombre d'actions au 26 mars 2010 ;
- la capitalisation boursière en millions d'euros, soit le nombre d'actions multiplié par le cours de l'action ;
- les montants levés en millions d'euros lors de l'introduction ou IPO (*Initial Public Offering*) ;
- la décote, soit l'écart entre le prix d'introduction de la valeur et son prix de clôture lors de sa première cotation ;
- le flottant, c'est-à-dire le pourcentage des actions qui sont aux mains du public et qui sont donc susceptibles d'être échangées ;
- le pourcentage des actions détenues par les actionnaires de référence ;
- la société de conseil qui a pris en charge l'introduction boursière ;
- la moyenne de la colonne dénotée μ , son écart-type σ , le premier quartile² Q_1 , le deuxième quartile Q_2 (la médiane), le troisième quartile Q_3 et enfin le quatrième quartile Q_4 (le maximum).

Quelques grandes tendances se dégagent de ces tableaux et illustrent bien les différences entre le Marché Libre et Alternext.

Tout d'abord, du point de vue des capitalisations boursières, le Marché Libre confirme son statut de « bourse des propriétaires ». En effet, avec seulement 7 entreprises, la capitalisation totale d'Alternext (127 millions d'euros) correspond à plus de 80% de la capitalisation du Marché Libre (158 millions d'euros) qui comprend pourtant quelques 25 entreprises. La capitalisation moyenne est quant à elle trois fois plus élevée sur Alternext que sur le Marché Libre. L'analyse des quartiles nous apprend que seulement 50% des sociétés du Marché Libre ont une capitalisation boursière supérieure ou égale à 4,86 millions d'euros, là où 50% des entreprises d'Alternext disposent d'une capitalisation supérieure ou égale à 15,54 millions d'euros. Les deux segments sont résolument différents de ce point de vue et seule la capitalisation de Proximedia (33 millions d'euros) peut réellement rivaliser avec les entreprises cotées sur Alternext.

Le constat est le même en ce qui concerne les montants levés lors de l'introduction. En effet, le montant moyen levé sur le Marché Libre s'élève à 1,15 millions d'euros contre 5,84 millions d'euros pour Alternext. De plus, seulement 50% des entreprises cotées sur le Marché Libre ont réussi à lever plus d'un million d'euros alors que 50% des entreprises cotées sur Alternext ont réussi à lever plus de 5,5 millions d'euros. Le Marché Libre est donc un petit poucet et même l'IPO de Newton de 2,45 millions d'euros ne peut rivaliser avec les IPO qui ont lieu sur Alternext. Néanmoins, il convient de rappeler que les entreprises cotées sur Alternext sont tenues d'assurer un flottant minimum de 2,5 millions d'euros. Ces différences sont donc logiques et ne témoignent en rien d'un manque d'efficacité ou d'une quelconque faiblesse du Marché Libre.

2. Les quartiles correspondent aux valeurs qui séparent un ensemble de données en quatre parties égales. Par exemple, le premier quartile est la plus petite valeur supérieure ou égale à 25% des données.

Société	Cours	Actions	Cap.	IPO	Décot.	Flot.	Réf.	Conseil
	-	-	MEUR	MEUR	%	%	%	-
ANTIGOON	5,77	1.157.216	6,68	1,10	0,00	18,03	81,96	SCF
ARPADIS	5,00	2.352.190	11,76	0,52	6,21	0,85	98,87	SCF
AURIGA	6,50	1.344.168	8,74	0,54	0,00	-	-	SCF
EMD MUSIC	3,81	3.771.352	14,37	1,23	0,00	4,78	95,22	SCF
ERYPLAST	5,50	1.371.630	7,54	2,10	5,10	15,00	85,00	NextCap
FIXINOX	4,00	640.000	2,56	0,19	0,00	27,71	72,29	NextCap
FLEXOS	5,39	437.779	2,36	0,26	7,32	30,00	70,00	SCF
FRED&GINGER	7,41	882.756	6,54	1,50	1,41	19,67	72,57	VDP
ICE CONCEPT	2,25	1.867.647	4,20	1,40	0,00	19,70	80,30	SCF
MCLS	0,90	2.500.000	2,25	1,02	5,56	9,54	90,46	SCF
NEWTON 21	2,30	2.605.765	5,99	2,45	3,29	24,80	75,20	NextCap
NEWTREE	8,00	1.085.451	8,68	1,50	22,22	43,00	38,40	Leleux
OTC	1,18	3.088.091	3,64	0,91	0,00	11,00	89,00	SCF
PHARCO	1,20	1.525.839	1,83	0,91	0,00	-	-	SCF
PNS	6,00	612.500	3,68	0,51	25,62	20,52	79,48	SCF
PROPHAREX	0,65	2.208.409	1,44	1,00	25,25	35,00	65,00	SCF
PROXIMEDIA	16,40	2.016.722	33,07	1,52	1,00	11,90	88,10	SCF
REALCO	10,35	635.700	6,58	1,01	9,50	20,37	79,63	MSM
REIBEL	6,66	933.334	6,22	0,51	10,24	14,76	85,24	SCF
RV ASSURANCE	0,89	551.318	0,49	0,55	2,44	33,33	66,67	SCF
SODIPLAN	0,89	750.000	0,67	1,02	1,48	33,00	67,00	SCF
SV PATRIMONIA	3,15	1.300.000	4,10	1,53	0,00	22,61	77,39	SCF
TEAM INT	1,00	4.855.800	4,86	2,00	2,53	19,01	80,99	SCF
TETRYS	4,00	699.400	2,80	2,02	0,00	3,03	75,03	SCF
U&I LEARNING	4,00	1.725.325	6,90	1,50	10,62	37,30	62,70	Verbaere

μ	6,32	1,15	5,59	20,65	77,24
σ	6,51	0,60	7,88	11,24	12,79
Q_1	2,56	0,55	0,00	13,33	71,15
Q_2	4,86	1,02	2,44	19,7	79,48
Q_3	6,9	1,50	7,32	28,85	85,12
Q_4	33,07	2,45	25,62	43,00	98,87
Total	157,95	28,80			

TABLEAU 2.2 – Présentation typée des sociétés cotées sur le Marché Libre d'Euronext Bruxelles (chiffres du 26 mars 2010). Les sociétés transférées d'un autre marché (par exemple, Neuhaus) ou reprises (par exemple, SCF Invest) ne sont pas décrites. Les éventuels emprunts obligataires ne sont pas pris en compte.

Société	Cours	Actions	Cap.	IPO	Décot.	Flot.	Réf.	Conseil
	-	-	MEUR	MEUR	%	%	%	-
BSB	7,28	2.133.962	15,54	4,46	10,38	4,35	95,65	NextCap
DE ROUCK	0,40	1.729.118	0,70	3,00	0,56	24,15	75,85	Leleux
EMAKINA	9,94	3.496.708	34,80	8,43	1,64	8,46	91,54	ING
EVADIX	0,70	3.003.525	2,10	5,75	-2,60	39,79	60,21	Degroof
PORRHUS (*)	12,44	2.384.790	29,67	8,62	-	3,83	96,17	KBC
SICA INVEST	9,40	508.989	4,78	5,10	8,07	100,00	0,00	Weghsteen
VISION IT	6,11	6.488.373	39,64	5,50	0,00	13,76	86,24	Invest Secu.

μ	18,18	5,84	3,01	27,76	72,24
σ	16,43	2,04	5,07	34,32	34,32
Q_1	3,44	4,78	0,14	6,41	68,03
Q_2	15,54	5,50	1,10	13,76	86,24
Q_3	32,24	7,09	6,47	31,97	93,60
Q_4	39,64	8,62	10,38	100,00	96,17
Total	127,23	40,86			

TABLEAU 2.3 – Présentation typée des sociétés cotées sur Alternext (chiffres du 26 mars 2010). Les sociétés transférées depuis d'autres marchés (par exemple, CO.BR.HA) ou en liquidation (par exemple, ECODIS) ne sont pas reprises. Les éventuels emprunts obligataires ne sont pas pris en compte. (*) *Rachetée par la société DEXXCARTES par l'intermédiaire d'une offre publique d'achat.*

Ensuite, du point de vue de la valorisation, il est intéressant d'analyser la décote qui, pour rappel, correspond à l'écart entre le prix d'introduction d'une valeur et son prix de clôture lors de sa première cotation. Un écart positif important signifie que les investisseurs accordent à la société une valeur plus importante que celle proposée lors de son introduction et, par conséquent, que les émetteurs auraient pu demander davantage pour leur société. Une étude similaire a montré que la décote moyenne sur Alternext Paris est de 11% et d'environ 4% sur l'Eurolist [Richon2006]. Dans notre cas, les décotes sont faibles sur les deux marchés avec un peu plus de 5% en moyenne sur le Marché Libre et à peine 3% sur Alternext. Les valorisations initiales sur le Marché Libre et Alternext Bruxelles sont donc en relative adéquation avec la valeur perçue par les investisseurs.

Le flottant, c'est-à-dire le pourcentage de titres détenus par le public, est un autre point d'analyse important. À ce propos, il convient d'être conscient que ces données ont été collectées, soit directement via le site web des sociétés, soit via le site d'Euronext. Or, comme nous l'avons vu ci-dessus (voir section 2.1), *rien* n'oblige une société du Marché Libre à communiquer la composition de son actionnariat. Quant aux sociétés cotées sur Alternext, ces dernières ne sont obligées de déclarer les participations que si elles dépassent 25%. Par conséquent, rien n'indique que les données présentées soient exactes³. Néanmoins, les moyennes obtenues de 21% pour le Marché Libre et de 27% pour Alternext sont en adéquation avec les données avancées par Euronext [NautaDutihl2008]. Ces valeurs sont assez faibles compte tenu du fait que le flottant minimum pour être coté sur les segments réglementés d'Euronext est de 25% et que le flottant moyen des sociétés belges cotées sur un segment réglementé est de 50%. De plus, il ne faut pas oublier que les capitalisations auxquelles se rapportent ces flottants sont également très faibles. Concrètement, sur les 158 millions de capitalisation du Marché Libre (respectivement 127 pour Alternext), seuls 33 (respectivement 35 pour Alternext) font réellement l'objet de transactions.

Enfin, du point de vue des sociétés de conseil, la société Small Caps Finance domine les introductions sur le Marché Libre avec pas moins de 18 valeurs introduites sur les 25 recensées ! Le reste des introductions sur ce marché est partagé par la société NextCap, filiale d'Allyum et spécialisée dans les introductions en bourse sur Alternext, la société de bourse Leleux, Melice Stock Market, filiale de la société de Bourse Melice et enfin, le bureau de *corporate finance* de Verbaere. Sur Alternext, la répartition est plus diversifiée et on voit apparaître aux côtés de NextCap, Leleux, Weighsteen et Invest Securities, des banques telles que ING, Degroof et KBC.

2.5 Présentation des indices boursiers

Un indice est une mesure statistique visant à mesurer la performance d'un marché [Berk2008]. Sur un marché boursier, un indice correspond généralement à l'agrégation de plusieurs valeurs sensées représenter le plus fidèlement possible le marché en question. La valeur absolue d'un indice a peu de sens et est exprimée en points. Ce sont les variations qui sont importantes. De nombreux indices existent. Parmi ceux-ci, on retrouve le S&P 500, le Dow Jones et le NASDAQ pour le marché américain, l'Euronext 100, le CAC40 et le DAX pour le marché européen.

3. Le flottant de bon nombre d'entreprises nous semble en effet beaucoup trop élevé par rapport à la liquidité effective que l'on peut voir sur ces titres.

Dans ce travail, nous avons décidé de nous concentrer sur trois indices. L'indice de référence d'Euronext Bruxelles, le BEL 20, l'indice Alternext All-Share qui comprend toutes les entreprises cotées sur les segments Alternext ainsi que l'indice du Marché Libre calculé et édité par Euronext Bruxelles. Les détails du calcul de l'indice du Marché Libre nous ont été transmis par M. Frédéric de Laminne de Bex, responsable des introductions sur le Marché Libre.

Notons que d'autres indices visent également le Marché Libre et Alternext. Citons notamment l'indice Small Caps Finance (SCF) qui reprend les valeurs des sociétés conseillées par SCF et cotées sur le Marché Libre et l'indice Alluym30 qui reprend les 30 premières valeurs ayant une capitalisation boursière supérieure ou égale à 5 millions d'euros (cotées sur le Marché Libre, Alternext ou le compartiment C d'Euronext Bruxelles). Ces indices ne sont pas indépendants et leur calcul n'est pas détaillé par les responsables; nous avons donc choisi de ne pas les prendre en considération dans ce travail.

2.5.1 L'indice BEL 20

Le BEL 20 existe officiellement depuis le 31 décembre 1990, date à laquelle il a pris sa valeur de base de 1000. Il constitue l'indice phare d'Euronext Bruxelles et est, de loin, l'indice belge le plus connu. Le BEL 20 se veut être une mesure représentative du marché boursier belge et sert de base à de nombreux produits dérivés (*trackers*, *warrants*, etc.). Il est calculé en temps réel et est mis à jour toutes les 15 secondes.

Le BEL 20 est composé des 20 valeurs nationales⁴ les plus liquides choisies parmi les plus grandes capitalisations boursières adaptées par rapport au flottant. La liquidité est notamment mesurée à l'aide du taux de rotation du flottant. Ce dernier doit être supérieur à 30% pour qu'une entreprise puisse être éligible.

Concrètement, l'indice est égal à la somme des cours multipliés par les poids associés aux différentes entreprises normalisée à l'aide d'un dénominateur d [Euronext2010c]. La formule utilisée est la suivante :

$$BEL\ 20_t = \frac{\sum_{i=1}^{20} x_i * p_i}{d} \quad (2.1)$$

où :

- $BEL\ 20_t$ représente la valeur de l'indice au temps t ;
- x_i représente le poids associé à la société i majoré à 12%. Un relevé des poids est repris en annexe dans le tableau 2;
- p_i est le cours enregistré de l'action de la société i au temps t ;
- d est le diviseur de l'indice au temps t .

4. Les ex-valeurs nationales rachetées par des groupes étrangers sont également éligibles.

2.5.2 L'indice du Marché Libre d'Euronext Bruxelles

Cet indice se veut être mesure représentative de l'évolution de l'entièreté du Marché Libre. L'indice reprend l'évolution des prix pondérés par la capitalisation boursière de chaque entreprise. Il est calculé au temps t comme la somme des capitalisations boursières des sociétés au temps t divisée par un dénominateur d . Le dénominateur d correspond à la capitalisation boursière de référence du Marché Libre, cette dernière évoluant dans le temps. La formule exacte est la suivante :

$$ML_t = \frac{\sum_{i \in ML} actions_{i_t} * p_{i_t}}{\sum_{i \in ML} actions_{i_{ref}} * p_{i_{ref}}} \quad (2.2)$$

où :

- ML_t représente la valeur de l'indice au temps t ;
- $actions_{i_t}$ représente le nombre total d'actions de la société i au temps t ;
- p_{i_t} représente le prix de l'action de la société i au temps t ;
- $actions_{i_{ref}}$ représente le nombre total d'actions de la société i au temps de référence ref ;
- $p_{i_{ref}}$ représente le prix de l'action de la société i au temps de référence ref .

Lors de la première cotation de l'indice, ref est égal à t et l'indice prend alors sa valeur de base de 100%. Les jours suivants, le numérateur évolue en fonction des prix des différentes valeur. Quant au dénominateur, il reste fixé à la capitalisation boursière initiale. Ce faisant, l'indice représente bien l'évolution moyenne à la hausse ou à la baisse du Marché Libre par rapport à un point de référence.

Le dénominateur est mis à jour à chaque introduction (respectivement sortie) d'une nouvelle valeur sur le Marché Libre (cela arrive plusieurs fois par an). Concrètement, il augmente (respectivement diminue) proportionnellement avec le rapport entre la capitalisation boursière de la nouvelle (respectivement ancienne) entreprise et la capitalisation boursière totale du Marché qui précède l'introduction (respectivement sortie). Mathématiquement parlant, soit x le jour d'introduction d'une nouvelle valeur j , le dénominateur d_x est calculé comme suit :

$$d_x = d_{x-1} + d_{x-1} * \frac{actions_{j_x} * p_{j_x}}{\sum_{i \in ML, (i \neq j)} actions_{i_x} * p_{i_x}} \quad (2.3)$$

2.5.3 L'indice Alternext All-Share

L'indice Alternext All-Share reprend l'ensemble des valeurs cotées sur les segments Alternext d'Euronext (Amsterdam, Bruxelles, Paris, Lisbonne) [Euronext2006]. À nouveau, il s'agit d'un indice représentant l'évolution des prix pondérés par la capitalisation boursière des entreprises qui le composent [Euronext2006a]. Son calcul est similaire à celui de l'indice du Marché Libre décrit ci-dessus et n'est donc pas repris.

2.5.4 Evolution des indices

La figure 2.3 reprend l'évolution temporelle de trois indices : le BEL 20, l'indice Alternext All-Share et l'indice du Marché Libre d'Euronext Bruxelles.



FIGURE 2.3 – Evolution des indices du Marché Libre, d'Alternext et du BEL 20 entre 2006 et 2010.

Les évolutions annuelles de 2006 à 2009 sont reprises dans le tableau 2.4. L'évolution d'un indice pour une année i est calculée en divisant la valeur de l'indice le dernier jour de l'année par sa valeur le premier jour de l'année.

	Marché Libre	Alternext	BEL 20
2006	37,7%	28,1%	23,6%
2007	7,5%	-4,1%	-5,9%
2008	-28,3%	-50,0%	-53,8%
2009	-16,3%	25,4%	25,4%
2006 - 2009	-11,2%	-22,9%	-32,6%

TABLEAU 2.4 – Evolution annuelle de 2006 à 2009 des indices boursiers du Marché Libre, d'Alternext et du BEL 20.

L'indice du Marché Libre bondit de près de 40% en 2006, soit une augmentation de plus de 10% en comparaison avec Alternext et le BEL 20. En 2007, l'indice du Marché Libre continue de croître d'environ 8% alors que les deux autres segments sont en légère baisse. En deux ans, l'indice du Marché Libre a progressé de plus de 45%, là où la progression des indices Alternext et BEL 20 ne dépasse pas respectivement 24 % et 17,7%.

Dès le début 2008, l'impact de la crise financière se fait sentir⁵. Sans surprise, les trois indices plongent, mais, à nouveau, l'indice du Marché Libre s'en sort relativement mieux avec une baisse de 30% là où les indices d'Alternext et du BEL 20 chutent de 50%! De 2006 à 2008, l'indice le plus performant est donc sans conteste celui du Marché Libre. Notons que les rendements plus élevés du Marché Libre sont évidemment à mettre en relation avec les risques plus importants que les investisseurs (principalement privés) prennent sur ce marché, notamment en termes de liquidité (voir chapitre 3).

L'année 2009 est caractérisée par un rebond des cours, l'indice d'Alternext et le BEL 20 progressant tous les deux de 25%. Le Marché Libre par contre continue de dévisser et perd pas loin de 16%. Certains spécialistes, dont M. Frédéric de Laminne de Bex, expliquent cela par le manque d'intérêt relatif porté aux PME par les pouvoirs publics notamment en cas de crise économique profonde. De plus, les sociétés du Marché Libre étant généralement moins diversifiées que leurs homologues d'Alternext et du BEL 20, elles sont plus fragiles dans un contexte économique difficile [LEcho2009]. Malgré cela, l'indice du Marché Libre signe la « meilleure » progression (*i.e.*, la moins négative) entre 2006 et 2009 avec une perte de 11% contre respectivement le double et le triple pour l'indice Alternext et le BEL 20.

Un dernier point qu'il est intéressant d'étudier est la corrélation qui peut exister entre les différents indices et l'évolution du coefficient de corrélation dans le temps. Par définition, le coefficient de corrélation mesure le degré de liaison entre deux variables. Ce dernier est toujours compris entre -1 et 1. Un coefficient de corrélation négatif entre deux variables signifie que ces dernières ont tendance à évoluer dans des sens opposés. À l'inverse, un coefficient positif signifie que les variables ont tendance à évoluer dans des sens identiques. Un coefficient de corrélation nul signifie qu'il n'existe pas de relation linéaire entre les deux variables.

Dans son document descriptif du Marché Libre [NautaDutihl2008], Euronext motive l'investissement dans les sociétés du Marché Libre par leur aptitude à la diversification. Euronext avance notamment que les coefficients de corrélation entre l'indice BEL 20 et l'indice du Marché Libre (respectivement Alternext) s'élève à 0,62 (respectivement 0,62) entre 2006 et 2007 là où la corrélation entre l'indice BEL 20 et le CAC40 sur la même période est proche de 0,96. Selon Euronext, le Marché Libre et dans une moindre mesure Alternext sont relativement immunisés contre les grandes tendances boursières [LEcho2006]. Si ces conclusions étaient valides avant la crise, nous avons décidé de voir si elles étaient toujours valables après la crise. Le tableau 2.5 reprend les coefficients de corrélation entre les trois indices considérés pour chaque année depuis 2006 ainsi que les coefficients de corrélation de ces trois mêmes indices pour la période s'étalant de 2006 à 2009.

Quelques éléments intéressants sont à retirer de l'analyse de ces coefficients. Premièrement, si l'on omet l'année 2006, l'année de lancement d'Alternext, l'indice BEL 20 et Alternext sont fortement corrélés. De 0,86 en 2007, la corrélation augmente encore en 2008, au plus fort de la crise, pour atteindre presque 1 et la corrélation parfaite. De 2006 à 2009, le coefficient s'élève à près de 0,96. Alternext et le BEL 20 ont donc tendance à évoluer dans la même direction, ce qui s'observe facilement sur la figure 2.3.

5. Pour rappel, la majeure partie de la crise des *subprimes* date de 2007; les marchés boursiers ont donc mis du temps à réagir.

Du point de vue de l'indice du Marché Libre, la conclusion est légèrement différente. En effet, malgré un coefficient de corrélation de 0,9 avec le BEL 20 de 2006 à 2009 (en grande partie du à l'année 2008), les corrélations annuelles entre les deux indices sont faibles (0,36 en 2006) voire carrément négatives (-0,22 et -0,48 en 2009). Ces valeurs négatives sont logiques. En effet, en 2007, l'indice du Marché Libre continue sa croissance là où le BEL 20 s'écrase de près de 6%. De même, en 2009, l'inverse se produit ; le BEL 20 rebondit alors que l'indice du Marché Libre continue de décroître pendant près de six mois. Ce genre de comportement est recherché par les investisseurs qui souhaitent diversifier leur portefeuille pour diminuer la volatilité de ce dernier. L'argument avancé par Euronext nous semble donc relativement fondé en ce qui concerne le Marché Libre, en tout cas, pour les périodes hors crise financière. Il faut cependant être conscient que ces marchés sont jeunes et qu'un historique plus long est nécessaire avant de considérer le Marché Libre comme une réelle alternative à l'or du point de vue de l'aptitude à la diversification !

$\rho_{xy}(2006)$	BEL 20	Alternext	Marché Libre
BEL 20	1	0,14	0,36
Alternext	-	1	0,53
Marché libre	-	-	1

$\rho_{xy}(2007)$	BEL 20	Alternext	Marché Libre
BEL 20	1	0,86	-0,22
Alternext	-	1	-0,16
Marché libre	-	-	1

$\rho_{xy}(2008)$	BEL 20	Alternext	Marché Libre
BEL 20	1	0,99	0,96
Alternext	-	1	0,96
Marché libre	-	-	1

$\rho_{xy}(2009)$	BEL 20	Alternext	Marché Libre
BEL 20	1	0,98	-0,48
Alternext	-	1	-0,52
Marché libre	-	-	1

$\rho_{xy}(2006 - 2009)$	BEL 20	Alternext	Marché Libre
BEL 20	1	0,96	0,90
Alternext	-	1	0,87
Marché libre	-	-	1

TABLEAU 2.5 – Coefficients de corrélation entre les indices du Marché Libre, Alternext et du BEL 20 calculés entre janvier 2006 et novembre 2009.

3

Analyse de la liquidité du Marché Libre

L'objectif de ce chapitre est de réaliser une étude quantitative et comparative de l'évolution de la liquidité sur le Marché Libre et Alternext. Pour ce faire, un ensemble de mesures mathématiques a été calculé sur base des historiques de cotation disponibles librement sur le site Internet d'Euronext [Euronext2010b]. À notre connaissance, il s'agit de la première étude de ce genre portant sur les deux segments non réglementés d'Euronext Bruxelles.

Avant de débiter l'analyse, il convient de s'accorder sur la définition de la liquidité d'un marché financier. Force est de constater que cette notion, pourtant d'une importance cruciale, ne fait l'objet d'aucune définition communément admise [Mendelson1991]. Dans ce travail, nous dirons d'un marché qu'il est liquide si un investisseur peut rapidement vendre ou acheter une quantité importante de titres sans avoir un impact significatif sur leurs prix [Emonet2003, Yeyati2007]. Inversement, nous dirons d'un marché qu'il est peu liquide s'il est difficile pour un investisseur d'acheter ou de vendre une quantité importante de titres sans avoir un impact significatif sur leurs prix. Un marché peu liquide présente un risque plus élevé en raison de la volatilité plus importante de ses prix et de la probabilité plus élevée de rencontrer des transactions sans contrepartie. En toute logique, un investisseur est donc en droit d'attendre un rendement relativement plus élevé sur un marché peu liquide et ce, afin de rémunérer le risque pris.

De nombreux instruments mathématiques permettent d'évaluer la liquidité d'un titre et donc, par construction, celle d'un marché. Wyss [Wyss2004] sépare ces mesures de liquidité en deux grands groupes : les mesures unidimensionnelles et les mesures multidimensionnelles. Les mesures unidimensionnelles ne tiennent compte que d'une seule variable, là où les mesures multidimensionnelles en considèrent plusieurs. Les mesures unidimensionnelles sont subdivisées en quatre groupes : les mesures qui capturent la taille de la firme, le volume de titres échangés, le temps écoulé entre les transactions et le *spread*, c'est-à-dire l'écart entre le prix demandé par les vendeurs et le prix proposé par les acheteurs. Les mesures multidimensionnelles correspondent simplement à la combinaison de plusieurs de ces mesures unidimensionnelles.

Dans ce travail, nous avons retenu ici deux mesures de chaque type. Les deux mesures unidimensionnelles sont :

- le volume mensuel moyen de transactions ;
- la vitesse de rotation des actions (*share turnover*) qui correspond au nombre de fois que les titres changent de propriétaire au cours d'une période donnée.

Quant aux deux mesures multidimensionnelles, ces dernières sont :

- le ratio Amivest (également appelé ratio de liquidité) qui mesure le volume de transactions nécessaire pour provoquer une variation du prix d'un titre de 1% ;
- la variation moyenne du prix d'un titre (en %) suite à une transaction.

Ce chapitre débutera par une description des différents outils utilisés (section 3.1). Les ajustements mathématiques nécessaires à une analyse de marchés peu liquides seront également explicités. Les résultats de l'application de ces outils au Marché Libre et à Alternext seront exposés dans la section 3.2. Cette section détaillera également comment des valeurs de marché ont été obtenues à partir des données relatives aux titres individuels. Enfin, les divers enseignements de l'analyse seront résumés dans la section 3.3.

3.1 Description des instruments mathématiques utilisés

3.1.1 Remarques préliminaires à l'analyse de marchés peu liquides

Les outils mathématiques présentés dans ce chapitre sont utilisés la plupart du temps pour quantifier la liquidité sur des marchés réglementés pour lesquels un certain niveau de liquidité est assuré. Etant donné les caractéristiques particulières des marchés peu liquides, il est nécessaire de modifier certains calculs sous peine d'aboutir à des résultats incohérents. Ce type d'ajustement se rencontre également dans les analyses de marchés dits « émergents » qui présentent eux aussi une liquidité relativement faible [Lesmond2005].

Le première caractéristique importante est que les volumes de transactions ainsi que les rentabilités journalières sont fréquemment nuls. Comme nous le verrons par la suite, ceci a un impact sur le calcul du ratio Amivest et sur celui de la variation moyenne, car l'un et l'autre ne sont respectivement pas définis pour les jours à rentabilité nulle et à volumes nuls. Dans ce travail, lorsqu'une mesure n'est pas définie pour un temps t , sa valeur est fixée, par défaut, à 0.

La deuxième caractéristique concerne le calcul de la rentabilité journalière. En effet, pour un marché liquide, la rentabilité journalière R d'un titre i au temps t est simplement calculée comme la variation entre le prix de fermeture et le prix d'ouverture, c'est-à-dire :

$$R_{i,t} = \frac{\text{prix}_{\text{fermeture}_{i,t}} - \text{prix}_{\text{ouverture}_{i,t}}}{\text{prix}_{\text{ouverture}_{i,t}}} * 100 \quad (3.1)$$

Cette méthode ne fonctionne pas sur le Marché Libre ou sur Alternext, car le prix de fermeture est équivalent au prix d'ouverture. Ceci résulte de la méthode de cotation au *fixing* pratiquée sur ces marchés¹. Pour rappel, dans une cotation au *fixing*, les ordres d'achat et de vente sont confrontés une seule fois par jour et le prix est fixé de façon à maximiser le volume échangé et à minimiser le surplus [Hoffman2009, Euronext2010]. Le prix du *fixing* est donc le seul prix de référence de la journée (voir section 2.2). Afin de prendre en compte cette spécificité, nous avons modifié le calcul de la rentabilité journalière comme suit :

1. Notons néanmoins que, sur Alternext, certaines valeurs peuvent être cotées de façon continue.

$$R_{i,t} = \frac{\text{prix}_{fermeture_{i,t}} - \text{prix}_{fermeture_{i,(t-1)}}}{\text{prix}_{fermeture_{i,(t-1)}}} * 100 \quad (3.2)$$

La troisième caractéristique concerne le traitement des valeurs aberrantes comme l'augmentation du volume de transactions de plusieurs centaines de pour-cents entre deux jours consécutifs. Ces valeurs aberrantes résultent, entre autres, d'une augmentation de capital, de *split* (*i.e.*, division du nominal d'un titre) ou d'un effet d'annonce. Afin de garantir la pertinence des résultats (certains outils sont en effet sensibles aux valeurs extrêmes), nous avons choisi de supprimer ces valeurs du jeu de données.

3.1.2 Le volume mensuel de transactions

La première mesure que nous avons analysée est le volume mensuel moyen des transactions. Cette mesure s'obtient en totalisant toutes les transactions réalisées endéans un mois pour un titre donné. Le volume est une mesure importante de la profondeur du marché. En outre, il donne des informations sur l'aspect temporel des transactions étant donné que des volumes importants réduisent le temps d'attente nécessaire à la réalisation d'une transaction [Wyss2004]. En toute généralité, un titre sera d'autant plus liquide que son volume moyen est important.

3.1.3 La vitesse de rotation des actions

La deuxième mesure considérée est la vitesse de rotation d'une action (en anglais, *share turnover*). La vitesse de rotation d'une action est définie comme le ratio entre le nombre d'actions échangées sur une période T et le nombre d'actions en circulation [Brennan1996]. À nouveau, nous supposons une période T équivalente à un mois. Notons que, dans le cadre de ce travail, le nombre total d'actions a été supposé constant sur la période de temps considérée. La vitesse de rotation de l'action i pour le mois m est donné par la formule suivante :

$$Vitesse_{i,m} = \frac{\# \text{ actions } i \text{ échangées durant le mois } m}{\# \text{ d'actions en circulation de la société } i} \quad (3.3)$$

Pour mesurer plus finement le taux de rotation de l'action, le dénominateur peut être remplacé par le montant du flottant (en anglais, *free float*), c'est-à-dire le pourcentage d'actions effectivement détenu par le public. L'équation devient alors :

$$VitesseFlottant_{i,m} = \frac{\# \text{ actions } i \text{ échangées durant le mois } m}{\# \text{ actions composant le flottant de la société } i} \quad (3.4)$$

Le flottant est un élément important dans l'évaluation de la liquidité d'un titre. En effet, si peu de titres sont disponibles à l'échange, il sera plus délicat de rencontrer les acheteurs et les vendeurs potentiels. Les sociétés du Marché Libre n'étant pas tenues de communiquer le volume de leur flottant et l'importance des participations, nous avons choisi de ne pas considérer ces données et nous nous sommes limités à l'étude du ratio 3.3. Des estimations concernant le flottant des entreprises sont néanmoins reprises au sein des tableaux 2.2 et 2.3.

3.1.4 Le ratio Amivest

La première mesure multidimensionnelle étudiée est le ratio Amivest ou ratio de liquidité [Groth1984, Cooper1985, Hasbrouck2005, Amihud1997]. Le ratio Amivest est une mesure de la liquidité associée à la profondeur du marché². Concrètement, il représente le volume de transactions nécessaires exprimé en euros afin de provoquer une variation de 1% du prix de l'action. Un ratio élevé signifie que les investisseurs peuvent s'échanger un nombre élevé de titres sans avoir d'impact significatif sur le prix ; le titre peut donc être considéré comme liquide. Sa formule exacte est la suivante [Hasbrouck2008, Naes2008] :

$$Amivest_{i,m} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{V_{i,t} * p_{i,t}}{|R_{i,t}|} \quad (3.5)$$

où

- $Amivest_{i,m}$ représente le ratio Amivest moyen pour la société i pour le mois m ;
- T représente le nombre de jours de cotation du mois m ;
- $V_{i,t}$ correspond au volume d'échange du titre i au temps t ;
- $p_{i,t}$ représente le prix de fermeture du titre i au temps t ;
- $|R_{i,t}|$ représente la valeur absolue de la rentabilité journalière du titre i au temps t exprimée en %.

Avant d'utiliser un outil, il convient d'être conscient de ses limites. Une de ces limites provient du fait qu'il existe une corrélation positive entre le volume d'échange et la variation de prix [Karpoff1987]. Le ratio a donc tendance à surestimer la liquidité des instruments financiers fréquemment échangés [Hachmeister2007]. Par exemple, si l'on utilise le ratio Amivest pour comparer deux titres dont on sait qu'ils sont équivalents du point de vue de la liquidité mais qu'ils diffèrent au niveau des montants moyens de transactions, le titre pour lequel la taille moyenne des transactions est plus faible aura un ratio Amivest plus faible [Morawski2008].

3.1.5 La variation moyenne du cours après une transaction

Comme expliqué ci-dessus, une des lacunes du ratio Amivest réside dans le fait qu'il dépend du prix de l'action. Dès lors, certains auteurs [Wyss2004] proposent d'utiliser un autre ratio qui représente la variation moyenne du cours suite à une transaction. Ce ratio correspond en fait à l'inverse du ratio Amivest dans lequel la référence au prix a été retirée, il est calculé comme suit :

$$VariationMoyenne_{i,m} = \left(\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{|R_{i,t}|}{V_{i,t}} \right) * 1000 \quad (3.6)$$

La signification des termes est identique à celle utilisée pour le ratio Amivest (3.5). À nouveau, nous travaillons sur une période T d'un mois, soit environ 22 jours de cotation. Pour améliorer

2. Les anglophones parlent de *proxy for market depth*.

la lisibilité des résultats, nous avons choisi de multiplier les valeurs par 1000. Le ratio doit donc être interprété comme *la variation journalière moyenne du cours résultant de 1000 transactions*. À l'inverse du ratio Aminvest, un titre sera d'autant plus liquide que sa variation moyenne est faible.

3.2 Analyse quantitative de la liquidité sur le Marché Libre et Alternext

Dans cette section, nous appliquerons les instruments financiers décrits précédemment au Marché Libre et à Alternext. Au vu du nombre d'entreprises cotées sur les deux marchés (32 au total), une analyse exhaustive, société par société, est impossible. Nous avons donc choisi de travailler sur des valeurs de marché en agrégeant l'information des différentes sociétés.

Pour les volumes de transactions mensuels, une valeur de marché s'obtient simplement en additionnant les volumes échangés mensuellement pour chacun des titres composant le marché. Pour les trois autres mesures, le ratio Aminvest, la variation moyenne et la vitesse de rotation, l'obtention d'une valeur de marché suit la logique proposée par *Benic et al.* [Benic2008] et est similaire au calcul d'un indice boursier (voir section 2.5). Concrètement, nous calculons la valeur de marché au temps t comme la somme des mesures individuelles de chacune des sociétés au temps t pondérées par leur capitalisation boursière respective. Par exemple, le calcul du ratio Aminvest du Marché Libre au temps t est donné par la formule suivante :

$$AminvestMarket_m = \sum_{i \in Market} \left(Aminvest_{i,m} * \frac{MarketCap_{i,m}}{\sum_{i \in Market} MarketCap_{i,m}} \right) \quad (3.7)$$

où

- $AminvestMarket_m$ correspond à la valeur de marché du ratio Aminvest pour le mois m ;
- $Aminvest_{i,m}$ correspond au ratio Aminvest de la société i pour le mois m ;
- $MarketCap_{i,m}$ correspond à la capitalisation boursière moyenne de la société i durant le mois m . L'évolution des capitalisations boursières du Marché Libre et d'Alternext est disponible en annexe au sein de la figure 1.

Le calcul est similaire pour la variation moyenne et la vitesse de rotation où l'on remplacera le terme $Aminvest_{i,m}$ par $VariationMoyenne_{i,m}$ et $Vitesse_{i,m}$.

Chaque courbe présentée dans cette section sera accompagnée d'un tableau décrivant ses statistiques importantes, à savoir la valeur moyenne (μ), son écart-type (σ) ainsi que la valeur des quatre quartiles (Q_1 , Q_2 , Q_3 et Q_4). Deux valeurs seront calculées pour chaque statistique : la valeur relative à la totalité de la période considérée (depuis 2005 jusque mars 2010) ainsi que la valeur relative au climat de crise économique (depuis janvier 2008 jusque mars 2010).

3.2.1 Analyse des volumes de transactions

La figure 3.1 représente l'évolution du nombre de transactions mensuelles passées sur le Marché Libre et Alternext. Les statistiques importantes sont reprises dans le tableau 3.1. La première chose à remarquer est que la gamme de variation des deux courbes est comparable. Cependant, le Marché Libre compte, au moment de la rédaction de ce travail, quatre fois plus d'entreprises qu'Alternext (respectivement 25 sociétés contre 6). Si l'on considère la période totale, le Marché Libre s'en sort relativement mieux qu'Alternext avec une valeur médiane (Q_2) de 79 000 contre 60 000 transactions pour Alternext. Ce constat n'est cependant plus vérifié en temps de crise et les tendances s'inversent, la valeur médiane d'Alternext passant à 74 800 transactions alors que celle du Marché Libre plonge à 63 000. Le volume de transactions sur le Marché Libre est donc plus sensible à la dégradation du contexte économique que sur Alternext.

En termes de volumes, on voit donc un avantage net en faveur d'Alternext et ce, aussi bien en temps de crise qu'en temps normal. Si les volumes mensuels moyens sont dans l'absolu plus élevés sur le Marché Libre (79 000 transactions) que sur Alternext (60 000 transactions), en rapportant cela au nombre d'entreprises, une action du Marché Libre n'est échangée que 3 160 fois par mois (soit 158 fois par jour) alors qu'une action d'Alternext est échangée 10 000 fois (soit 500 transactions par jour) sur la même période. Nous expliquons cette différence par l'obligation de garantir un flottant de 2,5 millions d'euros pour les entreprises cotées sur Alternext ainsi que par la présence d'apporteur de liquidité, deux critères non retrouvés sur le Marché Libre.

*#transactions
mensuelles*

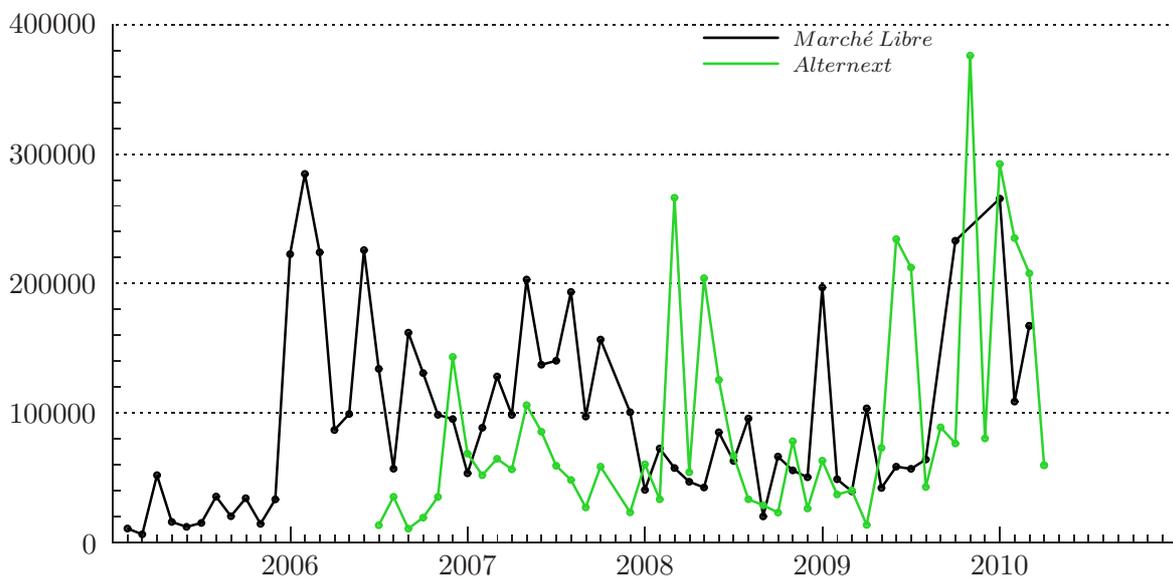


FIGURE 3.1 – Nombre de transactions mensuelles effectuées sur le Marché Libre et Alternext.

Afin d'affiner l'analyse, nous avons calculé le volume mensuel moyen pour chacune des entreprises composant le Marché Libre et Alternext. La figure 3.2 résume les résultats. On voit qu'à l'exception de BSB, les titres cotés sur Alternext ont tendance à être échangés plus fréquemment que la majorité des titres du Marché Libre. Notons toutefois la performance de sociétés telles

	Marché Libre	Alternext		Marché Libre	Alternext
μ	95.743	89.842	μ	88.793	116.992
σ	70.507	85.051	σ	65.029	100.642
Q_1	43.610	35.275	Q_1	49.628	40.875
Q_2	78.916	60.050	Q_2	63.026	74.800
Q_3	133.348	93.275	Q_3	99.728	207.050
Q_4	284.800	376.200	Q_4	265.702	376.200

(a) Période 2005 - 2010

(b) Période 2008 - 2010

TABLEAU 3.1 – Caractéristiques des volumes mensuels pour le Marché Libre et Alternext.

que Propharex, OTC ou encore Pharco. La valeur médiane, soit la valeur de PNS (point noir sur la figure 3.2), est égale à un peu moins de 3000 transactions mensuelles.

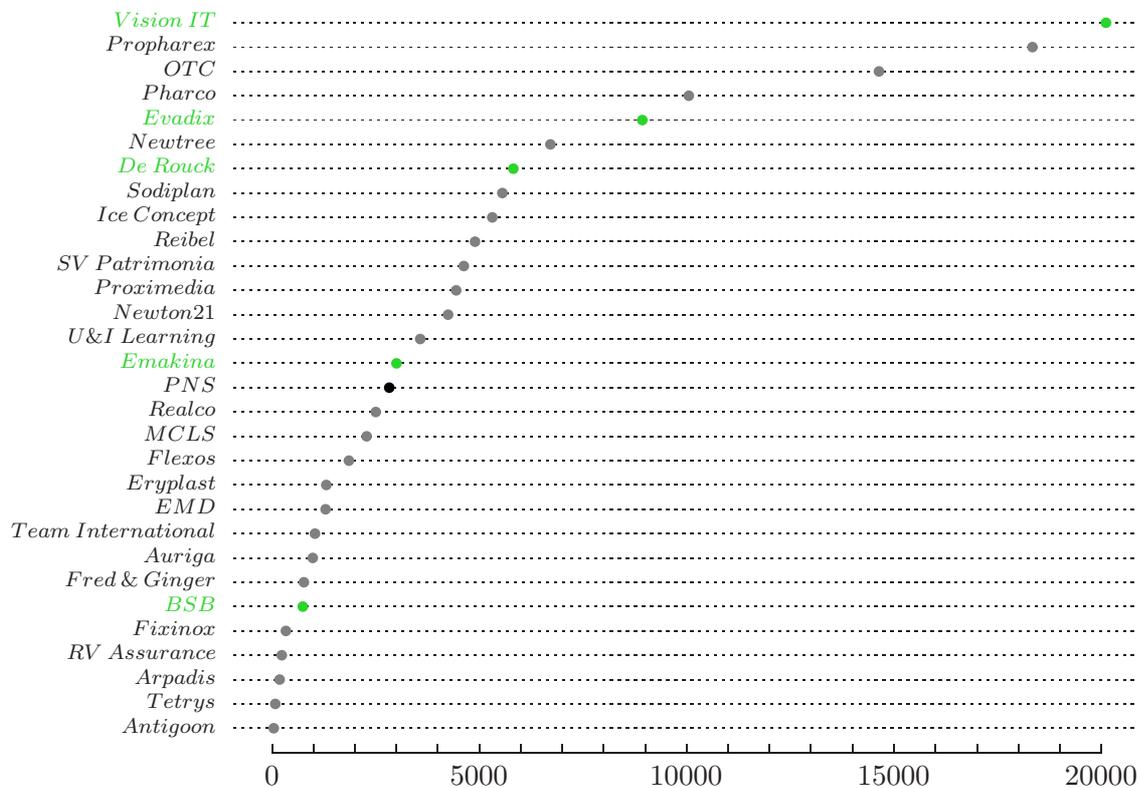


FIGURE 3.2 – Volumes de transactions mensuels des sociétés cotées du Marché Libre (en gris) et d’Alternext (en vert).

3.2.2 Analyse de la vitesse de rotation

La figure 3.3 reprend l’évolution de la vitesse de rotation sur le Marché Libre et sur Alternext. Les caractéristiques importantes des deux courbes sont reprises dans le tableau 3.2.

Le tableau nous apprend qu’en moyenne, sur la totalité de la période, les transactions mensuelles du Marché Libre équivalent à 37% de sa capitalisation totale. Entre 2008 et 2010, ce

pourcentage chute à 14%. Les statistiques d'Alternext sont relativement plus faibles avec des transactions mensuelles équivalentes à 15% (2006-2010) et à 6% (2008-2010). Selon nous, cette différence provient des différences significatives en termes de capitalisation sur les deux marchés. En effet, alors que les volumes de transactions mensuels présentent une même gamme de variation sur les deux marchés (voir ci-dessus), le nombre total d'actions ainsi que la capitalisation boursière totale sont clairement plus faibles sur le Marché Libre que sur Alternext (voir tableaux 2.2 et 2.3), ceci explique donc le taux de rotation relativement plus élevé du Marché Libre.

On notera à nouveau une différence importante entre la période 2005-2010 et la période 2008-2010. La vitesse de rotation diminue en effet fortement pour les deux marchés. Cependant, contrairement aux volumes mensuels, les statistiques du Marché Libre restent supérieures à celles d'Alternext même en cas de crise.

Pour information, la vitesse de rotation moyenne du BEL 20 s'élevait à 85% et à 99% pour la période 2008-2010, soit, respectivement, deux et six fois plus que la vitesse de rotation moyenne du Marché Libre.

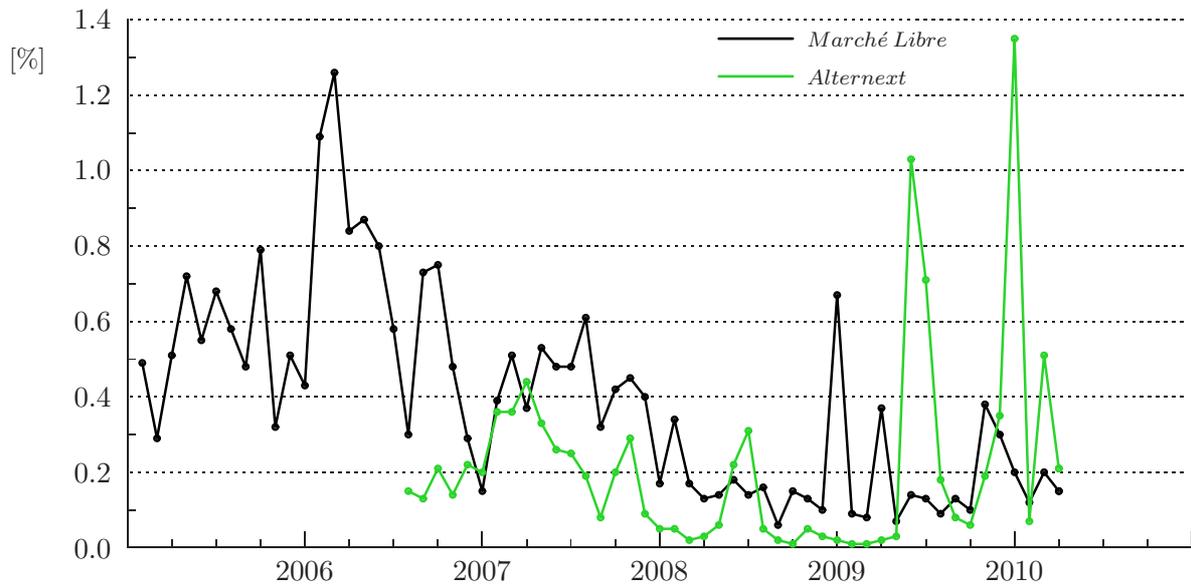


FIGURE 3.3 – Evolution de la vitesse de rotation de marché pour le Marché Libre et Alternext.

	Marché Libre	Alternext
μ	0,39	0,21
σ	0,27	0,26
Q_1	0,15	0,05
Q_2	0,37	0,15
Q_3	0,52	0,26
Q_4	1,26	1,35

(a) Période 2005 - 2010

	Marché Libre	Alternext
μ	0,18	0,21
σ	0,13	0,33
Q_1	0,11	0,02
Q_2	0,14	0,06
Q_3	0,19	0,21
Q_4	0,67	1,35

(b) Période 2008 - 2010

TABLEAU 3.2 – Caractéristiques de la vitesse de rotation de marché pour le Marché Libre et Alternext.

3.2.3 Analyse du ratio Aminvest

L'évolution des ratios Aminvest de marché est reprise au sein de la figure 3.4. Le récapitulatif des statistiques est quant à lui repris dans le tableau 3.3.

Le bilan est ici beaucoup moins nuancé et l'avantage est au Marché Libre. Les deux médianes (2821 euros pour le Marché Libre et 485 euros pour Alternext) indiquent l'investissement minimum qu'il faut faire dans le titre de marché³ pour faire varier le prix de ce titre (et donc par construction l'indice du marché) de 1%. Au vu de ces chiffres, on comprend pourquoi le Marché Libre et Alternext n'attirent pas les investisseurs institutionnels. En effet, n'importe quel investisseur privé peut, à lui seul, faire varier l'indice du marché de plusieurs pour-cents en effectuant une transaction inférieure à 10 000 euros pour autant évidemment qu'il soit en mesure de trouver une contre-partie.

Cette relative performance du ratio Aminvest sur le Marché Libre s'explique à plus de 80% par la performance des ratios individuels de cinq entreprises : Newtree, OTC, Propharex, Proximedia et Reibel qui tirent réellement la valeur de marché vers le haut. Le ratio Aminvest d'Alternext s'explique à 80% par les ratios d'Emakina et de Vision IT qui dans l'absolu sont moins élevés que les ratios des cinq entreprises sus-mentionnées.

À nouveau, qui dit crise économique dit pertes de liquidité. Ceci est particulièrement flagrant avec cette mesure. En effet, les ratios, déjà peu élevés, plongent à seulement 588 euros pour le Marché Libre et 264 euros pour Alternext.

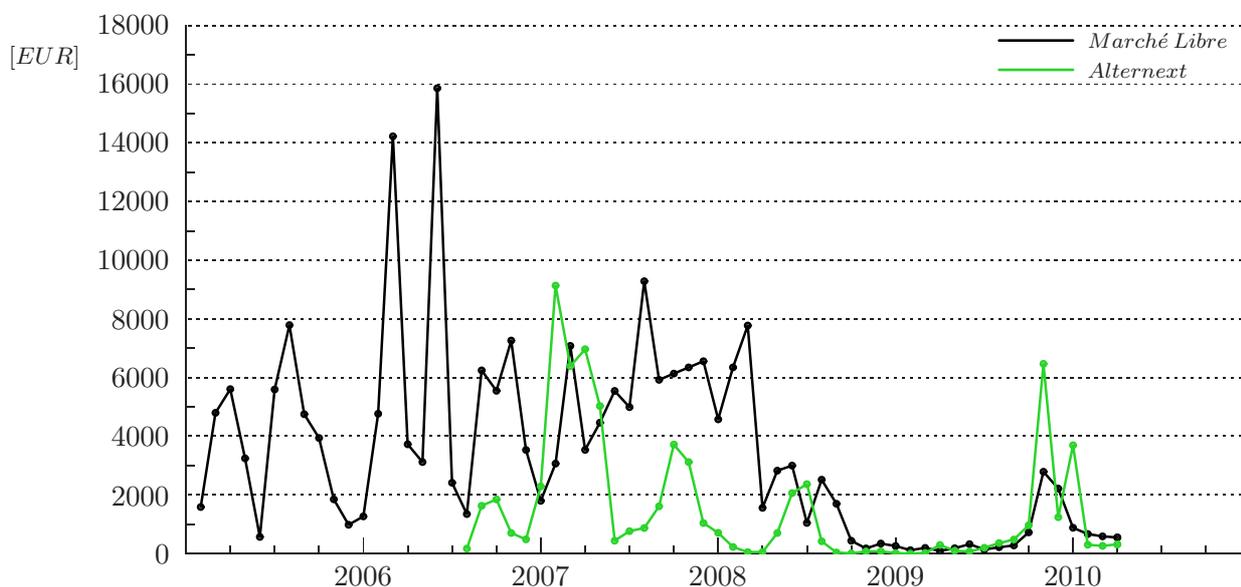


FIGURE 3.4 – Evolution des ratios Aminvest de marché pour le Marché Libre et Alternext.

3. Ce titre est en fait la combinaison de l'ensemble des titres pondérés par leur capitalisation boursière.

	Marché Libre	Alternext		Marché Libre	Alternext
μ	3.450	1.507	μ	1.405	773
σ	3.259	2.168	σ	1.892	1.431
Q_1	695	169	Q_1	237	61
Q_2	2.828	484	Q_2	588	263
Q_3	5.550	1.849	Q_3	1.958	590
Q_4	15.872	9.141	Q_4	7.778	6.473

(a) Période 2005 - 2010

(b) Période 2008 - 2010

TABLEAU 3.3 – Caractéristiques de l'évolution du ratio Amivest de marché pour le Marché Libre et Alternext.

3.2.4 Analyse de la variation moyenne

L'évolution de la variation moyenne de marché est reprise au sein de la figure 3.5. Le récapitulatif des statistiques est quant à lui repris dans le tableau 3.4. Pour rappel, cette mesure représente la variation moyenne du prix du titre de marché suite à 1000 transactions. Un marché sera d'autant plus liquide que sa variation moyenne est petite.

Du point de vue de cette mesure, on constate que le Marché Libre a tendance à être relativement moins liquide qu'Alternext et ce, pour les deux périodes considérées, toutes les statistiques étant supérieures à celles d'Alternext. L'amplitude des statistiques est également intéressante. Alors que sur un marché liquide tel qu'Eurolist, 1000 transactions relatives à un titre de marché auraient un impact totalement négligeable⁴, le constat est ici tout autre et le prix varie de plusieurs pour-cents. Ceci est la conséquence des faibles volumes rencontrés sur ces marchés. Rappelons, par exemple, que 50% des sociétés cotées sur le Marché Libre et Alternext voient leurs titres échangés moins de 3000 fois *par mois* (voir section 3.2.1). Les 1000 transactions *par jour* sont donc loin d'être négligeables. La conclusion est la même que celle tirée lors de l'analyse du ratio Amivest du marché : un investisseur moyen peut, à lui seul, influencer le marché. Notons toutefois qu'afin de protéger ses marchés des mouvements erratiques, Euronext limite la variation journalière maximale du prix d'un titre à 10% (voir section 2.2).

La réaction des deux marchés face à la crise est également intéressante. En effet, alors que toutes les statistiques relatives au Marché Libre augmentent, on remarque au contraire que celles relatives à Alternext s'améliorent. L'impact de la crise est donc relativement plus important pour les entreprises du Marché Libre.

Pour rappel, la variation moyenne est l'inverse du ratio Amivest pour lequel on a retiré la référence au prix. Comment dès lors expliquer que la variation moyenne du Marché Libre soit supérieure à celle d'Alternext ? Plus précisément, comment expliquer que le Marché Libre soit capable d'encaisser des transactions dont le montant est plus élevé que sur Alternext alors qu'il est en même temps beaucoup plus volatile lors de la réalisation de nombreuses transactions ? L'explication correspond en fait l'inverse de celle avancée pour le ratio Amivest. Pour rappel,

4. Par exemple, 1000 transactions journalières du titre Belgacom font varier son prix de moins de 0,001% en moyenne.

80% du ratio Amivest sont expliqués par la performance de cinq entreprises qui détiennent plus de 50% du capital boursier total du Marché Libre. La variation moyenne (l'inverse du ratio Amivest) de ces entreprises est donc très faible. Cependant, pour les 20 autres entreprises, le ratio Amivest étant faible, la variation moyenne est importante. Cet effet est moins sensible sur Alternext ou seulement six entreprises sont considérées.

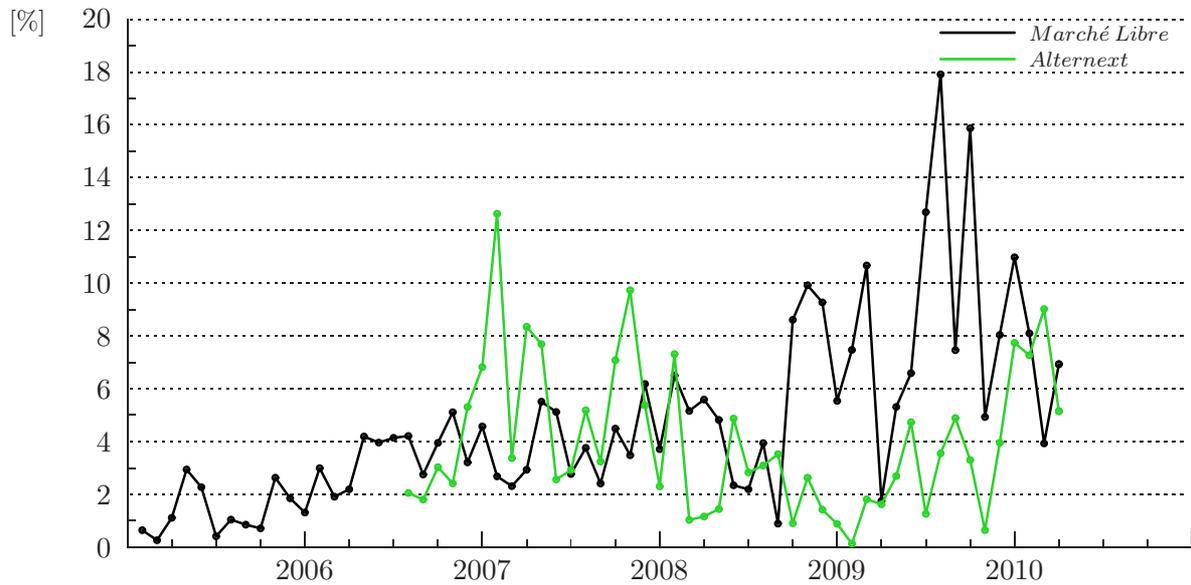


FIGURE 3.5 – Evolution de la variation moyenne de marché (en %) pour le Marché Libre et Alternext.

	Marché Libre	Alternext
μ	4,74	4,02
σ	3,57	2,81
Q_1	2,34	1,82
Q_2	3,96	3,25
Q_3	5,89	5,32
Q_4	17,92	12,64

(a) Période 2005 - 2010

	Marché Libre	Alternext
μ	7,17	3,30
σ	4,05	2,41
Q_1	4,89	1,35
Q_2	6,60	2,84
Q_3	8,95	4,81
Q_4	17,92	9,03

(b) Période 2008 - 2010

TABLEAU 3.4 – Caractéristiques de la variation moyenne de marché pour le Marché Libre et Alternext.

3.3 La liquidité du Marché Libre, les enseignements

Cette section a pour but de dégager les grandes tendances en termes de liquidité que l'on retrouve sur le Marché Libre et sur Alternext.

Tout d'abord, au terme de cette analyse, nous ne sommes pas en mesure d'affirmer qu'un marché est strictement plus liquide qu'un autre. En effet, les conclusions obtenues avec chacune

des mesures sont différentes. Ainsi, le Marché Libre est moins liquide qu'Alternext du point de vue du nombre de transactions mensuelles et de la variation moyenne, mais, en même temps, il est plus liquide du point de vue de la vitesse de rotation et du ratio Aminvest. De plus, l'historique d'Alternext Bruxelles et le nombre de sociétés cotées sur ce segment sont encore trop faibles pour tirer des conclusions définitives sur le fonctionnement de ce marché.

Cependant, deux tendances peuvent être soulignées. Premièrement, les volumes de transactions sont extrêmement réduits en comparaison avec un marché réglementé. Ceci s'explique par la très grande proportion d'investisseurs privés (88%, voir tableau 2.1), l'étroitesse des capitalisations boursières et donc le faible montant d'actions effectivement susceptibles de faire l'objet de transactions. L'analyse de la vitesse de rotation tend d'ailleurs à confirmer ce constat. Deuxièmement, l'analyse du ratio Aminvest et de la variation moyenne ont montré que ces deux marchés étaient sensibles aux actes d'investisseurs isolés. En effet, quelques milliers d'euros suffisent à provoquer des variations des indices de plusieurs pour-cents. Ceci est radicalement différent des marchés réglementés où les actes d'un investisseur isolé ne peuvent avoir qu'un impact négligeable sur le marché pris dans sa globalité. Selon nous, ceci constitue une des causes de l'importante volatilité de ces marchés et donc du risque qui y est associé.

4

Vers des marchés non réglementés plus efficaces

De nombreux acteurs s'accordent à dire que les marchés non réglementés souffrent d'imperfections. Parmi les reproches les plus fréquemment adressés, on retrouve le manque de liquidité, l'absence de communication de certaines entreprises, les montants des commissions prélevées par les conseillers et les intermédiaires financiers ou encore les dossiers d'introduction bâclés ou qui contiennent des prévisions pour le moins « surréalistes ».

La majorité de ces reproches est la conséquence de la faible réglementation à laquelle les sociétés sont soumises. Cette relative absence de réglementation constitue à la fois la plus grande force et la plus grande faiblesse des marchés non réglementés. Si un accroissement des réglementations résoudrait certainement la plupart des problèmes, il irait totalement à l'encontre de la raison d'être de ces marchés et en bloquerait l'accès pour bon nombre de PME. Afin d'éviter cet écueil, il convient de trouver des améliorations qui ne demandent pas ou très peu d'investissements de la part des sociétés cotées.

Dans ce chapitre, nous tenterons de rencontrer cet objectif en décrivant six pistes d'améliorations potentielles. Les deux premières sont relatives à la phase précédant la cotation et concernent la valorisation et le flottant des entreprises. Les quatre recommandations suivantes sont adressées aux sociétés qui sont déjà cotées et concernent l'amélioration de leur communication, les animateurs de marché et les apporteurs de liquidité, le passage à une cotation continue ainsi que la création de fonds spécialisés dans les PME.

4.1 Valoriser correctement les entreprises

Comme nous l'avons souligné dans notre présentation typée des sociétés (section 2.4), la décote sur le Marché Libre et Alternext, c'est-à-dire la différence entre le prix d'introduction et le premier prix de clôture, est relativement faible. Ceci tend à montrer que la valeur perçue par les investisseurs est en adéquation avec la valeur d'introduction. Si ce constat est vrai au début, seules quelques PME sont en mesure d'atteindre les objectifs qu'elles s'étaient fixés et sur lesquels reposait leur valorisation. Les flux futurs étant moins bons qu'escomptés, la valeur des

actions diminue et, avec elle, la valeur de la société. Le 1er mai 2010, à peine 25% des sociétés du Marché Libre présentaient un rendement positif depuis leur introduction.

Nous voyons deux raisons à ces prévisions trop optimistes ou déphasées avec la réalité. Premièrement, valoriser une petite entreprise en pleine croissance et sans historique conséquent est et restera un exercice délicat. Certes, beaucoup de techniques de valorisation existent (actualisation des flux de trésorerie disponibles, méthode des comparables, etc.), mais elles reposent sur un ensemble d'hypothèses plus ou moins réalistes qui influencent grandement le résultat. Deuxièmement, le calcul des commissions perçues par les intermédiaires financiers, un pourcentage des montants levés, incitent ces derniers à surestimer la valeur nominale des actions et ce, au détriment des actionnaires minoritaires.

Résoudre le problème de valorisation d'une PME est un problème complexe et ne constitue pas l'objet de ce travail. Par contre, nous pensons qu'il est possible d'aligner les intérêts des actionnaires minoritaires et des intermédiaires financiers. Pour ce faire, nous proposons d'inciter les intermédiaires financiers à prendre une participation dans les sociétés qu'ils introduisent (par exemple, tout ou partie de leur rémunération). Nous voyons au moins trois avantages à cette pratique. Tout d'abord, l'intermédiaire a intérêt à valoriser le plus correctement et le plus prudemment possible la société, car il partage maintenant le même point de vue que l'actionnaire. Ensuite, l'intermédiaire sera d'autant plus motivé à aider et à s'impliquer dans la gestion de la société qu'il peut prétendre à une part des bénéfices futurs. Enfin, l'intermédiaire envoie un signal très clair au marché : il croit en la société qu'il introduit et, ce faisant, renforce la confiance des investisseurs.

4.2 Augmenter le flottant des sociétés

Une des façons d'améliorer la liquidité d'un marché est d'augmenter le nombre de titres en circulation. Pour ce faire, deux leviers existent :

1. augmenter le nombre absolu de titres et donc les capitalisations boursières des sociétés ;
2. augmenter le nombre de titres effectivement disponibles à l'échange, le flottant.

Augmenter le nombre absolu de titres n'est pas compatible avec les caractéristiques intrinsèques des PME, surtout à partir du moment où certaines d'entre elles ne sont pas en mesure d'écouler l'ensemble des titres émis lors de leur introduction (par exemple seuls 20% des titres émis par Team International ont été souscrits lors de son IPO). Quant à l'augmentation du flottant, les dirigeants de PME n'y sont guère favorables en raison de la dilution plus importante de l'actionnariat et de l'augmentation du risque de perte de contrôle [NautaDutihl2008]. Ce raisonnement est logique pour une petite entreprise familiale, c'est notamment la conclusion à laquelle arrivent Collot *et al.* [Colot2005] : les PME familiales se tournent plus volontiers vers l'endettement en raison des risques de perte de contrôle. Par contre, il n'est pas concevable que cette logique prévale lorsqu'une PME décide de faire appel à de l'épargne *publique*. Cependant, imposer un flottant minimal nous semble trop contraignant et va donc à l'encontre de notre objectif initial. Par contre, nous pensons qu'il est nécessaire d'inciter les patrons à ouvrir davantage leur capital, par exemple, par l'intermédiaire d'une réduction des frais d'introduction accordée

par Euronext et proportionnelle au taux de flottant. Le montant de cette réduction sera aisément récupérable grâce à l'augmentation du nombre de transactions et donc des frais afférents.

4.3 Améliorer la communication

Le manque de communication des sociétés du Marché Libre envers leurs actionnaires est un sujet récurrent de la presse spécialisée [LEcho2006, LEcho2008, LEcho2008b, LEcho2009b]. Pour rappel, une société cotée sur le Marché Libre n'est pas tenue de communiquer avec ses actionnaires (section 2.1) et ce, même si les informations en sa possession peuvent avoir un impact significatif sur le cours (comme la perte ou le gain d'un contrat important). En limitant leur communication, ces sociétés sont victimes du désintérêt grandissant des investisseurs [LEcho2008], mais également des médias et des analystes financiers. Ce désintérêt se traduit par une baisse des volumes de transactions et donc de la liquidité. Pire, les investisseurs potentiels se retrouvent souvent démunis étant donné que la seule source d'information « objective » dont ils disposent est la société elle-même.

Dans son rapport intitulé *Free Market Grid*, Euronext établit un classement des sociétés du Marché Libre par rapport à la qualité de leur communication [LEcho2009b]. Les points sont attribués en fonction d'un ensemble de critères tels que l'existence d'un site Internet, d'une section dédiée aux investisseurs, de la disponibilité des rapports annuels, du prospectus d'introduction ou encore de l'existence d'un contrat avec un animateur de marché. La figure 4.1 reprend le classement. Le constat est sans appel. Sur les 26 sociétés classées, 15 n'obtiennent pas la moitié des points et seulement 4 sociétés excellent : Proximedia, U&I Learning, SV Patrimonia et PNS.

Une autre étude s'intéresse également à la communication financière des sociétés du Marché Libre et d'Alternext par l'intermédiaire du support Internet [Pozniak2009], un des principaux vecteurs de communication financière [Leger2008]. Après avoir confectionné une grille d'analyse de 51 éléments, les auteurs ont analysé les sites Internet de chacune des entreprises cotées. Chaque élément de la grille présent sur le site Internet de la société lui confère un point. Les résultats de l'étude sont repris dans la figure 4.2. Plusieurs points sont à souligner. Premièrement, aucune société ne dépasse le score de 24 (pour un maximum de 51). Les auteurs expliquent en outre que moins de 10% des sociétés communiquent sur les dividendes antérieurs, le positionnement de leur entreprise ou mettent à disposition leur rapport d'audit ou le procès-verbal de leur assemblée générale. De plus, à peine cinq entreprises communiquent sur les résultats intermédiaires et permettent à leurs actionnaires d'accéder aux rapports de gestion. Deuxièmement, les sociétés cotées sur Alternext (en vert sur la figure) se classent très clairement au-dessus de la moyenne. Ceci s'explique facilement car elles sont soumises à des obligations de communication (sur le fond et sur la forme) similaires à celles qui s'appliquent aux marchés réglementés. En ce qui concerne le Marché Libre, les entreprises qui excellent sont différentes du rapport *Free Market Grid*, SV Patrimonia et PNS se retrouvant même en-dessous de la moyenne. Notons cependant la performance de U&I Learning qui confirme sa position.

Selon nous, la solution aux problèmes de communication passe, dans ce cas-ci, par un durcissement de la réglementation. Il n'est pas concevable qu'une société *publique* ne communique pas avec ses apporteurs de fonds et ce, dans les bons comme dans les mauvais moments. Les règles de

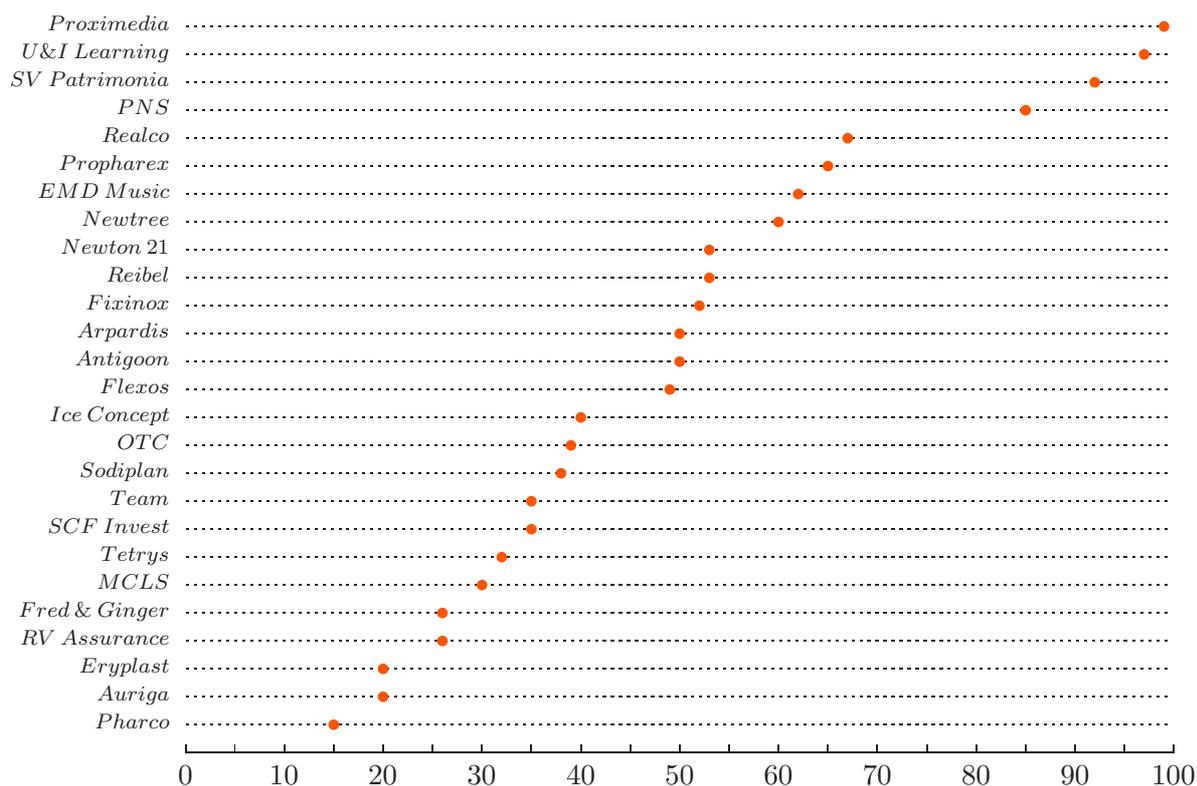


FIGURE 4.1 – Tops et flops de la communication sur le Marché Libre [LEcho2009b]. (Source : Euronext Bruxelles)

communication pourraient cependant être allégées par rapport aux marchés réglementés. Dans tous les cas, obliger les entreprises à publier leurs résultats intermédiaires, les rapports de gestion et du conseil d'administration ainsi que les procès-verbaux des assemblées générales nous semble à la portée de tous. De plus, améliorer la communication permettra indirectement d'augmenter la liquidité en ravivant l'intérêt des investisseurs.

Une autre solution, complémentaire à la première, serait de mettre en place un bureau d'analyse financière dédié aux marchés non réglementés dans l'optique de raviver la confiance des investisseurs en leur proposant une source d'informations objective.

4.4 Favoriser et encadrer les animateurs de marché et les apporteurs de liquidité

Comme nous l'avons décrit dans la section relative au fonctionnement des marchés non réglementés (section 2.2), il est possible d'améliorer la liquidité d'un titre par l'intermédiaire de tiers, à savoir un animateur de marché (Marché Libre, Alternext) et/ou un apporteur de liquidité (Alternext).

Un certain nombre de sociétés ont établi des contrats d'animation de marché. Citons notamment EMD Music, RVA et SV Patrimonia avec la société de bourse WEGHSTEEN & DRIEGE ou

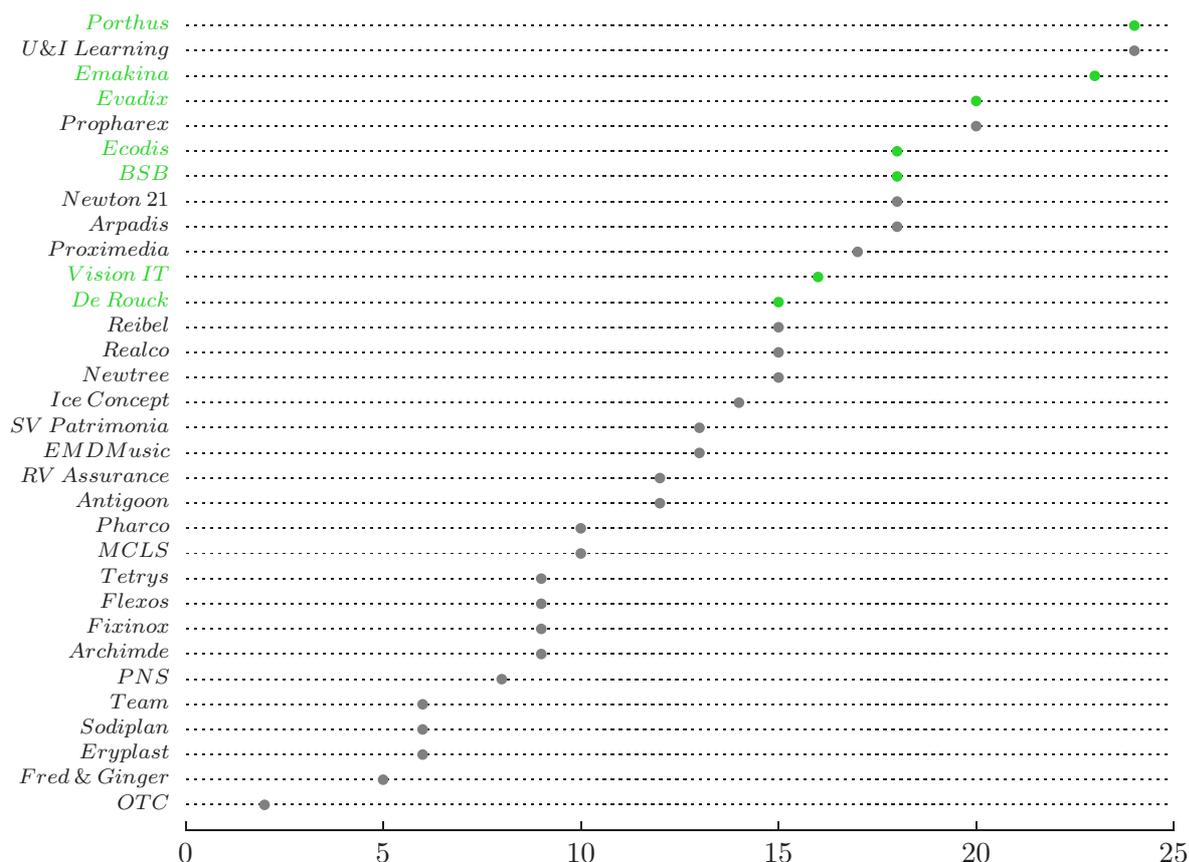


FIGURE 4.2 – Score de communication financière (sur 51) pour les entreprises cotées sur le Marché Libre (en gris) et sur Alternext (en vert) [Pozniak2009].

encore Realco avec la société MÉLICE & CIE. Pour rappel, ces animateurs ont pour but d'intervenir sur le marché afin d'éviter des écarts trop importants entre l'offre et la demande de titres et ce, dans la limite de leurs moyens. Ils ont cependant été critiqués pour leur inactivité, leur participation n'excédant parfois pas plus d'une dizaine d'actions [LEcho2007]. Afin d'assurer une liquidité minimale sur ces marchés, nous pensons qu'il est nécessaire de généraliser les contrats d'animation de marché notamment en réduisant les frais d'introduction ou de cotation des sociétés qui souscrivent à des services de ce type. Néanmoins, afin d'éviter des participations trop faibles, ces aides ne devraient être données qu'à partir du moment où l'animateur s'engage pour un nombre minimum de titres (par exemple 100 titres).

Les apporteurs de liquidité interviennent sur leurs fonds propres pour réaliser des transactions sur certains titres. Ils doivent en permanence afficher un prix à la vente et à l'achat et se rémunèrent par la marge qui existe entre ces deux montants (*bid-ask spread*). Ils doivent en outre être agréés par Euronext. Sur Alternext Paris, Gorra *et al.* [Gorra2007] ont montré que les valeurs qui bénéficient d'un apporteur de liquidité voient leurs volumes de transaction augmenter et leur taux de rotation quasiment doubler. Les auteurs nuancent cependant leurs propos car, dans bon nombre de cas, l'apporteur de liquidité devient un acteur prépondérant dans les transactions allant jusqu'à intervenir en tant que contrepartie dans 40% des cas. Si l'on peut s'interroger sur l'utilité d'un marché financier dans ces cas limites, l'intérêt d'un apporteur de liquidité nous semble évident et le recours à ce dernier doit être fortement encouragé.

Notons enfin qu'il ne nous semble pas raisonnable d'introduire le concept d'apporteur de liquidité sur le Marché Libre. En effet, les apporteurs de liquidité prennent un risque en acceptant d'entrer dans une transaction car ils ne sont pas certains de pouvoir réaliser une transaction inverse aux mêmes conditions. En fonction du risque perçu, ils augmentent ou diminuent la fourchette entre le prix proposé à la vente et à l'achat. Sur un marché volatile, les fourchettes seront très importantes, ce qui diminue voire annule l'intérêt de la présence de l'apporteur [Richon2006].

4.5 Encourager le passage à une cotation continue pour les valeurs d'Alternext

Sur Alternext, dès le seuil de 2500 transactions annuelles dépassé, une entreprise peut opter pour une cotation continue. Dans leur étude d'Alternext Paris, Richon *et al.* [Richon2006] ont analysé l'impact du passage d'une cotation au *fixing* à une cotation continue sur la liquidité et ce, pour six valeurs. La conclusion est claire. Le passage à une cotation en continu augmente de façon significative la liquidité d'un titre, certaines de ces valeurs voyant leur volumes mensuels moyens quadrupler. Gorra *et al.* [Gorra2007] aboutissent à des conclusions similaires : les valeurs cotées en continu voient leurs échanges quotidiens et la rotation du capital doublés par rapport aux valeurs cotées au *fixing*. Alors que sur Alternext Paris, la moitié des sociétés sont cotées de façon continue, sur la place bruxelloise, aucune société n'en a fait la demande malgré le fait qu'elles dépassent toutes le seuil requis. S'il n'est pas certain que les conséquences d'un passage à une cotation en continu seront aussi bénéfiques ; nous encourageons tout de même les sociétés d'Alternext Bruxelles à envisager ce nouveau mode de cotation.

4.6 Fonds spécialisés dans les petites cotations

Un des problèmes du Marché Libre est qu'il attire très peu les investisseurs institutionnels (seulement 12%, voir section 2.1) ; les valeurs étant trop petite, elles n'intéressent que les investisseurs privés, c'est-à-dire des personnes physiques.

Afin d'inciter les investisseurs institutionnels à injecter des fonds dans le Marché Libre, nous pensons qu'il est utile de créer davantage de fonds de placement spécialisés dans les PME cotées. Ces fonds de placement offrirait aux investisseurs la possibilité de profiter des avantages de la diversification à faibles coûts (frais de transaction réduits). De plus, la liquidité des titres du fond sera plus importante que la liquidité des titres qui le composent, ce qui sur des marchés non réglementés est un atout considérable. L'arrivée du fonds SICA Invest en décembre 2009 est donc une excellente nouvelle. SICA Invest est précisément une société d'investissement spécialisée dans les *small caps*. SICA Invest possède en outre plusieurs particularités intéressantes pour l'investisseur institutionnel et privé :

- l'intégralité de ses titres est disponible à l'échange (*i.e.*, le taux de flottant est de 100%) ;
- elle participe activement à la gestion des sociétés en exigeant la présence d'un représentant SICA Invest au sein du conseil d'administration des sociétés dans lesquelles elle participe ;

- elle est elle-même cotée sur Alternext afin d'améliorer la liquidité et la négociabilité de ses titres.

Le tableau 5 en annexe reprend la composition du portefeuille de SICA Invest. L'historique de la société (à peine 6 mois) est malheureusement trop court pour tirer des conclusions à propos de son impact sur le Marché Libre et Alternext. Gageons que les bonnes performances de ce type de fonds inciteraient la création d'autres sociétés d'investissements.

5

Conclusions et perspectives

Au terme de ce mémoire, nous pensons que l'objectif de départ, à savoir analyser le fonctionnement des marchés non réglementés et avancer des pistes d'amélioration, est rempli.

La première partie de ce travail a été consacrée à une présentation du Marché Libre et d'Alternext. Tout d'abord, les caractéristiques de chacun de ces marchés en termes de réglementation, de cotation et de coûts ont été détaillées et comparées avec les caractéristiques d'un marché réglementé tel qu'Eurolist. Le Marché Libre se distingue notamment d'Alternext par son absence de réglementation (aucune contrainte ne porte sur le flottant, la communication, etc.). Alternext est situé à mi-chemin entre le Marché Libre et Eurolist en imposant notamment un flottant minimum et des obligations de communication. Ensuite, au travers d'une présentation typée des membres du Marché Libre et d'Alternext, nous avons été en mesure d'apprécier les grandes tendances qui régissent ces marchés en ce qui concerne le nombre d'actions, les capitalisations boursières, la décote ou encore le flottant. Sans surprise, le Marché Libre se distingue par sa petitesse avec des capitalisations et des montants levés bien inférieurs à ceux d'Alternext. L'absence de données fiables¹ ne nous permet malheureusement pas de tirer de conclusion quant aux montants des flottants. Enfin, nous avons terminé par une présentation des indices boursiers du Marché Libre, d'Alternext (*Alternext All-Share*) et du BEL 20. En comparant leur évolution ainsi que leur corrélation, nous nous sommes aperçus de l'excellente performance du Marché libre et ce, durant trois années consécutives (de 2006 à 2008). Néanmoins, nous avons constaté que ce dernier peinait à remonter après la crise financière. Quant aux corrélations, nous avons constaté que les indices du Marché Libre et, dans une moindre mesure, l'indice d'Alternext, étaient relativement peu corrélés avec les grandes tendances boursières du BEL 20. Ce constat ne tient par contre plus dans un contexte de crise économique où tous les marchés chutent qu'ils soient réglementés ou non.

Dans la suite du travail, nous nous sommes attelés à quantifier la liquidité du Marché Libre et d'Alternext. À notre connaissance, il s'agit là de la première étude quantitative de la liquidité portant sur ces deux marchés. Nous avons utilisé quatre mesures de la liquidité : le nombre de transactions mensuelles, la vitesse de rotation du capital, le ratio Amivest (ratio de liquidité) et la variation moyenne du cours après une transaction. Afin de prendre en compte les caractéristiques des marchés peu liquides, nous avons dû modifier le calcul de certaines mesures notamment pour éviter les valeurs non définies.

1. Les sociétés du Marché Libre ne sont pas tenues de communiquer le taux de flottant. Quant à Alternext, seules les participations supérieures à 25% doivent être déclarées.

Contrairement à ce que l'on pourrait croire, le Marché Libre n'est pas « moins liquide » qu'Alternext. Sur les quatre mesures calculées, deux sont en faveur du Marché Libre : la vitesse de rotation et le ratio Amivest ; les deux autres sont en faveur d'Alternext : le nombre de transactions et la variation moyenne. Parmi les grands enseignements, nous retenons que les volumes de transaction sont très faibles pour les sociétés du Marché Libre (160 transactions journalières en moyenne) par rapport aux sociétés d'Alternext (500 transactions journalières en moyenne). Le problème de liquidité est donc bel et bien réel. La vitesse de rotation de ces deux marchés est également restreinte étant donné qu'en temps normal 37% du capital du Marché Libre change de mains endéans un mois contre seulement 15% pour Alternext (le BEL 20 tournant aux alentours des 89%). Quant au ratio Amivest et la variation moyenne, l'enseignement principal est que les marchés non réglementés sont sensibles aux actes d'investisseurs isolés. En effet, une transaction de quelques milliers d'euros ou portant sur quelques milliers de titres suffit à faire varier l'indice du marché de plusieurs pour-cents. Dans notre analyse, nous nous sommes également penchés sur le comportement des marchés durant la crise financière. Sans surprise, la plupart des indicateurs plongent : la vitesse de rotation diminue globalement de 50%, le ratio Amivest est divisé par près de 6 sur le Marché Libre et par 2 sur Alternext. Quant à la variation moyenne, cette dernière augmente de 25% sur le Marché Libre et, curieusement, diminue d'environ 10% sur Alternext.

Notre analyse est néanmoins perfectible sur certains points. Tout d'abord, le segment bruxellois d'Alternext ne comporte que six sociétés, ce qui ne permet pas de généraliser les conclusions à l'ensemble des segments d'Alternext. Notre analyse devrait donc être étendue afin de pouvoir tirer des conclusions définitives sur les éventuelles différences de liquidité entre ces marchés. Ensuite, ces marchés étant très jeunes, ils ne disposent pas d'un historique très fourni. De plus, sur les quelques années de données disponibles, les trois dernières sont caractérisées par un contexte de crise économique qui induit son lot de comportements anormaux voire complètement erratiques. Enfin, l'étude ne porte que sur des segments gérés par Euronext. Pour obtenir des conclusions plus générales, il serait intéressant d'inclure d'autres marchés non réglementés dans l'étude, comme l'*Alternative Investment Market* du *London Stock Exchange*.

Dans la dernière partie de notre travail, nous avons présenté un ensemble de six propositions visant à améliorer le fonctionnement des marchés non réglementés. Les deux premières concernent la période qui précède la cotation. La première a pour objectif d'améliorer la valorisation des entreprises en incitant les intermédiaires financiers à prendre des participations dans les sociétés qu'ils introduisent. La seconde vise à augmenter le flottant des sociétés en instaurant des politiques d'incitation pour les sociétés qui ouvrent une partie suffisante de leur capital au public. Les quatre recommandations suivantes portent sur les sociétés déjà cotées. La première a pour but d'inciter les sociétés cotées à souscrire un contrat d'animation de marché (Marché Libre) et à favoriser les apporteurs de liquidité (Alternext). Plusieurs études ont en effet montré l'impact positif sur la liquidité de la présence de tiers. La deuxième recommandation est destinée aux sociétés cotées sur Alternext et concerne le passage d'une cotation au *fixing* à une cotation continue. À nouveau, des études ont montré que les sociétés cotées de façon continue étaient plus liquides. Or, aucune société d'Alternext Bruxelles n'a opté pour ce mode de cotation. Enfin, la dernière recommandation vise à introduire davantage de fonds spécialisés dans les PME afin d'attirer les investisseurs institutionnels.

S'il est relativement aisé d'avancer des pistes d'amélioration, il est par contre beaucoup plus compliqué de quantifier leur impact et d'établir un choix définitif. En effet, il est difficile voire

impossible d'estimer les conséquences qu'auraient de meilleures valorisations ou des flottants plus élevés étant donné qu'au final c'est le comportement de l'investisseur qui prime. Ce constat est le même pour les autres propositions. Certes, des études ont montré l'impact positif des animateurs, des apporteurs de liquidité et du passage à une cotation en continu. Toutefois ces études se rapportant à Alternext Paris, on ne peut généraliser ces conclusions au marché bruxellois tant ces marchés diffèrent en termes d'activité et de nombre de sociétés. Pour la dernière recommandation relative aux fonds de placement, il serait intéressant d'étudier l'impact qu'aura SICA Invest, seul fond actif jusqu'à présent, sur la liquidité du Marché Libre et d'Alternext.

En conclusion, bien que le Marché Libre et Alternext ne soient pas exempts de défauts, ce n'est pas pour autant qu'ils sont dénués d'intérêts. Grâce à ces marchés, quarante PME ont réussi à lever plus de 70 millions d'euros, fonds qu'elles n'auraient jamais obtenus par des voies plus classiques comme le crédit bancaire. Nous sommes intimement convaincus que le Marché Libre et Alternext occupent une place de choix dans le paysage boursier belge. Cependant, pour réaliser leur plein potentiel, des changements doivent être apportés notamment pour regagner la confiance du grand public et des investisseurs institutionnels. En éclairant les pistes d'actions potentielles, ce travail se veut être un premier pas vers de meilleurs marchés non réglementés.

Bibliographie

- [Aitken2005] Michael AITKEN, Alex FRINO et Carole COMERTON-FORDE (2005) « Closing Call Auctions and Liquidity », *Accounting and Finance*, vol. 45(4), pp. 501-518.
- [Amihud1997] Yakov AMIHUUD, Haim MENDELSON et Beni LAUTERBACH (1997) « Market Microstructure and Securities Values : Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange », *Journal of Financial Economics*, vol. 45, pp. 365-390.
- [Benic2008] Vladimir BENIC et Ivna FRANIC (2008) « Stock Market Liquidity : Comparative Analysis of Croatian and Regional Markets », *Financial Theory and Practice*, Vol. 32(4), pp. 477-498.
- [Berk2008] Jonathan BERK et Peter DE MARZO (2008) *Finance d'entreprise*, Pearson Education.
- [Brennan1996] Michael J. BRENNAN et Avanidhar SUBRAHMANYAM (1996) « Market microstructure and asset pricing : on the compensation for illiquidity in stock return », *Journal of Financial Economics*, vol. 41, pp. 441-464.
- [CBFA2007] CBFA, *La Commission Bancaire, Financière et des assurances. Une brève présentation.* Disponible en ligne : <http://www.cbfa.be/fr/aboutcbfa/pres/pdf/presentation.pdf>
- [Cefip2009] Danielle SOUGNÉ et Jens VAN RYSELBERGHE (2009) « Enquête CeFiP Financement des PME 2009 », CeFiP, Centre de Connaissance du Financement des PME.
- [Chen2000] Hsuan-Chi CHEN et Jay R RITTER (2000) « The seven percent solution », *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 1105-1131.
- [Chevolot2008] Pascal CHEVOLOT (2008) *La bourse. Tout comprendre pour gagner*, Editions L'Express, collection Les Experts.
- [Colot2005] Olivier COLOT et Mélanie CROQUET (2005) « Les entreprises familiales sont-elles plus ou moins endettées que les entreprises non familiales », Documents d'Economie et de Gestion, Working Paper, Centre de Recherche Warocqué, Université de Mons.
- [Comerton2006] Carole COMERTON-FORDE et James RYDGE (2006) « The influence of call auction algorithm rules on market efficiency, *Journal of Financial Markets*, vol. 9, pp. 199-222.
- [Cooper1985] K. COOPER, J. GROTH et W. AVERA (1985) « Liquidity, Exchange Listing, and Common Stock Performance, *Journal of Economics and Business*, vol. 37, pp. 19-33.
- [Doumont1999] Jean luc DOUMONT (1999) « Drawing effective (and beautiful) graphs with T_EX », *TUG-boat*, vol. 20(3), pp. 255-261.
- [Economides1995] Nicholas ECONOMIDES (1995) *How to Enhance Market Liquidity*, Working Papers 94-03, New York Univeristy, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics.
- [Economides1995a] Nicholas ECONOMIDES et Robert SCHWARTZ (1995) « Equity Trading Practices and Market Structure : Assessing Asset Managers' Demand Immediacy », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 4(4), pp. 1-46.

- [Economides1995b] Nicholas ECONOMIDES et Robert SCHWARTZ (1995) « Electronic call market trading. Let competition increase efficiency », *Journal of Portfolio Management*, vol. 21, pp. 10–18.
- [Emonet2003] Caroline EMONET-FOURNIER (2003) *Les facteurs communs de la liquidité : une étude empirique sur le marché parisien des actions*, CEREG.
- [Euronext2004] NYSE Euronext (2004) *Notes d'organisation du Marché Libre*. Disponible en ligne : <http://www.euronext.com/fic/000/010/792/107928.pdf>
- [Euronext2006] NYSE Euronext (2006) *Alternext Index — the new benchmark for stocks listed on Alternext markets*. Disponible en ligne : <http://www.euronext.com/fic/000/001/892/18921.pdf>
- [Euronext2006a] NYSE Euronext (2006) *Rules for the Alternext All-Share Index*. Disponible en ligne : <http://www.euronext.com/fic/000/010/805/108058.pdf>
- [Euronext2009] NYSE Euronext (2009) *Notes d'organisation d'Alternext, MTF organisé par Euronext Brussels*. Disponible en ligne : <http://www.euronext.com/fic/000/046/092/460929.pdf>
- [Euronext2010] NYSE Euronext *Organisation des marchés*.
<http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-4357-FR.html>
- [Euronext2010a] NYSE Euronext *site web officiel d'Alternext* <http://www.alternext.com>
- [Euronext2010b] NYSE Euronext *Liste et cours des actions des sociétés cotées*.
<http://www.euronext.com/trader/pricelists/companyprofile-7213-EN.html>
- [Euronext2010c] NYSE Euronext *Calculation and publication of index value BEL20-index*. Disponible en ligne :
<http://www.euronext.com/fic/000/037/233/372332.pdf>
- [Gorra2007] Charles-Albert GORRA et Romain RAILHAC (2007) « Alternext : un premier bilan », Mémoire de Recherche, HEC Paris.
- [Groth1984] J. GROTH et D. DUBOFSKY (1984) « Exchange Listing and Stock Liquidity », *Journal of Financial Research*, vol. 7, pp. 291-302.
- [Hachmeister2007] Alexandra HACHMEISTER (2007) *Informed Traders as Liquidity Providers. Evidence from the German Equity Market*, pp. 21-33, DUV.
- [Hasbrouck2005] Joel HASBROUCK (2005) « Trading Costs and Returns for US Equities : The Evidence from Daily Data », Working paper, Stern School of Business, New York University.
- [Hasbrouck2008] Joel HASBROUCK (2008) *Empirical Market Microstructure*. Oxford University Press.
- [Hoffman2009] Peter HOFFMANN et Jos VAN BOMMEL (2009) « Pre-Trade Transparency in Call Auctions : Quantity Discovery Versus Price Efficiency », manuscrit non publié. Disponible en ligne : <http://ssrn.com/abstract=1343939>
- [Karpoff1987] Jonathan M. KARPOFF (1987) « The Relation between Price Changes and Trading Volume : A Survey », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cambridge University Press, vol. 22(01), pp. 109-126.
- [LaLibre2009] Patrick VAN CAMPENHOUT (6 mai 2009) « PME : le *credit crunch* ! », La Libre Belgique.

- [LEcho2006] Fabian LACASSE (18 octobre 2006) *Laissons au Marché libre le temps de s'épanouir !*, L'Echo.
- [LEcho2007] Fabian LACASSE (4 avril 2007) *Des simulacres de transactions qui risquent d'éloigner l'investisseur*, L'Echo.
- [LEcho2008] Fabian LACASSE (9 janvier 2008) *Une dizaine d'IPO pour le Marché libre*, L'Echo.
- [LEcho2008b] Fabian LACASSE (7 juillet 2008) *Sociétaires du Marché libre, n'oubliez pas vos actionnaires*, L'Echo.
- [LEcho2009] Fabian LACASSE (22 décembre 2009) *En Bourse, les "small caps" souffrent plus que les autres*, L'Echo.
- [LEcho2009b] Fabian LACASSE (16 septembre 2009) *Trop peu de PME cotées ont le souci du minoritaire*, L'Echo.
- [Leger2008] Jean-Yves LÉGER (2008) *La communication Financière*, Paris, DUNOD, 2ème édition, 278p.
- [Lesmond2005] David A. LESMOND (2005) « Liquidity of emerging markets », *Journal of Financial Economics*, vol 77(2), pp. 411-452.
- [Madhavan1992] Ananth MADHAVAN (1992) « Trading Mechanisms in Securities Markets », *Journal of Finance*, vol. 47(2), pp. 607-642.
- [Mendelson1991] Haim MENDELSON et Yakov AMIHUUD (1991) « Liquidity, Asset Prices and Financial Policy », *Financial Analysts Journal*, vol 47(6), pp. 56-66.
- [Morawski2008] Jaroslaw MORAWSKI (2008) *Investment Decisions on Illiquid Assets, A Search Theoretical Approach to Real Estate Liquidity*, Gabler Edition Wissenschaft.
- [Naes2008] Randi NAES, Johannes SKJELTORP et Bernt ODEGAARD (2008) « Liquidity at the Oslo Stock Exchange », Working Paper Series, Norges Bank.
- [NautaDutihl2008] Cabinet d'avocats NAUTADUTILH (2008) *Guide Pratique. Les PME et la bourse. Alternext et le Marché Libre*, NYSE Euronext.
- [Pagano2003] Michael PAGANO, Robert SCHWARTZ (2003) « A closing call's impact on market quality at Euronext Paris », *Journal of Financial Economics*, vol. 68, pp. 439-484.
- [Peffer2010] Serge PEFFER, Edouard ABBELOOS, Christine COLLET et CHRISTINE DAUW (2010) *Vade-Mecum du financement des PME*, Bruxelles, Editions Larcier.
- [Pozniak2009] Laetitia POZNIAK et Mélanie CROQUET (2009) « Analyse des déterminants de la communication financière des PME cotées sur les marchés non réglementés à travers le net. Le cas de la Belgique », Documents d'Economie et de Gestion, Working Paper, Centre de Recherche Warocqué, Université de Mons.
- [Richon2006] Thibault RICHON et Thibault PINCHON (2006) « Qui préfère une cotation sur Alternext ? » Mémoire de recherche, HEC Paris.
- [OECD2009] Intesa OECD (2009) « Table ronde de Turin sur l'impact de la crise mondiale sur le financement des PME et de l'entrepreneuriat et les réponses en termes d'actions des pouvoirs publics. Résumé de la présidence. », Turin, Italie

- [Schwartz2001] Robert SCHWARTZ (2001) « The Call Auction Alternative », in *The Electronic Call Auction : Market Mechanism and Trading, Building a Better Stock Market*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- [Wyss2004] Rico VON WYSS (2004) « Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market », *Dissertation der Universitat St. Gallen, Hochschule fur Wirtschafts, Rechts und Sozialwissenschaften (HSG) zur Erlangung der Wurde eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften*.
- [Yeyati2007] Eduardo L. YEYATI, Sergio L. SCHMUKLER et Neeltje VAN HOREN (2007) « Emerging market liquidity and crises », Policy Research Working Paper Series 4445, The World Bank.

Annexes

Société	Volume mensuel (# transactions)
ANTIGOON INV	43,75
ARPADIS GROUP	186,21
AURIGA INTERN.	984,62
EMD MUSIC	1.295,00
ERYPLAST	1.312,12
FIXINOX	338,46
FLEXOS	1.856,52
FRED & GINGER	771,43
ICE CONCEPT	5.315,15
MCLS	2.285,29
NEWTON 21	4.249,01
NEWTREE	6.717,30
OTC	14.639,13
PHARCO	10.053,33
PNS	2.830,95
PROPHAREX	18.340,32
PROXIMEDIA	4.443,63
REALCO	2.505,50
REIBEL	4.897,96
RV ASSURANCE	238,46
SODIPLAN	5.558,00
SV PATRIMONIA	4.627,77
TEAM INT MRKT	1.039,47
TETRYS	81,81
U&I LEARNING	3.576,74

(a) *Marché Libre*

Société	Volume mensuel (# transactions)
BSB	745,45
DE ROUCK	5.822,22
EMAKINA	3.004,54
EVADIX	8.933,33
PORRHUS	46.852,38
SICA INVEST	12.220,00
VISION IT	20.114,29

(b) *Alternext*

TABLEAU 1 – Volumes mensuels exprimés en nombre de transactions des entreprises cotées sur le Marché Libre et Alternext.

	Société	Poids (%)
1	GDF SUEZ	12,00
2	AB INBEV	12,00
3	FORTIS	9,06
4	DELHAIZE GROUP	8,36
5	GBL	8,24
6	KBC	7,56
7	SOLVAY	6,93
8	BELGACOM	5,96
9	DEXIA	4,25
10	UCB	4,14
11	UMICORE	4,12
12	COLRUYT	3,48
13	MOBISTAR	2,22
14	BEKAERT	2,16
15	CNP	1,90
16	ACKERMANS V. HAAREN	1,88
17	COFINIMO	1,74
18	TELENET GROUP	1,70
19	BEFIMMO	1,36
20	OMEGA PHARMA	0,92

TABLEAU 2 – Poids associés aux différentes sociétés composant l'indice BEL 20.

Société	IPO (MEUR)	1ère cot. (EUR)	Décote (%)
ANTIGOON INV	7,00	7,00	0,00
ARPADIS GROUP	6,12	6,50	6,21
AURIGA INTERN.	5,76	5,76	0,00
EMD MUSIC	6,82	6,82	0,00
ERYPLAST	10,00	10,51	5,10
FIXINOX	5,00	5,00	0,00
FLEXOS	4,10	4,40	7,32
FRED & GINGER	7,80	7,91	1,41
ICE CONCEPT	3,40	3,40	0,00
MCLS	4,50	4,75	5,56
NEWTON 21	8,50	8,78	3,29
NEWTREE	9,00	11,00	22,22
OTC	5,50	5,50	0,00
PHARCO	4,03	4,03	0,00
PNS	4,06	5,10	25,62
PROPHAREX	4,00	5,01	25,25
PROXIMEDIA	8,00	8,08	1,00
REALCO	8,95	9,80	9,50
REIBEL	3,81	4,20	10,24
RV ASSURANCE	4,10	4,20	2,44
SODIPLAN	4,06	4,12	1,48
SV PATRIMONIA	5,10	5,10	0,00
TEAM INT MRKT	6,32	6,48	2,53
TETRYS	4,62	4,62	0,00
U&I LEARNING	6,50	7,19	10,62

TABLEAU 3 – Différence entre le prix d'introduction et le prix lors du premier jour de cotation pour les sociétés cotées sur le Marché Libre.

Société	IPO (MEUR)	1ère cot. (EUR)	Décote (%)
BSB	10,60	11,70	10,38 %
DE ROUCK	9,00	9,05	0,56 %
EMAKINA	8,55	8,69	1,64 %
EVADIX	7,70	7,55	-2,60 %
SICA INVEST	9,16	9,90	8,07 %
VISION IT	8,75	8,75	0,00 %

TABLEAU 4 – Différence entre le prix d'introduction et le prix lors du premier jour de cotation pour les sociétés cotées sur Alternext.

	Société	# Titres	Poids (%)
1	ARSITEX	1.413	2,14
2	BRUX.GOURMAND (OBL.)	65	8,19
3	BSB	2.848	0,61
4	CRYONIC	1.424.666	23,69
5	EMD MUSIC	58.680	4,04
6	FIXINOX	7.069	0,89
7	FLEXOS	46.770	3,31
8	FRED&GINGER	37.401	8,97
9	FRED&GINGER (OBL.)	200	5,26
10	FRIGISTAR (OBL.)	41	5,50
11	ICE CONCEPT	21.700	1,09
12	IMAP (OBL.)	200	5,20
13	MCLS	5.329	0,38
14	REIBEL	7.253	2,00
15	RV ASSURANCE	10.000	0,59
16	SV PATRIMONIA	185.923	21,63
17	TEAM INT.	20.310	0,72
18	U&I LEARNING	59.649	5,74

TABLEAU 5 – Composition du portefeuille de la société d'investissement SICA Invest. (Source : SICA Invest)

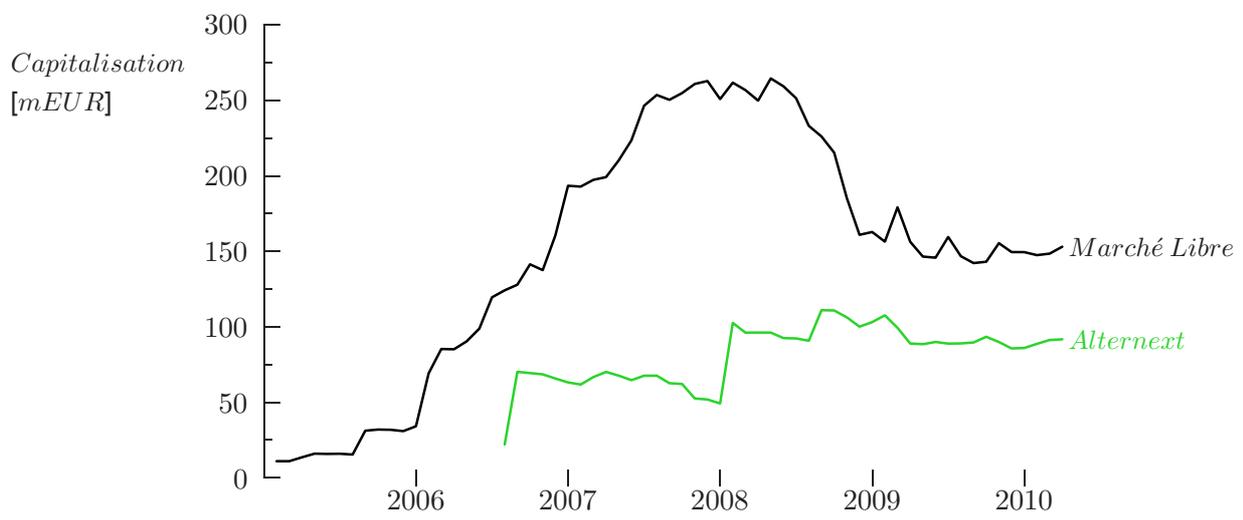


FIGURE 1 – Evolution des capitalisations boursières du Marché Libre et d'Alternext.