



HAL
open science

L'Alternative Investment Market : un modèle pour le financement des petites et moyennes capitalisations ?

Valérie Revest, Alessandro Sapiro

► To cite this version:

Valérie Revest, Alessandro Sapiro. L'Alternative Investment Market : un modèle pour le financement des petites et moyennes capitalisations ?. *Revue d'économie financière*, 2014, 114 (2), pp.167-188. 10.3917/ecofi.114.0167 . halshs-01062613

HAL Id: halshs-01062613

<https://shs.hal.science/halshs-01062613>

Submitted on 26 Oct 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

L'Alternative Investment Market : un modèle pour le financement des petites et moyennes capitalisations ?

Valérie REVEST* - Alessandro SAPIO^{♦1}

Résumé

L'Alternative Investment Market (AIM), dédié aux petites et moyennes capitalisations, a été créé en 1995 par le London Stock Exchange (LSE). L'AIM est devenu un marché de référence pour de nombreuses places boursières. Il repose sur un modèle de marché particulier où des intermédiaires privés, les Nomads, se substituent dans une certaine mesure à la régulation du LSE. Cet article interroge la nature du succès de l'AIM. A partir d'une revue de la littérature empirique, nous mettons en lumière les forces et faiblesses de ce marché. D'un côté, l'AIM est caractérisé par un dynamisme en termes d'entrées, d'opérations d'augmentation de capital, et de sorties volontaires. De l'autre côté, les performances opérationnelles des entreprises se révèlent inférieures à celles d'entreprises similaires sur d'autres marchés boursiers ; l'AIM ne jouant pas le rôle d'un tremplin pour les firmes innovantes. Les conclusions de cet article doivent permettre d'éclairer les décideurs quand à l'élaboration de marchés juniors.

Summary

The Alternative Investment Market (AIM), a stock market dedicated to small and medium capitalizations, has been created in 1995 by the London Stock Exchange (LSE). The AIM is viewed nowadays as a model for numerous stock markets with a similar target. It relies on a specific market model, where private intermediaries, the Nomads, replace, to a certain extent, the LSE regulation. This paper investigates on the nature of the AIM success. We shed light on the strengths and the weaknesses, through a review of the empirical literature. On the one hand, the AIM is characterized by a high rate of new introductions, capital raising, and voluntary exits. On the other hand, the operational performances of the AIM-listed companies appear to be lower than those for similar firms on other stock markets, thereby casting doubts on the role of AIM as a stepping stone for innovative firms. The conclusions of the article offer some insights for policy-makers considering the creation of new junior markets.

JEL

G1, G3, L26, M13, O31

To cite :

Revest V., Sapiro, A. (2014). L'Alternative Investment Market: un modèle pour le financement des petites et moyennes capitalisations?. *Revue d'économie financière*, (2), 167-188.

<https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2014-2-page-167.htm&wt.src=pdf>

* Valérie Revest, Université Lyon 2, TRIANGLE, chercheur associé au CEPN.

♦ Alessandro Sapiro, DES, Università di Napoli Parthenope (Italy) & LEM, Sant'Anna School of Advanced Studies, Pisa (Italy).

¹ Nous avons bénéficié d'un financement de l'Observatoire du Financement des Entreprises par le Marché (OFEM), et nous remercions Thierry Giami, président de l'OFEM à ce titre. Nos remerciements sont adressés aux membres de l'AIM, C. Nagel, U. Akram et M. Stuttard, pour leur accueil. Nous remercions également les chercheurs présents au workshop « The financing of innovative firms: from business angels to venture capital » université de Nice-Sophia Antipolis, pour leurs commentaires. Enfin, notre participation au programme européen Finance, Innovation and Growth (FINOV) a également contribué à la réalisation de ce travail.

L'Alternative Investment Market (AIM), marché junior du London Stock Exchange (LSE), est devenu au cours des dernières décennies le modèle de référence des jeunes marchés boursiers dédiés aux PME et aux entreprises de croissance. Contrairement aux Nouveaux Marchés d'Europe continentale, créés au milieu des années quatre vingt dix, l'AIM a fait preuve de résilience après l'éclatement de la bulle Internet en 2001, et n'a cessé de se développer. Le nombre d'entreprises cotées s'élève aujourd'hui à 1087 (source LSE, janvier 2014). Le succès de l'AIM a suscité la curiosité de nombreuses bourses de valeurs étrangères : il a été la source d'inspiration du marché français Alternext créé en 2005 - Cf. dans ce même numéro l'article de Lagneau-Ymonet, Rezaee et Riva pour une comparaison entre Euronext et l'AIM - et du marché First North en 2008, dont l'activité recouvre les pays nordiques. Deux copies de l'AIM ont également vu le jour récemment : AIM Japan (2009) et AIM Italia (2010)².

Au moment où d'autres bourses de valeurs réfléchissent à l'opportunité d'ouvrir des segments de marchés sur le modèle de l'AIM, et où la question du financement des PME demeure au cœur des préoccupations des acteurs politiques ; il apparaît opportun d'évaluer dans quelle mesure l'AIM peut constituer un marché de référence pour les PME-ETI³. L'objectif de cet article est d'interroger la nature du succès de l'AIM. Ce dernier n'est-il qu'un succès de taille, en permettant l'accès au marché à des entreprises qui ne pouvaient y entrer jusqu'alors? Ou le succès de l'AIM reflète-t-il la réelle capacité de son modèle de marché à soutenir le développement des petites et moyennes entreprises ? Selon cette seconde perspective, quelles sont les formes de support procurées par ce marché aux entreprises? Nous proposons, à partir de la littérature empirique, de dresser un bilan des effets d'une cotation sur l'AIM pour les entreprises concernées. Ce dernier met en lumière les forces et les faiblesses de ce modèle de marché, et contribue à éclairer les autorités des marchés boursiers et les régulateurs sur les possibles attentes vis à vis de marchés similaires.

La première partie est consacrée à la présentation de l'architecture organisationnelle de l'AIM, adossée à deux typologies des marchés existantes. Dans la seconde partie, nous proposons une synthèse des conséquences à court et moyen terme d'une cotation sur l'AIM.

1. L'architecture organisationnelle de l'AIM

La connaissance de l'architecture organisationnelle est essentielle pour appréhender les conditions du fonctionnement d'un marché, et tenter par la suite d'évaluer les retombées sur les

² D'autres marchés ou regroupements de marchés sont à citer comme les marchés asiatiques juniors ou encore le New-Zealand Alternative Exchange.

³ La définition des PME-ETI correspond en France aux critères définis par l'article 3 du décret 2008-1354 du 18 décembre 2008.

entreprises cotées. Le modèle de marché de l'AIM est décrit au travers de deux typologies : la première distingue les marchés en fonction de leur objectif initial (être un marché temporaire ou pas) et de leur degré de transparence informationnelle. Selon cette première distinction, l'architecture de l'AIM fait référence au « feeder principle » par opposition au « Nasdaq principle » (Posner, 2009). La seconde typologie porte sur la nature de la régulation du marché, qui peut reposer sur des principes (*principle based regulation*) ou sur des règles (*rules based regulation*) (Burgemeestre *et al.*, 2009). Le mode régulation de l'AIM répond aux critères d'un système par les principes. Ces deux classifications permettent ainsi de tracer un premier portrait de ce marché.

1.1 L'AIM conçu comme un nourrisseur

La construction de l'AIM s'est distinguée de celle des Nouveaux Marchés d'Europe Continentale à la même période. En effet, à la différence du NASDAQ et des Nouveaux Marchés européens, l'AIM a été initialement conçu comme un « feeder », i.e. un nourrisseur du marché principal. Posner (2009) a établi une typologie distinguant les marchés financiers créés selon le principe du *feeder* (*feeder principle*), des marchés créés selon le principe du NASDAQ (*NASDAQ principle*). Selon le premier principe (*feeder principle*), un marché boursier dédié aux PME est considéré comme un tremplin pour accéder au marché principal ; les entreprises les plus profitables seront propulsées jusqu'à la liste principale. Par opposition, le second principe (*Nasdaq Principle*), fait référence à un marché où les entreprises grandissent et demeurent sur le marché, ainsi que le montrent des cas illustres sur le Nasdaq comme Apple, Google, E-Bay...⁴. Une seconde différence essentielle réside dans les exigences informationnelles qui se révèlent élevées dans le modèle du NASDAQ et faibles dans le modèle du *feeder*. Ces deux « principes » de marché ont néanmoins en commun des conditions d'introduction et de cotation allégées par rapport aux listes principales, notamment en termes de taille critique, de profitabilité et de flottant (Cf. annexe 1, tableau b).

À la fin des années quatre-vingt-dix, la vague de création des Nouveaux Marchés européens s'était appuyée sur le modèle du NASDAQ. L'adoption du « Nasdaq Principle » provenait d'une volonté politique de la Communauté Européenne, qui percevait ce modèle comme un moyen efficace afin de stimuler l'innovation, de permettre la commercialisation de nouvelles technologies et de créer des emplois (Posner, 2009). Dans un premier temps, les bourses de valeurs nationales se sont montrées hostiles à la création de marchés de croissance, qui contribuait à les mettre en concurrence alors qu'elles disposaient d'un monopole sur leur marché national. Par la suite, les

⁴ La présence de ces entreprises clés est devenue ensuite un élément phare d'attraction pour les jeunes entreprises de haute technologie.

arguments des technocrates de la Commission Européenne les ont convaincues, à cela se sont ajoutées l'image et la réputation positive du NASDAQ.

Dans ce contexte, l'émergence de l'AIM apparaît comme une exception, car il a été construit selon le « feeder principle ». Le London Stock Exchange a ainsi préféré renforcer sa liste principale au travers de la création d'un marché temporaire ; la bourse de Londres bénéficiant d'une réputation inégalée en Europe. Par ailleurs, la composition sectorielle du *listing* de l'AIM reflétait dans les années quatre vingt dix une forte hétérogénéité⁵. La principale conséquence fut que l'éclatement de la bulle Internet n'affecta pas la croissance de l'AIM (Annexe 1, tableau a).

1.2. Une régulation basée sur des principes

Afin de saisir la spécificité du modèle de marché de l'AIM, une seconde typologie des marchés financiers faisant référence au mode de régulation est mobilisée. Cette approche oppose un système de régulation reposant sur des règles (*rules-based approach*), à un système de régulation reposant sur des principes (*principle-based approach*) (Burgemeestre *et al.*, 2009). Dans le premier cas (*rules-based approach*), la régulation est constituée de règles générales, universelles et abstraites, qui sont définies par un régulateur ex-ante. Dans le second cas, le système de régulation repose sur des principes, les poids des différents arguments étant assignés par un régulateur au cas par cas.

Rousseau (2007) est le premier à appliquer cette taxonomie au fonctionnement des marchés financiers. Par exemple, sur des marchés obéissants à l'approche en termes de règles, les critères d'admission sont définis objectivement ex-ante; alors que sur des marchés obéissant à une régulation en termes de principes, la capacité d'une entreprise à répondre aux critères d'admission est évaluée par des intermédiaires financiers spécialisés qui disposent d'un pouvoir discrétionnaire. Compte-tenu de cette distinction, l'AIM peut être qualifié de marché régulé par les principes : des intermédiaires particuliers, les Nominated advisers (Nomads) agréés par le LSE, ont la légitimité de déterminer si l'entreprise candidate à l'introduction est apte à être cotée ou non (critère de *suitability*). Ces derniers exercent un rôle crucial de certification des entreprises afin de leur permettre l'accès au marché. Si certaines recommandations sont faites par les autorités de l'AIM, les Nomads ne doivent rendre aucun compte de leurs décisions. Une fois l'entreprise introduite, ils doivent s'assurer que cette dernière respecte bien les obligations inhérentes au fonctionnement de

⁵ Actuellement, les quatre secteurs d'activité ayant le plus de poids sur l'AIM (valeur de marché) sont: Mining, Oil & gas producers, General Financial, Real Estate Investment and Services. Source LSE.

l'AIM et persuader leurs clients (les entreprises) de respecter certains standards de gouvernance (Rousseau, 2007)⁶.

Le pouvoir discrétionnaire élevé des Nomads leur permet de « produire » des règles de comportement taillées sur mesure pour des entreprises ayant des profils variés. Selon Mendoza (2008), la viabilité d'un tel modèle de régulation repose sur les compétences et l'intégrité de ces intermédiaires. « Les Nomads préservent l'intégrité et la réputation du marché » (p. 316). Si un Nomad abuse de son pouvoir et introduit des entreprises de mauvaise qualité, alors il pourra être légalement poursuivi par les investisseurs lésés (Bauer et Boritz, 2006). En outre, le Nomad sera progressivement exclu du réseau d'échange et ne pourra plus réaliser de profits issus de cette activité. La réputation apparaît pour les partisans de l'AIM comme un outil de coordination efficace des échanges, permettant de diminuer les asymétries informationnelles et d'écartier les comportements délictueux qui pourraient surgir du côté des entreprises et des intermédiaires. En définitive, sur un marché régulé par les principes tel que l'AIM, le système de régulation est externalisé, déplacé des autorités de la bourse de valeur et des organismes de régulation publique vers des intermédiaires privés. La réputation de ces derniers est alors considérée comme la clé de voûte du modèle de marché.

2. L' influence de l'AIM sur les entreprises cotées : quel bilan?

L'architecture organisationnelle de l'AIM ne constitue pas l'unique facteur explicatif de sa réussite. Cette dernière apparaît comme le produit de la combinaison de plusieurs autres composants, dont l'échec des Nouveaux Marchés européens de croissance, la diversification de son *listing*, la réputation de la place financière de Londres associée aux compétences élevées des différents intermédiaires financiers (analystes, courtiers, teneurs de marché), ou encore la conséquence de l'introduction de la législation Sarbanes Oxley (SOX) en 2002 aux Etats-Unis⁷.

Au delà des facteurs clés à l'origine du succès de l'AIM, la nature de ce dernier constitue une question majeure. Différents critères peuvent être utilisés afin d'analyser les composantes de la réussite d'un marché boursier, ces derniers étant extrêmement dépendants du point de vue adopté. Nous avons choisi d'aborder cette question au travers du prisme des entreprises cotées, en examinant les conséquences d'une cotation sur l'AIM. L'accroissement du nombre d'entreprises accédant au marché se fait-il au détriment de la "qualité" de ces entreprises? Plus généralement, quels sont les effets d'une cotation sur l'AIM? Afin de répondre à ces questions, nous présentons

⁶ Les Nomads sont rémunérés par les entreprises.

⁷ En renforçant les coûts et les exigences de cotation sur les marchés américains, l'introduction de SOX aurait incité des entreprises souhaitant devenir publiques, à se diriger vers l'AIM (Cf. Piotroski et Srinivasan, 2008 ; Coates, 2007).

une synthèse des travaux empiriques réalisés jusqu'à présent. Ces travaux abordent différentes dimensions de l'impact de l'AIM sur les entreprises, telles que le taux de survie, l'évaluation des performances opérationnelles, des performances réelles ainsi que les déterminants de sortie du marché. Les principales conclusions des études empiriques mentionnées sont synthétisées sous forme de tableaux récapitulatifs dans l'annexe 2 (tableaux 1 à 5)⁸.

2.1. L'AIM est-il un casino ?

En 2007, l'AIM a été au cœur d'une controverse opposant d'un côté les responsables des marchés financiers américains et de l'autre côté ceux de la bourse de Londres. Pour Roel Campos, un des commissaires de la SEC (Securities and Exchange Commission), le jugement sur la qualité de l'AIM a été définitif : « *I'm concerned that 30 per cent of issuers that list on AIM are gone in a year. That feels like a casino to me...* » (cité par Bawden et Waller, 2007). Ce dernier commentaire a suscité des réactions indignées au Royaume-Uni, notamment de Michael Snyder, président d'un Comité de régulation de la bourse de Londres.

Cette controverse a déclenché la réalisation de travaux empiriques cherchant à déterminer si les taux de survie sur l'AIM étaient aussi faibles que ceux dénoncés par Roel Campos. Espenlaub *et al.* (2012) trouvent que le taux de survie des entreprises cotées sur l'AIM est positivement corrélé à la réputation des Nomads. Sur la période 1995-2004, les auteurs constatent que 10,7 % des entreprises sont radiées de l'AIM pour des raisons volontaires et administratives – faillites et non respect des exigences de cotation – dans les 5 années⁹ suivant l'IPO (Initial Public Offering)⁹. Les entreprises de plus grande taille et plus âgées suivies par des Nomads réputés, tendent à survivre plus longtemps. La réputation du Nomad est corrélée au taux de survie des entreprises, en augmentant ce taux d'environ 2 ans en moyenne¹⁰. Gregory *et al.* (2010), sur la période 1995-2004 (et étendue jusqu'en 2007), constatent que 9,5 % des entreprises sont radiées de l'AIM dans les 5 années suivant leur introduction pour des raisons de faillites. Finalement, pour ces auteurs les taux de survie sur l'AIM seraient à peu près comparables de ceux des marchés Nord américains.

Ces deux premiers grands résultats se distinguent cependant de ceux de Gerakos *et al.* (2013). Ces derniers étudient le taux de survie des firmes cotées sur l'AIM et le comparent au même taux d'entreprises similaires présentes sur le NASDAQ, la liste principale du LSE et l'OTCBB¹¹. Les auteurs trouvent que le temps écoulé entre l'introduction et l'échec d'une entreprise est 60% plus

⁸ Une version complète de ces tableaux peut être obtenue auprès de la Revue d'Economie Financière.

⁹ Par opposition, les entreprises survivantes sont celles qui continuent à être cotées sur l'AIM ou qui sont transférées sur d'autres marchés boursiers.

¹⁰ La réputation des Nomads est ici mesurée au travers de la construction d'un indicateur synthétique comprenant les parts de marché du Nomad, sa profitabilité, son âge, et son *Credit Score*.

¹¹ Over-The-Counter Bulletin Board

court pour les entreprises de l'AIM par rapport aux autres marchés. Des résultats similaires sont mis en lumière par Vismara et al. (2012): le taux d'échec à 5ans après l'IPO est égal à environ 42% pour l'AIM, alors qu'il se situe entre 20 et 28% pour d'autres marchés. Ces deux derniers travaux confirmeraient plutôt l'intuition de Campos¹².

Résultat 1: Le taux d'échec des entreprises cotées sur l'AIM apparait plus élevé que celui d'entreprises comparables sur d'autres marchés. Cependant ce taux d'échec peut être atténué par la présence de Nomads compétents¹³.

2.2 Evaluation des performances économiques

Parallèlement aux études portant sur le taux de survie des entreprises de l'AIM, d'autres analyses se sont focalisées sur les performances économiques de ces dernières. Sur l'AIM, les performances opérationnelles se révèlent négatives dans les cinq années suivant l'IPO, alors qu'elles sont positives pour la liste principale du LSE (Hoque, 2011). Les rendements des titres sont inférieurs sur l'AIM comparativement à ceux de la liste principale; les entreprises sont caractérisées par une probabilité plus faible de faire des acquisitions, génèrent peu de dividendes, et ont une probabilité plus élevée d'être radiées de leur marché. L'étude de Gerakos *et al.* (2013) dévoile également des résultats peu encourageants sur les performances économiques de ces entreprises sur la période 1995-2008. Leurs performances seraient inférieures à celles d'entreprises cotées sur les autres marchés (marché principal du LSE, NASDAQ, OTCBB)¹⁴. En outre, même les entreprises à forte croissance dans les hautes technologies exhibent une probabilité plus tenue de réaliser des bénéfices. L'étude de Vismara et al. (2012) rejoint les résultats précédents. Les rendements des titres de la liste principale du LSE affichent une moyenne de 25,3% sur 3 ans, alors que ceux de l'AIM sont négatifs et équivalents à - 27,5% en moyenne sur la même période¹⁵.

Des résultats plus prometteurs et homogènes se manifestent concernant les augmentations de capital. Ainsi selon Hoque (2011), on observe une probabilité plus élevée de procéder à une augmentation de capital sur l'AIM que sur la liste principale, ce qui pouvait s'expliquer au moins en partie et jusqu'en 2007, par la non obligation pour les dirigeants de requérir l'approbation des actionnaires (Hoque, 2011). Cependant, d'autres travaux confirment cette tendance même après

¹² Vismara et al. (2012) reconnaissent cependant la présence d'un problème d'endogénéité dans leurs résultats.

¹³ Il faut cependant rester prudent vis à vis de potentiels effets de sélection, i.e. les Nomads réputés choisiraient les entreprises les plus performantes.

¹⁴ Les rendements des entreprises de l'AIM sous performant par rapport à ceux de l'échantillon de contrôle: - 42,7% sur 24 mois.

¹⁵ Les rendements des titres sont mesurés par les rendements anormaux d'achat-conservation des titres (Buy-and-Hold Abnormal Returns).

2007¹⁶. Les entreprises du LSE (liste principale et AIM) font preuve de davantage de dynamisme en termes d'opérations de capital par rapport aux autres marchés européens (Vismara et al., 2012). Lors d'une comparaison internationale, Nielsson (2013) montre que les fonds levés au cours d'une année soit par IPO ou augmentation de capital, sont en moyenne supérieurs sur l'AIM comparativement aux marchés américains ou d'Europe continentale. Par ailleurs, les entreprises ayant un taux de croissance élevé du capital et un fort ROA (Return On Assets) présentent une plus forte probabilité d'entrer sur l'AIM que de demeurer privées. Ainsi, à taille d'entreprises égale, l'AIM n'attirerait pas plus d'entreprises vulnérables que les autres marchés.

Résultat 2: Les rentabilités observées sur 3 et 5 ans après l'IPO sont plus faibles sur l'AIM que sur d'autres marchés ; cependant les entreprises de l'AIM se révèlent particulièrement actives en termes d'opérations de capital post IPO.

2.3 Coût du capital et choix de l'AIM

Si l'AIM avait initialement été conçu comme un « feeder » pour la liste principale du LSE, l'examen des transferts réalisés entre les deux listes divulgue des résultats surprenants au premier abord. On relève davantage de transferts de la liste principale vers l'AIM, que de l'AIM vers la liste principale. Par exemple, entre 1997 et 2009, 210 entreprises ont choisi d'être déplacées du LSE vers l'AIM, et 55 entreprises ont réalisé la démarche inverse (Revest et Sapio, 2012). Du point de vue de la réaction des investisseurs, on observe des rendements de titres négatifs anormaux, lors de l'annonce d'un transfert de la liste principale du LSE vers l'AIM, et positifs après le transfert. Des phénomènes inverses sont constatés s'agissant d'un transfert de l'AIM vers la liste principale (Campbell et Tabner, 2014; Jenkinson et Ramadorai, 2013). Deux interprétations cohabitent: premièrement, les investisseurs évaluent initialement de manière négative le passage d'une entreprise de la liste principale vers l'AIM ; ce dernier présentant davantage d'asymétries informationnelles et un niveau de risque plus élevé. Les rentabilités augmentent dans un second temps après le transfert sur l'AIM, reflétant l'intégration de primes de risque nécessairement plus substantielles sur ce marché. De ce fait, les changements de rentabilité liés aux mouvements entre les deux marchés seraient dus essentiellement au risque d'agence induit (Campbell et Tabner, 2014). Selon une seconde interprétation, les investisseurs initialement sous estiment l'effet positif d'une cotation sur l'AIM, compte-tenu d'une mauvaise évaluation du mode de régulation de ce marché (rentabilités négatives). Dans un deuxième temps après le transfert, l'environnement peu régulé de

¹⁶ Le règlement a changé en 2007.

l'AIM apparaît finalement favorable à certaines entreprises entraînant une augmentation des rentabilités observées (Jenkinson and Ramadorai, 2013)¹⁷.

Du point de vue des dirigeants, et s'agissant des transferts réalisés entre la liste principale et l'AIM, les raisons avancées correspondent à la spécificité de ce modèle de marché: une régulation légère, de faibles coûts d'introduction et d'admission, et au final une organisation plutôt favorable aux petites et moyennes entreprises (Campbell et Tabner, 2014). Les entreprises du LSE souhaitant être cotées sur l'AIM sont souvent des entreprises de petite taille, confrontées à des difficultés d'accès aux crédits, ne générant pas assez de flux de trésorerie, et souffrant d'une régulation trop rigide et coûteuse. L'accès à l'AIM leur permet alors de lever des capitaux au travers d'opérations d'émission d'actions nouvelles qui n'exigent pas l'approbation systématique des actionnaires (Hoque, 2011). A l'inverse, en général, les entreprises candidates au transfert de l'AIM vers la liste principale cherchent à élargir leur base actionnariale et voient le degré de concentration de la propriété diminuer. Le marché du contrôle d'entreprises est regardé comme étant plus dynamique sur la liste principale ; les entreprises anticipent un accroissement de leurs opportunités de réaliser des fusions et des acquisitions.

Résultat 3a: Le risque d'agence et une évaluation incorrecte des investisseurs sont à l'origine d'une anticipation négative des rendements des titres suite à l'annonce d'un transfert de la liste principale vers l'AIM. Cependant, ce changement de liste se révèle plutôt favorable à moyen terme aux investisseurs.

Résultat 3b: Les entreprises sont guidées dans leur décision de transfert par des questions de stratégies, une cotation sur l'AIM peut se révéler favorable à certaines entreprises.

2.4 Les effets sur les variables réelles

Peu de travaux empiriques se sont confrontés aux répercussions de l'AIM sur les performances réelles des entreprises cotées. Une première étude a porté sur les déterminants des performances des entreprises post IPO sur la période 1995-2006. La présence d'actifs intangibles, le niveau d'éducation du directeur général et son expérience affecteraient positivement le taux de croissance des entreprises cotées (Colombelli, 2009). Parallèlement un lien a été établi entre le système d'innovation, symbolisé dans cette étude par la qualité des universités dans une région donnée, et le taux de croissance de ces entreprises (Cassia et al., 2009). Nonobstant, l'AIM ne semble pas jouer de rôle particulier dans le soutien aux jeunes entreprises innovantes (Revest,

¹⁷ Ces résultats ne seraient pas dus à des effets d'inclusion dans un nouvel index, ni à un changement significatif des parts détenus par les grands investisseurs.

Sapio, 2012). Par exemple, les acquisitions non technologiques ont eu une probabilité de réalisation plus élevée que les acquisitions technologiques, sur la période 1995-2009. Concernant les jeunes entreprises innovantes, les transferts de l'AIM vers la liste principale du LSE ont été essentiellement portés par l'engouement pour les valeurs Internet à la fin des années quatre-vingt dix. L'AIM ne fournirait pas de support particulier aux entreprises technologiques¹⁸.

Une étude récente met en lumière les différences entre les taux de croissance des entreprises cotées sur l'AIM avec ceux d'entreprises non cotées similaires - en termes de taille, d'âge et de distribution sectorielle- situées au Royaume-Uni (Revest et Sapio, 2013). Les résultats de cette étude illustrent à la fois un impact positif et négatif de l'AIM sur les entreprises pour la période 1997-2009. Après neutralisation de l'effet de sélection, les entreprises cotées sur l'AIM présentent une croissance additionnelle de 10,6% (en nombre de salariés) comparativement aux entreprises privées. Ce premier résultat tend à confirmer les résultats d'Espenlaub and al. (2012): les Nomads offrirait aux entreprises cotées sur l'AIM un accompagnement efficace, qui se traduit par une croissance de la taille des entreprises. La contribution des Nomads ne serait pas due uniquement à un effet de sélection (Cf. Mallin et Ow-Yong, 2010). Un second résultat nuance toutefois l'influence positive de l'AIM: la croissance de la productivité -valeur ajoutée sur les salariés- des entreprises de l'AIM se révèle plus lente (- 20,7%) que celle des entreprises privées. Ainsi les bonnes performances en termes de taux de croissance seraient atténuées par une sous performance en terme de productivité. Différentes explications peuvent être avancées. Une première hypothèse témoignerait de la prédominance de préoccupations managériales suite à l'introduction en bourse - et à l'accroissement de la taille de l'entreprise, au détriment de l'efficacité productive (effet Penrose, 1959). Une seconde hypothèse ferait référence à un changement possible de l'actionnariat de l'entreprise. Selon une troisième hypothèse, la diminution des contraintes financières suite à l'introduction impacterait négativement le taux de croissance de la productivité. Enfin, cette sous performance en termes de productivité illustrerait des choix stratégiques des entreprises cotées davantage intéressées par des opérations de *corporate control* que par l'amélioration de l'efficacité productive. Cette dernière possibilité fait émerger une question essentielle : celle des objectifs des entreprises qui souhaitent entrer sur l'AIM.

Résultat 4a: L'évaluation de l'efficacité d'un marché boursier doit être envisagée en association avec le système d'innovation, représenté notamment par les universités. L'AIM ne constitue pas un tremplin pour les jeunes entreprises innovantes.

¹⁸ La création d'un segment de marché sur le LSE dédié aux entreprises innovantes en 2013, intitulé "High Growth Segment", témoigne de l'échec de l'AIM dans ce domaine.

Résultat 4b: La cotation sur l'AIM affecte positivement la croissance de la taille de l'entreprise. Différents facteurs, incluant les stratégies d'investissement des entreprises, peuvent expliquer au moins partiellement, l'absence d'effet de l'AIM sur la croissance de la productivité.

2.5 Asymétries d'informations, Reverse Mergers et sorties du marché

Il existe d'autres voies, différentes des IPO, permettant aux entreprises privées d'entrer sur des marchés boursiers sans passer par un processus d'introduction classique¹⁹. Il s'agit notamment des introductions inversées, appelées aussi fusions inversées (*Reverse Mergers*). Une introduction ou fusion inversée est définie comme une méthode non traditionnelle pour devenir une entreprise publique. Une entreprise privée ne souhaitant pas réaliser une IPO, va rechercher sur le marché une entreprise déjà cotée de type "coquille de trésorerie" (*cash shell*). L'entreprise privée va fusionner dans un premier temps avec cette entreprise cotée. Après la fusion, cette dernière se voit transférer l'actif et le passif de l'entreprise privée et passe sous le contrôle de celle-ci. Ce type d'opération permet à des entreprises d'accéder aux marchés financiers, à moindres coûts et relativement rapidement. De plus, les entreprises ainsi cotées peuvent alors prétendre à des *Private Investment in Public Equity* (PIPE). L'AIM, tout comme les marchés américains, autorise la cotation de ces "coquilles de trésorerie" (Cash Shells) et les opérations de *Reverse Mergers*²⁰. Une tendance récente révèle un accroissement mondial du nombre de ces opérations sur les marchés boursiers les autorisant (Floros et Shastri, 2009). Dans le cas de l'AIM sur les 1 500 firmes cotées entre 1995 et 2009, 266 fusions inversées ont été répertoriées (Revest, Sapio, 2012)²¹.

Roosenboom et Vasconcelos (2009) ont analysé 82 *Cash Shells* sur l'AIM en se focalisant sur les problèmes d'agence et les performances post-introduction engendrés par ces véhicules. Les auteurs mettent en garde les investisseurs potentiels de s'engager dans ce type d'investissements compte-tenu du risque élevé et des problèmes d'agence. Les actionnaires internes (*insiders*) obtiendraient des rendements plus élevés que les actionnaires externes. Ces arguments sont à relier aux faibles performances des *cash shells* détectées sur d'autres marchés²². En outre, plusieurs scandales liés aux *cash shells* ont déjà entaché l'image de l'AIM comme celui de Regal Petroleum et de Chariot. À la suite de ces scandales, la réglementation sur les *Cash Shells* a été renforcée en 2005 et la responsabilité des Nomads étendue (Mendoza, 2008). Une conséquence positive du renforcement de la régulation a été mise en lumière par Gerakos et al. (2013). Avant 2005, les *Cash*

¹⁹ Le terme anglo saxon pour désigner ces modes d'entrée alternatives est "back door listing".

²⁰ C'est également le cas au Canada et dans certains pays asiatiques.

²¹ Contre 105 échecs (radiations volontaires et non volontaires), 55 transferts vers le marché principal, et 178 rachats.

²² Les entreprises résultant d'opérations de *Reverse Mergers* sur les marchés américains exhibent des performances médiocres (Cf. Adjei, Cyree et Walker, 2008).

Shells exhibaient des performances significativement inférieures aux autres entreprises de l'AIM, mais après le changement de régulation, leurs performances se sont sensiblement améliorées.

L'impact négatif des asymétries informationnelles sur l'AIM se retrouve au centre d'un autre phénomène observé : les radiations volontaires des entreprises. Une étude de Pour et Lasfer (2011) portant sur les sorties de l'AIM entre 1995 et 2009, tend à montrer que les entreprises présentant un degré d'asymétrie informationnel élevé ont une probabilité plus accrue de sortir du marché ; l'incapacité d'émettre des titres représentant un facteur majeur dans la décision de sortie. Les entreprises dé-listées sont caractérisées par un effet de levier supérieur et moins d'opportunités de croissance que celles qui demeurent sur le marché.

Résultat 5a: Des marchés peu régulés, comme l'AIM, autorisant les fusions inversées contribuent à accroître les asymétries d'information et protègent insuffisamment les investisseurs. Cependant, dès que le niveau de régulation est renforcé, les effets négatifs de ces opérations sur le fonctionnement de l'AIM s'atténuent.

Résultat 5b: Les entreprises radiées volontairement de l'AIM sont caractérisées par un fort degré d'asymétrie informationnelle et des perspectives de croissance faible, ce qui tendrait à illustrer un effet de sélection par le marché.

Conclusion

L'enthousiasme dans les années récentes pour l'AIM résulte de la combinaison d'un ensemble de facteurs, dont la spécificité de son modèle de marché. Notre étude s'est focalisée à la fois sur ce dernier et sur les conséquences d'une cotation pour les entreprises concernées. Alors que plusieurs controverses sont apparues sur la qualité de l'AIM et celle de ses entreprises, les résultats des travaux empiriques font ressortir les forces et faiblesses de ce modèle. D'un côté, l'AIM offre un accès à la cotation à des entreprises qui ne pourraient pas accéder aux marchés financiers principaux. Il est caractérisé par un dynamisme en termes d'entrées, d'opérations d'augmentation de capital, et de sorties volontaires. Les opérations observées ne correspondent pas systématiquement à la présence d'entreprises de qualité médiocre, mais témoignent également de stratégies d'investissement changeantes des entreprises, en fonction des opportunités. En outre, l'AIM procède à une auto sélection des entreprises à l'entrée et à la sortie. Enfin, l'accès à l'AIM n'est pas considéré comme l'aboutissement du développement continu des entreprises (devenir une entreprise mature pour accéder à un marché financier), mais comme un mode alternatif et complémentaire de financement, vis à vis des autres modes de financement.

D'un autre côté, la substitution de la régulation des autorités du marché par des intermédiaires privées montre certaines failles pouvant davantage attirer des entreprises sans perspective de croissance. En outre, des opérations appartenant à la catégorie des *back door listing* comme les *Reverse Mergers*, peuvent affecter négativement la qualité des entreprises introduites sur le marché. Deux conclusions découlent de cette observation : premièrement, l'intermédiation privée doit être renforcée par des mécanismes de régulation provenant des autorités de tutelle, tout en continuant à accroître les compétences des Nomads. Deuxièmement, l'AIM ne remplit pas son rôle envers les jeunes entreprises innovantes, et n'affiche pas la même trajectoire que le NASDAQ dans ce domaine. Une analyse de l'échec de l'AIM vis à vis des entreprises de croissance constitue une première piste de recherche. Une deuxième voie de recherche pourrait être orientée vers le comportement des investisseurs ; la nature et les motivations de ces derniers ayant été encore peu étudiées sur l'AIM.

References

- Adjei F., Cyree, K., Walker, M. (2008), "The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs", *Journal of Economics and Finance*, 32(2), 176-194.
- Bawden T, Waller M. (2007), "London v New York: top US regulator attacks AIM casino", *The London Times*, March 9.
- Bauer W., Boritz J. (2006), "Report on the UK's Alternative Investment Market – AIM", Working Draft, School of Accountancy, University of Waterloo.
- Burgemeestre B., Hulstijn J., Yao-Hua T. (2009), "Rules-based versus principle-based regulatory compliance", *Proceedings of Jurix*, IOS Press, Amsterdam, 37-46.
- Campbell K., Tabner I. (2014), "Bonding and the agency risk premium: An analysis of migrations between the AIM and the Official List of the London Stock Exchange", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, à paraître.
- Cassia L., Colombelli, A., Paleari, S. (2009), "Firms' growth: Does the innovation system matter?", *Structural Change and Economic Dynamics*, 20(3), 211-220.
- Coates J. C. (2007), "The goals and promise of the Sarbanes-Oxley Act", *The Journal of Economic Perspectives*, 91-116.
- Colombelli A. (2009), "*Entrepreneurial dimensions of the growth of small companies*", W.P. n°200902, University of Turin.
- Espenlaub S., Khurshed A., Mohamed A., (2012), "IPO survival in a reputational market", *Journal of Business Finance and Accounting*, 39 (3-4), 427-463.
- Floros, I., Shastri, K. (2009), "A Comparison of Penny Stock Initial Public Offerings and Reverse Mergers as Alternative Mechanisms to Going Public", *Available at SSRN 1460979*.
- Gerakos J., Lang M., Maffett, (2013), "Post listing performance and private sector regulation: the experience of London's Alternative Investment Market", *Journal of Accounting and Economics*, 56, p. 189-215.
- Gregory A., Guermat, C., Al-Shawawreh, F. (2010), "UK IPOs: long run returns, behavioural timing and pseudo timing", *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 612-647.
- Hoque H. (2011), "One size does not fit all: evidence from IPOs, subsequent corporate actions and delisting in AIM and Main Market". *School of Business and Economics*, Swansea University, W.P. SBE 2011/1.
- Jenkinson T., Ramadorai, T. (2013), "Does one size fit all? The consequences of switching markets with different regulatory standards", *European Financial Management*, 5, 852-886.
- Lagneau Ymonet P., Rezaee A., Riva A. (2014), "*Is the proof of the pudding in the eating? Les leçons d'une comparaison entre l'Alternative Investment Market et Alternext*", *Revue d'Economie Financière*, ce numéro.
- Mallin, C., Ow-Yong, K. (2010), "The UK alternative investment market—ethical dimensions", *Journal of business Ethics*, 95(2), 223-239.

- Mendoza J. M. (2008), "Securities regulation in low-tier listing venues: The rise of the Alternative Investment Market", *Fordham Journal of Corporate & Finance Law*, 13(2), 259-328.
- Nielsson U. (2013), "Do less regulated markets attract lower quality firms? Evidence from the London AIM Markets", *Journal of Financial Intermediation*, in press.
- Penrose E. (1959), *The theory of the growth of the firm*, Oxford University Press, Oxford.
- Piotrovski, J., Srinivasan D. (2008), "Regulation and bonding: the Sarbanes-Oxley Act and the flow of international listings", *Journal of Accounting Research*, 46(2), 383-425.
- Pour, E. K., Lasfer, M. (2011), "The Impact of Leverage on the Delisting Decision of AIM Companies", in *Lancaster Seminars in Accounting and Finance*, Lancaster University.
- Posner E. (2009), *The origins of Europe's new stock markets*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Revest V., Sapio A. (2013) "Does the Alternative Investment Market nurture firm growth? A comparison between listed and private firms", *Industrial and Corporate Change*, Special Issue: Finance, Innovation and Growth, 22(4), 953-979.
- Revest V., Sapio A. (2012), "Acquisitions and graduations of technology-based small firms: an empirical study on the Alternative Investment Market", 24 th Annual Conference, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, USA, June 28-30.
- Roosenboom, P., Vasconcelos M. (2009), "*Blank Checks, Blind Faith: Agency Conflicts and Performance in Cash Shells*", EFMA Working paper, Milan.
- Rousseau S. (2007), "London calling?: the experience of the Alternative Investment Market and the competitiveness of Canadian stock exchanges", *Banking & Finance Law Review*, 23(1), 51-104.
- Vismara S., Paleari S., Ritter J. (2012), "Europe's Second Markets for Small Companies", *European Financial Management*, 18(3), 352-388.

Annexe 1: Statistiques et informations sur l'AIM

Tableau a: Evolution du nombre d'entreprises, de la capitalisation et des capitaux levés sur l'AIM du lancement à janvier 2014. Source: AIM Website.

Year	Number of companies			Market value (£m)	Number of admissions			Money raised (£m)		
	UK	Intern.	Total		UK	Intern.	Total	New	Further	Total
06/1995	10	0	10	82.2						
1995	118	3	121	2,382.4	120	3	123	71.2	25.3	96.5
1996	235	17	252	5,298.5	131	14	145	521.3	302.3	823.6
1997	286	22	308	5,655.1	100	7	107	341.5	250.2	691.7
1998	291	21	312	4,437.9	68	7	75	267.5	317.7	585.2
1999	325	22	347	13,468.5	96	6	102	333.7	600.2	933.9
2000	493	31	524	14,935.2	265	12	277	1,754.1	1,338.2	3,092.4
2001	587	42	629	11,607.2	162	15	177	593.1	535.3	1,128.4
2002	654	50	704	10,252.3	147	13	160	490.1	485.8	975.8
2003	694	60	754	18,358.5	146	16	162	1,095.4	999.7	2,095.2
2004	905	116	1021	31,753.4	294	61	355	2,775.9	1,880.2	4,656.1
2005	1,179	220	1,399	56,618.5	399	120	519	6,461.2	2,481.2	8,942.4
2006	1330	304	1,634	90,666.4	338	124	462	9,943.8	5,734.3	15,678.1
2007	1347	347	1,694	97,561.0	197	87	284	6,581.1	9,602.8	16,183.9
2008	1233	317	1,550	37,731.9	87	27	114	1,107.8	3,214.5	4,322.3
2009	1052	241	1,293	56,632.0	30	6	36	740.4	4,861.1	5,601.6
2010	965	229	1,194	79,419.3	76	26	102	1,219.4	5,738.1	6,957.6
2011	918	225	1143	62212,7	67	23	90	608,8	3660,3	4269,1
2012	870	226	1096	61747,7	47	24	71	707,1	2448,7	3115,8
2013	861	226	1087	75928,6	77	22	99	1187,2	2728,1	3915,4
J. 2014	860	227	1087	77933,9	4	2	6	164,3	86,3	250,6

Tableau b: Comparaison entre les critères du LSE liste principale et de l'AIM.

Source Dossa (2010). UKLA: United Kingdom Listing Authority

Conditions pour l'admission	AIM	LSE liste principale
Capital flottant	Pas de minimum requis	Minimum 25% des actions détenues par le public
Informations financières	Pas d'historique requis	Historique de 3 ans
% de l'activité de l'entité soutenu par des revenus	Aucun	75%
Contrôle sur la majorité des actifs de l'entité sur 3 ans	Aucun	Oui
Fonds de roulement suffisant (pour au moins les 12 mois à partir de la date du prospectus)	Oui	Oui
Capitalisation de marché (minimum)	Pas de minimum requis	£ 700,000
Profitabilité	Pas de minimum requis	Pas de minimum requis
Rôle des conseillers	Un Nomad requis pour toutes les transactions lors de l'IPO et après	Un sponsor
Documents d'admission	Documents d'admission sous la responsabilité du Nomad et non examinés par l'UKLA	Documents d'admission examinés par l'UKLA

Annexe 2:L'AIM et les entreprises: une synthèse des travaux empiriques

Tableau 1: Régulation et coût du capital

Auteurs (année)	Jenkinson, Ramadorai (2013)	Campbell, Tabner (2013)	Hoque (2011)
Marchés	LSE, AIM	LSE, AIM	LSE, AIM
Données	256 entreprises transférées de la liste principale vers l'AIM 73 entreprises transférées de l'AIM vers la liste principale	262 entreprises transférées de la liste principale vers l'AIM 111 entreprises transférées de l'AIM vers la liste principale	1427 entreprises ayant levé des capitaux sur l'AIM 385 entreprises ayant levé des capitaux sur le marché principal
Années	1997-2006	1996-2010	1995-2010
Question de recherche	<i>Comment les investisseurs évaluent-ils les modes de régulation des marchés boursiers?</i>	<i>Les modes de régulation des marchés influencent-ils le coût du capital?</i>	<i>Comment les entreprises choisissent-elles entre l'AIM et la liste principale du LSE ?</i>
Principales conclusions	Le régime de régulation est fonction du profil des entreprises cotées. Le déplacement de la liste principale vers l'AIM, ne se traduit pas, en général, en défaveur des investisseurs.	Le risque d'agence est responsable des changements de la rentabilité des entreprises, lors de l'annonce du transfert et après.	Les deux marchés attirent des entreprises présentant des performances et des stratégies de financement différentes. Le modèle de l'AIM est adapté à certaines de ces entreprises.

Tableau 2: L'AIM et le rôle des Nomads

Auteurs (année)	Espenlaub, Khurshed, Mohamed (2012)	Mallin, Ow-Yong (2010)	Gerakos et al. (2013)
Marchés	AIM	AIM	AIM
Données	896 IPOs	25 interviews	1601 entreprises
Années	1994-2004 (IPOs suivies jusqu'en 2010)	2007	1995-2008
Question de recherche	<i>La réputation des Nomads affecte-t-elle le taux de survie des entreprises post IPO?</i>	<i>Les Nomads influencent-ils les pratiques de gouvernance et d'éthique ?</i>	Le Nomad peut il améliorer la qualité d'une entreprise cotée sur l'AIM?
Principales conclusions	Des marchés légèrement régulés comme l'AIM nécessitent la présence d'intermédiaires compétents	Les Nomads jouent un rôle essentiel sur des marchés peu régulés. Une manière d'améliorer la qualité des actions des Nomads serait de mettre en place des mécanismes disciplinaires.	L'expérience du Nomad joue positivement sur les entreprises suivies. Cependant les bénéfices liés à la présence des Nomads sont insuffisants, et ne peuvent pallier l'absence de régulation.

Tableau 3: Les effets de l'AIM sur les performances du marché

Auteurs (année)	Vismara, Paleari (2012)	Nielsson (2013)	Gerakos, Lang, Maffett (2013)
Marchés	Paris Bourse, Euronext , Borsa Italiana, LSE main list, AIM	AIM, NYSE NASDAQ, Deutsche Börse, Euronext	AIM, LSE main list , NASDAQ, OTCBB
Données	3,755 IPOs	AIM: 1469 - USA: 795 ADR Europe Continentale: 2144 Entreprises privées: 4027	AIM: 1601 entreprises LSE Main : 323 NASDAQ : 2487 OTCBB : 596
Années	1995-2009	1995-2009	1995-2008 1999-2008
Question de recherche	<i>Comment se situent les performances des entreprises de l'AIM par rapport aux entreprises d'autres marchés?</i>	<i>L'AIM attire t-il des entreprises de faible qualité?</i>	<i>Quelles sont les performances des entreprises de l'AIM par rapport aux entreprises d'autres marchés ?</i>
Principales conclusions	Les faibles performances sont liées à la méfiance des investisseurs vis à vis des entreprises cotées. Il y a cependant un effet positif de sur le financement post introduction (augmentations de capital)	Les firmes cotées sur l'AIM exhibent la même qualité que les entreprises cotées sur les autres marchés. Les difficultés rencontrées par certaines firmes de l'AIM sont dues à leur petite taille et non au modèle de régulation de l'AIM.	Les faibles performances des entreprises cotées sont liées à leur qualité médiocre et/ou à leur risque élevé. Il faut relever le niveau de régulation de ce marché.

Tableau 4: Les effets de l'AIM sur les variables réelles des entreprises

Auteurs (année)	Cassia et al. (2009)	Colombelli (2009)	Revest, Sapio (2013)
Marchés	AIM	AIM	AIM et secteur privé
Données/ échantillon	231 entreprises	665 entreprises	1500 entreprises
Années	1995-2006	1995-2006	1997-2009
Questions de recherche	<i>Dans quelle mesure la qualité du système d'innovation affecte-t-il le taux de croissance des entreprises cotées?</i>	<i>Quels sont les déterminants des performances (taux de croissance des ventes) post IPO des entreprises cotées?</i>	<i>Une cotation sur l'AIM génère-t-elle des performances plus élevées (taux de croissance des salariés, productivité)?</i>
Principales conclusion	La production de nouvelles connaissances par les universités a un impact positif sur le taux de croissance des entreprises cotées.	Les caractéristiques de l'entreprise et du dirigeant affectent les performances des entreprises cotées.	La cotation sur l'AIM induit des effets à la fois positifs et négatifs sur les performances réelles des entreprises cotées.

Tableau 5: Asymétries d'information et sorties de l'AIM

Auteurs (année)	Gerakos, Lang, Maffett (2013)	Roosenboom, Vasconcelos, 2009	Pour, Lasfer (2011)
Marchés	AIM	AIM	AIM
Données	1601 entreprises	82 <i>Cash Shells</i>	184 entreprises delistées
Années	1995-2005 et 2005-2009	1997-2005	1995-2009
Question de recherche	<i>Le renforcement de la régulation des Cash Shells après 2005, a-t-il affecté leur performance ?</i>	<i>Dans quelle mesure les cash shells reflètent-ils les prédictions de la théorie de l'agence?</i>	<i>Quel est l'impact de la structure du capital sur la décision de sortir du marché?</i>
Principales conclusions	Un renforcement de la régulation de l'AIM contribue à de meilleures performances des entreprises cotées.	Les coûts d'agence et les asymétries d'information sont élevés dans les opérations liées aux <i>Cash Shells</i> .	Les firmes dé-listées sont caractérisées notamment par des asymétries informationnelles plus élevées.