

L'ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET : UN MODÈLE POUR LE FINANCEMENT DES PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS ?

VALÉRIE REVEST*
ALESSANDRO SAPIO**

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 1990, 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 1 087¹. 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 2005² et du marché First North en 2008, dont l'activité recouvre les pays nordiques. Deux copies de l'AIM ont également vu récemment le jour : AIM Japan (2009) et AIM Italia (2010)³.

167

* Université Lyon 2, TRIANGLE ; chercheur associé, CEPN. Contact : valerie.revest@univ-lyon2.fr.

** DES, Università di Napoli Parthenope (Italie) ; LEM (Laboratory of Economics and Management), Sant'Anna School of Advanced Studies, Pise (Italie).

Les auteurs ont bénéficié d'un financement de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM) et remercient à ce titre Thierry Giami, président de l'OFEM. Leurs remerciements sont également adressés aux membres de l'AIM, Umerah Akram, Michèle Curtoni et Cécile Nagel, pour leur accueil. Ils remercient également les chercheurs présents au *workshop* « *The financing of innovative firms: from business angels to venture capital* », université Nice Sophia Antipolis, pour leurs commentaires. Enfin, leur participation au programme européen *Finance, Innovation and Growth* (FINNOV) a également contribué à la réalisation de ce travail.

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-ETI⁴. 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 PME ? 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 peut contribuer 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. Dans la seconde partie, nous proposons une synthèse des conséquences à court et moyen terme d'une cotation sur l'AIM.

168

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 entreprises cotées. Le modèle de marché de l'AIM est saisi 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.

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*, c'est-à-dire 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 la première terminologie, un marché boursier dédié aux PME est considéré comme un tremplin : les entreprises les plus profitables seront propulsées jusqu'à la liste principale. Par opposition, le *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-Bay⁵... 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 2).

À la fin des années 1990, 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 de stimuler l'innovation, permettre la commercialisation de nouvelles technologies et 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 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 LSE a ainsi préféré renforcer sa liste principale par 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 1990 une forte hétérogénéité⁶. La principale conséquence fut que l'éclatement de la bulle Internet n'impacta pas la croissance de l'AIM (annexe 1, tableau 1).

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, 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 obéissant 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 intermédiaires 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 qu'elle respecte bien les obligations inhérentes au fonctionnement de l'AIM et persuader leurs clients (les entreprises) de respecter certains standards de gouvernance (Rousseau, 2007)⁷.

170

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 intermédiaires⁸. 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'écarter les comportements délictueux qui pourraient surgir du côté des entreprises et des intermédiaires. En définitive, sur un marché régulé par les principes tels que l'AIM, le système de régulation est externalisé, déplacé des autorités de la Bourse de valeurs et des organismes de régulation publics vers des intermédiaires privés. La réputation de ces derniers est alors considérée comme la clé de voûte du modèle de marché.

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 États-Unis⁹.

Au-delà des facteurs clés à l'origine du succès de l'AIM, sa nature constitue une question majeure. Différents critères peuvent être utilisés afin d'analyser les composantes de la réussite d'un marché boursier, ces critères 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 pour les entreprises concernées ? Afin de répondre à ces questions, nous présentons 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 et 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 3 à 7).

171

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, d'un autre côté, ceux de la Bourse de Londres. Pour Roel Campos, l'un des commissaires de la SEC (Securities and Exchange Commission), le jugement sur la qualité de l'AIM a été définitif : « Je suis préoccupé par le fait que 30 % des sociétés émettrices cotées sur l'AIM en sont parties au bout d'une année. Pour moi, ça ressemble à un casino... »¹⁰ (cité par Bawden et Waller, 2007). Ce dernier commentaire a suscité des réactions indignées au Royaume-Uni, notamment de Michael Snyder, président du 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. Sur la période allant de 1995 à

2004, Espenlaub *et al.* (2012) 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 cinq années suivant l'IPO (*initial public offering*)¹¹. Les entreprises de plus grande taille et plus âgées suivies par des Nomads réputés tendent à survivre plus longtemps. La réputation du Nomad agit sur le taux de survie des entreprises, en augmentant ce taux d'environ deux ans en moyenne¹². Gregory *et al.* (2010), sur la même période (et étendue jusqu'en 2007), constatent que 9,5 % des entreprises sont radiées de l'AIM dans les cinq années suivant leur introduction pour des raisons de faillites. Finalement, les taux de survie sur l'AIM seraient à peu près comparables à ceux des marchés nord-américains.

Ces deux premiers grands résultats se distinguent cependant des conclusions 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'OTCBB (Over-The-Counter Bulletin Board). Les auteurs trouvent que le temps écoulé entre l'introduction et l'échec d'une entreprise est 60 % plus 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 cinq ans 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 Campos¹³.

172

*Résultat 1 – Le taux d'échec des entreprises cotées sur l'AIM apparaît plus élevé que celui d'entreprises comparables sur d'autres marchés. Cependant, ce taux d'échec peut être atténué par la présence de Nomads compétents*¹⁴.

Évaluation des performances économiques

Parallèlement aux études portant sur le taux de survie des entreprises, d'autres analyses se sont focalisées sur leurs performances économiques. 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 concernant les per-

performances économiques de ces entreprises sur la période allant de 1995 à 2008. Leurs performances seraient inférieures à celles d'entreprises cotées sur les autres marchés (marché principal du LSE, du Nasdaq, de l'OTCBB)¹⁵. 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 trois ans, alors que ceux de l'AIM sont négatifs et équivalents à -27,5 % en moyenne sur la même période¹⁶.

Des résultats plus prometteurs et homogènes se manifestent concernant les augmentations de capital. Ainsi, on observe une probabilité plus élevée de procéder à une augmentation de capital sur l'AIM que sur la liste principale, ce qui pourrait 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 2007¹⁷. 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 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 ROA (*return on assets*) fort présentent une probabilité plus importante 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.

173

Résultat 2 – Les rentabilités observées sur trois et cinq 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.

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 (Jenkinson et Ramadorai, 2013 ; Campbell et Tabner, 2014). 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 l'AIM apparaît finalement favorable à certaines entreprises entraînant une augmentation des rentabilités observées (Jenkinson et Ramadorai, 2013)¹⁸.

174

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 PME (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). À 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 à la suite de l'annonce d'un transfert de la liste principale vers l'AIM. Cependant, ce changement de liste se révèle plutôt bénéfique à moyen terme aux investisseurs.

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

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 allant de 1995 à 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 et Sapiro, 2012). Par exemple, les acquisitions non technologiques ont eu une probabilité de réalisation plus élevée que les acquisitions technologiques, sur la période allant de 1995 à 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 1990. L'AIM ne fournirait pas de support particulier aux entreprises technologiques¹⁹.

175

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 Sapiro, 2013). Les résultats de cette étude illustrent à la fois un impact positif et négatif de l'AIM sur les entreprises pour la période allant de 1997 à 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 *et al.* (2012) : les Nomads offriraient aux entreprises cotées sur l'AIM un accompagnement efficace, qui se traduirait par une croissance de la taille des entreprises. La contribution des Nomads ne serait pas due uniquement à un effet de sélection (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 termes de productivité. Différentes explications peuvent être avancées. Une première hypothèse témoignerait de la prédominance de préoccupations managériales à la suite de l'introduction en Bourse – et de 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 à la suite de 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 de l'AIM doit être envisagée en association avec le système d'innovation, représenté notamment par les universités. Cependant, l'AIM ne constitue pas un tremplin pour les jeunes entreprises innovantes.

176

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.

Asymétries d'information, reverse mergers et sorties du marché

Il existe d'autres voies, différentes des IPO, permettant aux entreprises privées d'entrer sur des marchés boursiers²⁰. Il s'agit notamment des introductions inversées, appelées aussi fusions inversées (*reverse mergers*). Une *reverse merger* 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'opérations 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 investments in public equity* (PIPE). L'AIM, tout comme les marchés américains, autorise la cotation de ces *cash shells* et les opérations de *reverse mergers*²¹. 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 *reverse mergers* ont été répertoriées (Revest et Sapio, 2012)²².

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 marchés²³. 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 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 Kashefi-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 délistées 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 reverse mergers 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 de ses entreprises, les résultats des travaux empiriques font ressortir les forces et les faiblesses de ce modèle.

D'un côté, l'AIM offre un accès à la cotation à des entreprises qui ne pourraient pas intégrer les marchés financiers principaux. Il est caractérisé par un dynamisme en termes d'entrées, d'opérations d'augmentations 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 autosélection 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.

178

D'un autre côté, la substitution de la régulation des autorités du marché par des intermédiaires privés 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.

NOTES

1. Source : LSE, janvier 2014.

2. Voir, dans ce même numéro, Lagneau-Ymonet *et al.* (2014) pour une comparaison entre Euronext et l'AIM.

3. D'autres marchés ou regroupements de marchés sont à citer comme les marchés asiatiques juniors ou encore le New-Zealand Alternative Exchange.
4. La définition des PME-ETI correspond en France aux critères définis par l'article 3 du décret 2008-1354 du 18 décembre 2008.
5. La présence de ces entreprises clés est ensuite devenue un élément phare d'attraction pour les jeunes entreprises de haute technologie.
6. 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.
7. Les Nomads sont rémunérés par les entreprises.
8. « Les Nomads préservent l'intégrité et la réputation du marché » (Mendoza, 2008, p. 316).
9. En renforçant les coûts et les exigences de cotation sur les marchés américains, l'introduction de SOX aurait incité les entreprises souhaitant devenir publiques à se diriger vers l'AIM (cf. Coates, 2007 ; Piotrovski et Srinivasan, 2008).
10. « *I'm concerned that 30 percent of issuers that list on AIM are gone in a year. That feels like a casino to me(...)* »
11. Par opposition, les entreprises survivantes sont celles qui continuent à être cotées sur l'AIM ou qui sont transférées sur d'autres marchés boursiers.
12. 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*.
13. Vismara *et al.* (2012) reconnaissent cependant la présence d'un problème d'endogénéité dans leurs résultats.
14. Il faut cependant rester prudent vis-à-vis de potentiels effets de sélection, c'est-à-dire que les Nomads réputés choisiraient les entreprises les plus performantes.
15. Les rendements des entreprises de l'AIM sous-performent par rapport à ceux de l'échantillon de contrôle : -42,7 % sur vingt-quatre mois.
16. Les rendements des titres sont mesurés par les rendements anormaux d'achat-conservation des titres (*buy-and-hold abnormal returns*).
17. Le règlement a changé en 2007.
18. 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.
19. 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.
20. Le terme anglo-saxon pour désigner ces modes d'entrée alternative est « *back door listing* ».
21. C'est également le cas au Canada et dans certains pays asiatiques.
22. Contre 105 échecs (radiations volontaires et non volontaires), 55 transferts vers le marché principal et 178 rachats.
23. Les entreprises résultant d'opérations de *reverse mergers* sur les marchés américains exhibent des performances médiocres (Adjei *et al.*, 2008).

BIBLIOGRAPHIE

- ADJEI F., CYREE K. et WALKER M. (2008), « The Determinants and Survival of Reverse Mergers vs IPOs », *Journal of Economics and Finance*, vol. 32, n° 2, pp. 176-194.
- BAUER W. et BORITZ J. (2006), « Report on the UK's Alternative Investment Market – AIM », School of Accountancy, University of Waterloo, *Working Draft*.
- BAWDEN T. et WALLER M. (2007), « London vs New-York: Top US Regulator Attacks AIM Casino », *The London Times*, 9 mars.
- BURGEMEESTRE B., HULSTIJN J. et YAO-HUA T. (2009), « Rules-Based Versus Principle-Based Regulatory Compliance », *Proceedings of Jurix*, IOS Press, pp. 37-46.
- CAMPBELL K. et 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. et PALEARI S. (2009), « Firms' Growth: Does the Innovation System Matter? », *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 20, n° 3, pp. 211-220.
- COATES J. C. (2007), « The Goals and Promise of the Sarbanes-Oxley Act », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n° 1, pp. 91-116.
- COLOMBELLI A. (2009), « Entrepreneurial Dimensions of the Growth of Small Companies », University of Turin, *Working Paper*, n° 200902.
- ESPENLAUB S., KHURSHED A. et MOHAMED A. (2012), « IPO Survival in a Reputational Market », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 39, n° 3-4, pp. 427-463.
- FLOROS I. et SHASTRI K. (2009), « A Comparison of Penny Stock Initial Public Offerings and Reverse Mergers as Alternative Mechanisms to Going Public », *Working Papers Series*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1460979.
- GERAKOS J., LANG M. et MAFFETT M. (2013), « Post Listing Performance and Private Sector Regulation: the Experience of London's Alternative Investment Market », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 56, pp. 189-215.
- GREGORY A., GUERMAT C. et AL-SHAWAWREH F. (2010), « UK IPOs: Long Run Returns, Behavioural Timing and Pseudo Timing », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 37, n° 5-6, pp. 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, *Working Paper*, n° SBE 2011/1.
- JENKINSON T. et RAMADORAI T. (2013), « Does One Size Fit All? The Consequences of Switching Markets with Different Regulatory Standards », *European Financial Management*, vol. 5, pp. 852-886.
- KASHEFI-POUR E. et LASFER M. (2011), « The Impact of Leverage on the Delisting Decision of AIM Companies », Lancaster Seminars in Accounting and Finance, Lancaster University.
- LAGNEAU-YMONET P., REZAEI A. et RIVA A. (2014), « "Is the Proof of the Pudding in the Eating?" Comparaison entre l'Alternative Investment Market et Alternext », *Revue d'économie financière*, n° 114, juin.
- LSE (London Stock Exchange) (2014), *Premium, Standard and AIM Comparison*, www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/primary-and-secondary-listing/listing-categories.htm.
- MALLIN C. et OW-YONG K. (2010), « The UK Alternative Investment Market—Ethical Dimensions », *Journal of Business Ethics*, vol. 95, n° 2, pp. 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*, vol. 13, n° 2, pp. 259-328.
- NIELSSON U. (2013), « Do Less Regulated Markets Attract Lower Quality Firms? Evidence from the London AIM Markets », *Journal of Financial Intermediation*, à paraître.
- PENROSE E. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press.
- PIOTROVSKI J. et SRINIVASAN D. (2008), « Regulation and Bonding: the Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings », *Journal of Accounting Research*, vol. 46, n° 2, pp. 383-425.
- POSNER E. (2009), *The Origins of Europe's New Stock Markets*, Harvard University Press.
- REVEST V. et SAPIO A. (2012), « Acquisitions and Graduations of Technology-Based Small Firms: an Empirical Study on the Alternative Investment Market », 24^e conférence annuelle, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge (États-Unis), 28-30 juin.
- REVEST V. et SAPIO A. (2013), « Does the Alternative Investment Market Nurture Firm Growth? A Comparison between Listed and Private Firms », *Industrial and Corporate Change*, n° spécial « Finance, Innovation and Growth », vol. 22, n° 4, pp. 953-979.
- ROOSENBOOM P. et VASCONCELOS M. (2009), « Blank Checks, Blind Faith: Agency Conflicts and Performance in Cash Shells », European Financial Management Association, *Working Paper*.
- ROUSSEAU S. (2007), « London Calling? The Experience of the Alternative Investment Market and the Competitiveness of Canadian Stock Exchanges », *Banking & Finance Law Review*, vol. 23, n° 1, pp. 51-104.
- VISMARA S., PALEARI S. et RITTER J. (2012), « Europe's Second Markets for Small Companies », *European Financial Management*, vol. 18, n° 3, pp. 352-388.

ANNEXE 1

STATISTIQUES ET INFORMATIONS SUR L'AIM

Tableau 1
Évolution du nombre d'entreprises, de la capitalisation
et des capitaux levés sur l'AIM du lancement à janvier 2014

Année	Nombre d'entreprises			Valeur de marché (en M£)	Nombre d'admissions			Capitalisation (en M£)		
	R.-U.	Intern.	Total		R.-U.	Intern.	Total	Nouveau	Complémentaire	Total
06-1994	10	0	10	82,2	-	-	-	-	-	-
06-1995	118	3	121	2 382,4	120	3	123	71,2	25,3	96,5
06-1996	235	17	252	5 298,5	131	14	145	521,3	302,3	823,6
06-1997	286	22	308	5 655,1	100	7	107	341,5	250,2	591,7
06-1998	291	21	312	4 437,9	68	7	75	267,5	317,7	585,2
06-1999	325	22	347	13 468,5	96	6	102	333,7	600,2	933,9
06-2000	493	31	524	14 935,2	265	12	277	1 754,1	1 338,2	3 092,3
06-2001	587	42	629	11 607,2	162	15	177	593,1	535,3	1 128,4
06-2002	654	50	704	10 252,3	147	13	160	490,1	485,8	975,9
06-2003	694	60	754	18 358,5	146	16	162	1 095,4	999,7	2 095,1
06-2004	905	116	1021	31 753,4	294	61	355	2 775,9	1 880,2	4 656,1
06-2005	1 179	220	1 399	56 618,5	399	120	519	6 461,2	2 481,2	8 942,4
06-2006	1 330	304	1 634	90 666,4	338	124	462	9 943,8	5 734,3	15 678,1
06-2007	1 347	347	1 694	97 561,0	197	87	284	6 581,1	9 602,8	16 183,9
06-2008	1 233	317	1 550	37 731,9	87	27	114	1 107,8	3 214,5	4 322,3
06-2009	1 052	241	1 293	56 632,0	30	6	36	740,4	4 861,1	5 601,5
06-2010	965	229	1 194	79 419,3	76	26	102	1 219,4	5 738,1	6 957,5
06-2011	918	225	1 143	62 212,7	67	23	90	608,8	3 660,3	4 269,1
06-2012	870	226	1 096	61 747,7	47	24	71	707,1	2 448,7	3 115,8
06-2013	861	226	1 087	75 928,6	77	22	99	1 187,2	2 728,1	3 915,3
01-2014	860	227	1 087	77 933,9	4	2	6	164,3	86,3	250,6

Source : site Internet de l'AIM.

Tableau 2
Comparaison entre les critères du LSE liste principale et de l'AIM

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 supporté par des revenus	Aucun	75 %
Contrôle sur la majorité des actifs de l'entité (3 ans)	Aucun	Oui
Fonds de roulement suffisant	Oui	Oui
Capitalisation de marché	Pas de minimum requis	700 000 livres sterling
Profitabilité	Non	Non
Rôle des conseillers	Un Nomad requis lors de l'IPO et après	Un sponsor
Documents d'admission	Documents d'admission sous la responsabilité du Nomad	Documents d'admission examinés par l'UKLA*

* UKLA : United Kingdom Listing Authority.

Source : LSE (2014).

ANNEXE 2

L'AIM ET LES ENTREPRISES : UNE SYNTHÈSE DES TRAVAUX EMPIRIQUES

Tableau 3
Régulation et coût du capital

	Jenkinson et Ramadorai (2013)	Campbell et 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	1 427 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
Sources	LSE, Datastream, Factiva and Regulatory News Services	LSE, Datastream	LSE, Thomson One Banker
Méthodologie	<i>Event study methodology</i>	<i>Event study methodology</i>	Logit, <i>Poisson regression</i>
Question de recherche	Comment les investisseurs évaluent-ils les modes de régulation des marchés boursiers ?	Les modes de régulation des marchés influencent-ils le coût du capital ?	Comment les entreprises choisissent-elles entre l'AIM et la liste principale du LSE ? Les entreprises sont-elles vraiment contraintes ?
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 4
L'AIM et le rôle des Nomads

	Espenlaub <i>et al.</i> (2012)	Mallin et Ow-Yong (2010)	Gerakos <i>et al.</i> (2013)
Marchés	AIM	AIM	AIM
Données	896 IPO	25 interviews	1 601 entreprises
Années	1994-2004	2007	1995-2008
Sources	IPO suivies jusqu'en 2010 LSE, World Scope database London Share Price database, Datastream, BVCA, Fame database	19 entreprises de l'AIM 4 investisseurs institutionnels 2 Nomads/courtiers	AIM/ <i>main list</i> : site Internet du LSE, Datastream
Question de recherche	La réputation des Nomads affecte-t-elle le taux de survie des entreprises <i>post</i> -IPO ?	Le Nomad influence-t-il les entreprises cotées en termes de pratiques de gouvernance et d'éthique ?	Dans quelle mesure le choix du Nomad peut-il révéler la qualité d'une entreprise cotée sur l'AIM ?
Méthodologie	<i>Survival analysis</i> Méthode Kaplan-Meier <i>Accelerated Failure Time Model</i>	Interviews guidées par un questionnaire semi-structuré en face à face	<i>OLS Regression</i>
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 agit positivement sur les entreprises suivies. Cependant, les bénéfices liés à la présence des Nomads sont insuffisants et ne peuvent pallier l'absence de régulation.

Source : d'après les auteurs.

Tableau 5
Les effets de l'AIM sur les performances de marché

Auteurs (année)	Vismara <i>et al.</i> (2012)	Nielsson (2013)	Gerakos <i>et al.</i> (2013)
Marchés	Paris Bourse, Euronext, Borsa Italiana, LSE <i>main list</i> , AIM	AIM, NYSE Nasdaq, Deutsche Börse, Euronext	AIM, LSE <i>main list</i> , Nasdaq, OTCBB
Données	3,755 IPO	AIM : 1 469 entreprises US : 795 ADR Europe continentale : 2 144 entreprises Entreprises privées : 4 027	AIM : 1 601 entreprises LSE <i>main list</i> : 323 Nasdaq : 2 487 OTCBB : 596
Années	1995-2009	1995-2009	AIM, LSE, Nasdaq : 1995-2008 OTCBB : 1999-2008
Sources	EURIPO database, prospectus d'introduction, documents de transfert, rapports annuels	Site Internet du LSE, Thomson One Banker, Thomson Financial database	AIM/ <i>main list</i> : site Internet LSE, Datastream, Nasdaq, OTCBB : Thomson
Question de recherche	Comment se situent les performances des entreprises de l'AIM par rapport aux entreprises des autres marchés boursiers ?	L'AIM attire-t-il des entreprises de faible qualité ?	Quelles sont les performances des entreprises de l'AIM par rapport aux autres marchés : en termes de rendements, de levée de capitaux et de survie ?
Méthodologie	<i>Event study methodology</i> <i>Kaplan-Meier estimator</i> <i>Poisson regression model</i>	<i>Logit model</i> t-statistics	<i>Multivariate return analysis</i> OLS <i>Accelerated failure time model</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 ce marché sur le financement <i>post-introduction</i> (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 augmenter le niveau de régulation de ce marché.

Source : d'après les auteurs.

Tableau 6
Les effets de l'AIM sur les variables réelles des entreprises

	Cassia <i>et al.</i> (2009)	Colombelli (2009)	Revest et Sapio (2013)
Marchés	AIM	AIM	AIM
Données/ échantillon	231 entreprises Données publiques (année de création, industrie, secteur...), données comptables, données liées à la structure de propriété Données sur la région	665 entreprises	1 500 entreprises manufacturières cotées, des entreprises privées comparables
Années	1995-2006	1995-2006	1997-2009
Sources	EurIPO database Prospectus d'introduction	EurIPO database	Amadeus-Osiris
Questions de recherche	Dans quelle mesure la qualité du système d'innovation (représenté par les universités) affecte-t-elle le taux de croissance des entreprises cotées sur l'AIM ?	Quels sont les déterminants des performances (taux de croissance des ventes) post-IPO des entreprises cotées ?	Une cotation sur l'AIM génère-t-elle des performances plus élevées (taux de croissance du nombre de salariés, de la productivité) ?
Méthodologie	<i>Gibrat Law Model</i>	<i>Gibrat Law Model</i>	<i>Gibrat Law Model</i> plus GMM (<i>generalized method of moment</i>)
Principales conclusion	La production de nouvelles connaissances par les universités dans une région particulière a un impact positif sur le taux de croissance des entreprises.	Les caractéristiques de l'entreprise et du dirigeant affectent les performances des entreprises.	La cotation sur l'AIM induit des effets à la fois positifs et négatifs sur les performances réelles des entreprises cotées.

Source : d'après les auteurs.

Tableau 7
Asymétries d'information et sorties de l'AIM

Auteurs (année)	Gerakos <i>et al.</i> (2013)	Roosenboom et Vasconcelos (2009)	Kashefi-Pour et Lasfer (2011)
Marchés	AIM	AIM	AIM
Données	1 601 entreprises	82 <i>cash shells</i>	184 entreprises délistées
Années	1995-2005 2005-2009	1997-2005	1995-2009
Sources	AIM/ <i>main list</i> : site Internet de LSE, Datastream	Media articles, Zephyr, Thomson One Banker, Thomson Research, Factiva, AIM Statistics	LSE, Datastream, investigate.co.uk, Factiva database, Thomson One Banker database
Question de recherche	Le renforcement de la régulation des <i>cash shells</i> après 2005 a-t-il affecté leur performance ?	Dans quelle mesure les <i>cash shells</i> reflètent-ils les prédictions de la théorie de l'agence ?	Quel est l'impact de la structure du capital sur la décision de sortir du marché ?
Méthodologie	<i>Multivariate return analysis</i>	<i>Events Study</i>	<i>Logit regressions</i>
Principales conclusions	Un renforcement de la régulation de l'AIM contribue à de meilleures performances des entreprises.	Les coûts d'agence et les asymétries d'information sont élevés dans les opérations liées aux <i>cash shells</i> .	Les firmes délistées ne présentent pas les mêmes caractéristiques que les entreprises qui demeurent publiques, et sont caractérisées notamment par des asymétries informationnelles plus élevées.

Source : d'après les auteurs.

