
Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier

Gérard Rameix et Thierry Giami

Novembre 2011

Ce rapport a été conçu et rédigé par Gérard Rameix et Thierry Giami avec le concours des rapporteurs Thomas Argente, adjoint au chef du bureau épargne et marchés financiers, direction générale du Trésor, ministère de l'économie, des finances et de l'industrie et Gilles Demonet, délégué général de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché et Caisse des Dépôts.

Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier

adressé à

François Baroin,
ministre de l'économie, des finances et de l'industrie

par

Gérard Rameix,
médiateur du Crédit

Thierry Giami,
président de l'Observatoire du financement des entreprises par le
marché, conseiller à la direction générale de la Caisse des Dépôts

Novembre 2011



LE MINISTRE DE L'ECONOMIE,
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

Paris, le **28 JUIL. 2011**

Monsieur le Médiateur du crédit, Monsieur le Président,

Avec l'ensemble de la place, nous avons déployé des efforts importants depuis 2009 pour favoriser l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI) au financement par le marché financier : création de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, mise en place d'un dispositif de financement mutualisé de l'analyse financière des PME et ETI cotées, modifications législatives ayant permis le transfert du marché réglementé Euronext vers le marché plus souple Alternext, promotion d'un *small business act* du droit boursier européen.

Cette action collective est confortée par le rapport pour l'année 2010 de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché publié le 20 juin dernier : les entrées en bourse ont repris en 2010, avec 24 introductions contre deux en 2009, et le marché a apporté en 2009 et 2010 4,3 milliards d'euros de fonds propres aux PME et ETI cotées, à mettre en regard des 5,3 milliards d'euros de fonds propres apportés sur la même période par le capital investissement.

Malgré ces avancées, les 574 PME et ETI présentes sur les marchés financiers continuent à rencontrer certaines difficultés et, plus généralement, les PME et ETI expriment une perte de confiance dans le financement par le marché. Ces difficultés sont accentuées par la crise économique, la concurrence accrue entre les plateformes boursières sur les capitalisations les plus importantes et les incertitudes créées par le mouvement actuel de consolidation mondiale des bourses.

Dans ce contexte, je souhaite vous confier une mission sur l'accès des PME et ETI aux marchés boursiers. Il me paraît indispensable d'envisager l'avenir du marché des valeurs petites et moyennes dans une perspective européenne et de veiller à ce que l'accès et la liquidité soient garantis par un dispositif de cotation et de négociation efficace et adapté. Vous examinerez les moyens d'élargir la base d'investisseurs dans les PME et ETI cotées et d'améliorer la qualité du service rendu et la proximité géographique.

Vous apprécierez les difficultés actuellement rencontrées par les PME et ETI cotées lors de l'introduction, de la cotation et de la négociation de leurs titres. Vous procéderez à des comparaisons européennes. Vous formulerez les préconisations que vous jugerez adéquates pour améliorer la situation de ces entreprises dans le marché. A cet égard, diverses options m'ont été présentées, notamment celle de la création d'un nouveau marché dédié aux valeurs petites et moyennes qui serait cofinancé par l'entreprise de marché NYSE Euronext.

Vous mènerez cette mission en consultant l'ensemble des acteurs concernés (émetteurs, investisseurs, intermédiaires de marché, entreprise de marché, Autorité des marchés financiers, Banque de France et Caisse des dépôts et consignations).

Monsieur Gérard RAMEIX
Médiateur du crédit

Monsieur Thierry GIAMI
Président
Observatoire du financement des entreprises
par le marché
Caisse des Dépôts et Consignations

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

Vous voudrez bien me présenter votre rapport d'ici la fin du mois de novembre.

La Direction générale du Trésor se tient à votre disposition, en tant que de besoin, pour vous aider dans vos travaux.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Médiateur, Monsieur le Président, l'assurance de ma considération distinguée.



François BAROIN

« Si nous voulons que tout continue, il faut d'abord que tout change »
Le Guépard, Giuseppe Tomasi di Lampedusa

L'industrie des marchés financiers a connu ces trente dernières années des mutations considérables qui ont touché de nombreux aspects : le droit, les technologies, les nouveaux marchés et l'intégration internationale. L'entreprise Euronext, l'héritière de la compagnie des agents de change, a permis au marché financier français de disposer d'une des plates-formes les plus performantes, les plus sûres et les plus internationales. En 2007, sa fusion avec NYSE donnait naissance au groupe NYSE Euronext d'ambition et de dimensions mondiales.

Dans cette histoire, les pme-eti ont eu une place. A trois reprises, l'entreprise de marché a tenté de leur ouvrir un accès plus facile au marché financier. Si elles sont les plus nombreuses parmi les entreprises cotées, elles n'en restent pas moins une toute petite minorité au sein du vivier des entreprises moyennes et intermédiaires à la recherche de capitaux.

La crise financière commencée en 2007 a posé avec une acuité nouvelle la question du financement des entreprises. Les mesures se sont succédé pour optimiser l'investissement dans les pme-eti tout en assurant la continuité du crédit bancaire qui demeure la principale ressource financière de ces entreprises. Dans ce contexte, le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a voulu, d'une part, redonner du dynamisme au marché financier réservé aux pme-eti et, d'autre part, en faciliter l'accès pour qu'elles y trouvent un moyen supplémentaire de financement.

Malgré la gravité de la crise et la volatilité des cours qu'elle a exacerbée sur les marchés financiers, cette relance a permis un premier redressement se traduisant, en particulier, par une reprise des introductions de sociétés sur le marché financier et la levée d'un volume significatif de capitaux. Toutefois, les conditions de marché défavorables, les initiatives contradictoires de l'entreprise de marché comme les divergences d'intérêt entre acteurs de la place ont suscité des tensions. La cristallisation des mécontentements s'est réalisée à l'occasion de l'annonce du projet de fusion de NYSE Euronext avec Deutsche Börse.

La Mission a donc cherché à cerner les raisons d'une perte de confiance des pme-eti dans le marché financier.

Le constat qui s'impose avec netteté est celui des enjeux rapportés aux masses financières : le total de la capitalisation des 574 pme-eti cotées représente moins que la capitalisation de la première grande valeur française. La conséquence pour l'entreprise de marché est que le financement des pme-eti, s'il fait partie de son activité, n'est pas stratégique.

Il a été procédé à une analyse systématique des avantages et des inconvénients du marché financier pour les pme-eti qui a concerné les trois sous-ensembles que sont les instances de régulation, les utilisateurs, c'est-à-dire les entreprises et les investisseurs, et l'industrie du marché financier formée de l'entreprise de marché NYSE Euronext dans sa partie pme-eti et de l'ensemble des activités de services d'investissement nécessaires au fonctionnement quotidien du marché. En outre, la Mission a bénéficié d'une enquête auprès d'une centaine d'entreprises cotées, réalisée par la Banque de France, par l'intermédiaire de son réseau régional¹.

La Mission a également observé la situation dans deux pays européens où le financement des pme-eti par le marché financier a été développé. L'analyse de l'accès des pme-eti au financement par les marchés financiers dans sept pays² a été réalisée par les services économiques régionaux de la direction générale du Trésor. Au Royaume Uni, ce marché est le plus important d'Europe. En Allemagne, il est tenu par une entité internationale et des bourses régionales.

¹ Annexe 1

² Annexe 2

Au terme de ces travaux, nous proposons un plan d'action de nature à provoquer un choc de confiance pour améliorer la situation des pme-eti cotées et en augmenter très significativement le nombre présent sur le marché financier.

La Mission a examiné la question de l'organisation du marché et, en particulier, celle, explicitement posée par le ministre dans sa lettre du 27 juillet 2011, de la possible création d'un nouveau marché dédié aux valeurs petites et moyennes qui serait cofinancé par NYSE Euronext.

L'avenir des marchés des pme-eti dépend de la capacité de l'entreprise de marché à prendre en compte les spécificités propres à ces entreprises, ce qui implique l'engagement de moyens humains et financiers, pour rétablir un climat d'adhésion et rendre possible un changement de dimension.

La perspective européenne, que le rapprochement avec le marché allemand des quatre marchés de l'Union déjà regroupés au sein de NYSE Euronext permet à l'entreprise de marché d'évoquer comme une issue possible au malaise actuel, produira peut être des effets bénéfiques. L'intégration des quatre marchés européens a eu un impact modéré jusqu'à présent sur le dynamisme des marchés pme-eti en France.

Cependant la Mission ne pense pas que cette perspective sera suffisante à court et moyen terme pour que l'on puisse s'en tenir au statu quo et à des manifestations d'intention de la part de NYSE Euronext.

Le besoin d'un accès aisé au marché financier et d'un net accroissement de sa contribution, en capitaux comme en instruments de dette, au financement des entreprises moyennes et intermédiaires est tel qu'il y a urgence à agir.

C'est pourquoi la Mission propose deux voies d'action.

1 – La création d'une bourse des pme-eti, par NYSE Euronext, actionnaire de référence, qui associerait des partenaires ancrés dans le financement de ces entreprises, qu'une participation minoritaire de la Caisse des Dépôts aiderait à rassembler et organiser. Cette bourse spécialisée qui regrouperait les marchés de pme-eti cotées existants, mettrait en œuvre une stratégie visant à refonder une politique active à l'égard de ces entreprises et à relancer une présence commerciale auprès de ces sociétés.

2 – L'ouverture à la concurrence du marché français, en facilitant l'installation d'un opérateur professionnel alternatif, qui pourrait également mobiliser des partenaires financiers, et en assurant la possibilité aux sociétés cotées de changer de fournisseur.

La première solution représente une mutation rapide à réaliser, en rapport avec les évolutions intervenues dernièrement et la volonté des acteurs économiques de disposer d'un moyen plus efficace en matière de financement des entreprises. C'est à notre sens la solution qui présente le plus d'avantages.

Cependant, le bilan des entretiens que la Mission a eus avec l'entreprise de marché ne permet pas de lever un doute sérieux sur la volonté de NYSE Euronext de s'engager clairement dans cette voie et d'aller au-delà de quelques aménagements de principe de sa ligne actuelle.

Si cette situation était confirmée, il appartiendrait au ministre de l'économie, des finances et de l'industrie et au régulateur d'apprécier les conditions de l'ouverture à la concurrence sur ce marché.

1. Un constat en demi-teinte

Le marché financier a effectué des mutations de grande ampleur auxquelles l'entreprise de marché a pris une part essentielle. Elle a multiplié les marchés d'accueil des pme-eti pour tenter d'élargir la base des entreprises cotées.

Les entreprises se tiennent actuellement éloignées du marché financier. Les investisseurs hésitent à s'engager sur les valeurs des entreprises moyennes et intermédiaires. L'industrie financière en subit un nouvel affaiblissement. La contraction pourrait l'emporter sur le développement.

1.1. Un acquis significatif

L'entreprise de marché représente aujourd'hui un acquis important compte tenu de sa capacité à gérer tous les marchés financiers, à absorber les volumes croissants de titres et à effectuer les transactions à un rythme élevé avec fiabilité. Si cette réussite industrielle est évidente au plan des grandes valeurs, elle l'est moins au plan des entreprises cotées de taille moindre, en dépit d'initiatives répétées.

1.1.1. La mutation de l'entreprise de marché

L'entreprise de marché a été l'accompagnateur, le facilitateur et parfois l'anticipateur des changements intervenus sur les marchés financiers ces trente dernières années.

Deux grandes étapes rythment la mutation : la mise en place d'un outil industriel sous la forme d'une plate-forme modernisée et l'intégration européenne.

La plate-forme de transaction présente l'avantage d'insérer tous les métiers de la bourse, d'utiliser le carnet d'ordre unique, de sécuriser les échanges et d'obtenir des gains de productivité. Les bourses européennes peuvent s'y raccorder pour accueillir davantage d'entreprises et augmenter le volume des transactions. Les investisseurs, les grands émetteurs et l'entreprise de marché y trouvent un intérêt commun à travers la liquidité générée par la structure.

En 2000, la première bourse transnationale, Euronext, est créée à l'occasion de la fusion des bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam. En 2001, la société réussit sa propre cotation et acquiert le LIFFE, le marché à terme de Londres ainsi que la bourse de Lisbonne et Porto. Enfin en 2006, Euronext et le New York Stock Exchange (NYSE) forment par fusion-acquisition le groupe NYSE Euronext qui est coté simultanément sur les marchés de New York et d'Euronext.

La stratégie de l'entreprise de marché s'est avérée pionnière et appropriée au marché européen et mondial ainsi qu'à l'innovation en matière de nouveaux marchés. Elle offre un choix d'actifs de qualité répartis dans quatre pays en Europe et aux Etats-Unis ainsi qu'une profondeur et une liquidité des capitaux parmi les plus attractives pour les investisseurs.

Ce modèle industriel est toutefois confronté à la nouvelle concurrence de plates-formes d'échange qui bénéficient d'une réglementation plus souple. Elles se concentrent sur les grandes valeurs liquides, sans davantage s'intéresser aux pme-eti et à leur accès au marché financier.

Les retombées de cette évolution sont limitées pour les pme-eti cotées parce qu'elles ne rassemblent pas les caractéristiques demandées par les investisseurs. En effet, la liquidité est jugée insuffisante en raison de la modicité des capitaux et des volumes échangeables. C'est aussi la raison pour laquelle ces entreprises ne sont quasiment pas présentes sur les marchés de dérivés.

1.1.2. L'évolution des marchés de pme-eti

En trente ans, la bourse a connu trois grandes adaptations pour accueillir davantage d'entreprises. Elles ont concerné trois groupes : les entreprises familiales, la nouvelle économie et les activités à fort potentiel de croissance.

En 1983, le second marché vise à intégrer les entreprises familiales de taille intermédiaire. Elles représentent aujourd'hui la majorité des entreprises françaises cotées.

En 1996, le « nouveau marché » est destiné aux entreprises de la nouvelle économie dont les fondateurs ont une culture spontanément ouverte sur la bourse, influencée par l'exemple américain. Le marché est emporté par l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques.

En 2005, le marché réglementé « Euronext » est réorganisé en trois compartiments d'entreprises réparties selon l'importance de leur capitalisation. Un marché organisé est lancé sous la marque Alternext. Il vise les entreprises petites et moyennes performantes auxquelles il procure un environnement juridique plus souple, de nature à leur permettre de se familiariser avec le marché financier. Cette organisation des marchés de cotation demeure inchangée jusqu'à présent.

La créativité de l'entreprise de marché n'a cependant pas permis d'enrayer l'attrition des entreprises françaises cotées.

Année	Premier marché	Second marché	Nouveau marché	Alternext	Total	
1978	850	-	-	-	850	
1983	697	43	-	-	740	
1996	406	280	16	-	702	
2001	298	340	156	-	794	
	Euronext A	Euronext B	Euronext C	-	-	
2010	114	136	305	-	133	688

Source : le marché financier d'Alain Choinel et Gérard Rouyer, revue Banque Edition et rapport 2010 de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché

Cette diminution semble avoir plusieurs causes structurelles et factuelles. Le financement de l'économie en France est largement dominé par le crédit bancaire. Le capital investissement s'impose avec des méthodes plus simples, des capitaux procurés partiellement par la puissance publique, notamment le Fonds Stratégique d'Investissement, un réseau de distribution dense relayé par les banques et des valorisations qui anticipent, non seulement la performance de l'entreprise, mais également l'effet de levier procuré par le crédit bancaire qui finance un nombre important d'opérations.

Malgré cette diminution de la base des entreprises cotées, le marché financier français a connu un formidable développement. C'est un des paradoxes de cette activité qui peut croître avec les grandes valeurs, sans relation avec l'évolution du nombre des entreprises cotées.

Cette situation particulière et les effets de la crise ont entraîné un retard dans le financement des pme-eti par le marché financier. C'est la raison pour laquelle les pouvoirs publics ont jugé opportun de le relancer.

1.1.3. Les initiatives de relance

En 2009, dans un contexte de récession où les entreprises endettées sont fragilisées, le médiateur du crédit, le président de l'AMF, le directeur général de la Caisse des Dépôts et Consignations et le directeur général adjoint de NYSE Euronext lancent une mission relative à l'accès au marché des pme-eti à la recherche de capitaux.

Sur cette base, le ministre de l'économie des finances et de l'industrie décide avec les représentants de la place financière de mettre en œuvre quinze mesures pour relancer les marchés de pme-eti cotées. L'objectif est quantifié : NYSE Euronext ambitionne de doubler le nombre de sociétés cotées sur Alternext en 18 mois.

Les mesures portent sur :

- l'adaptation du cadre législatif et réglementaire ainsi que les règles de marché aux spécificités des pme-eti cotées, notamment le lancement de la mission relative au « small business act » du droit boursier européen, les dispositions relatives à l'introduction de la procédure d'offre de retrait obligatoire sur Alternext et au transfert d'Euronext vers Alternext, le développement de l'analyse financière et l'augmentation de la liquidité des marchés de pme-eti cotées,
- le renforcement de la présence des investisseurs institutionnels, notamment la Caisse des Dépôts qui investit 100 millions d'euros supplémentaires sur ces marchés et Oséo qui s'engage à promouvoir les émissions obligataires groupées,
- l'information et l'accompagnement des entrepreneurs sur les possibilités offertes par les marchés de pme-eti cotées, notamment la mise en place par NYSE Euronext d'une plate-forme de communication permanente avec les entreprises.

En 2010, le ministre, de concert avec la place, poursuit l'adaptation du cadre législatif et réglementaire et l'orientation de financements supplémentaires pour les marchés d'entreprises cotées.

Un projet de fonds d'investissement pour les pme-eti cotées est lancé avec le concours de la Caisse des Dépôts.

La place financière décide la création d'organismes permanents sur les marchés de pme-eti : l'Observatoire du financement des entreprises par le marché qui publie un rapport annuel, et le Conseil de l'analyse financière.

La stratégie a été élaborée au sein de réunions ad hoc présidées par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie qui rassemblaient l'ensemble des acteurs du financement des pme-eti autour de l'objectif commun d'améliorer le marché des valeurs moyennes et intermédiaires. Des décisions contradictoires et les difficultés économiques l'ont entravée.

L'entreprise de marché NYSE Euronext a pris des décisions contraires à la stratégie à laquelle elle avait souscrit. Sa présence commerciale a été réorganisée et accompagnée d'une réduction de moyens. Elle a adopté une tarification des transferts d'Euronext vers Alternext qui a été jugée élevée dans la mesure où elle est équivalente à la tarification des introductions. Elle a augmenté ses tarifs de négociation des titres de pme-eti. Ces décisions ont catalysé la crise de confiance, alors que l'attrait du marché financier se réduisait en raison de l'aggravation de la situation économique. Les résultats sont restés très en deçà des objectifs quantitatifs précités.

L'entreprise de marché n'a pas jugé devoir communiquer à la mission les informations sur les réductions de moyens, notamment humains, et les éléments permettant d'apprécier l'importance des enjeux financiers des mouvements tarifaires. Il est permis de penser qu'ils ont eu peu d'influence sur le chiffre d'affaires de 265 millions d'euros et le résultat de 93 millions d'euros du groupe Euronext Paris en 2010.

1.1.4. Les résultats du marché financier pme-eti

La bourse de valeurs mobilières assure les différentes fonctions que sont le financement de l'économie et la fourniture d'informations sur les sociétés cotées ainsi qu'un cadre aux restructurations des entreprises.

Marché financier	2008	2009	2010	Oct. 2011
Pme-eti françaises cotées	573	580	577	568
dont Euronext B	179	125	136	134
dont Euronext C	289	353	305	279
dont Alternext	105	102	136	155
dont introductions	6	2	24	19
dont opérations financières	28	53	37	71
Total opérations financières/an	34	55	61	90
Total capitaux/an (en M€)	839	2616	1641	1375
Capitaux/Opérations	25	48	27	15
Transfert vers Alternext	-	-	15	9
Retrait	27	24	17	22

Source : Observatoire du financement des entreprises par le marché

Les entreprises cotées sont réparties entre deux marchés : le marché réglementé divisé en trois compartiments A, B et C³ selon le niveau de capitalisation des entreprises et le marché organisé Alternext.

³ Le marché financier comporte un marché réglementé divisé en trois compartiments selon le niveau de capitalisation des entreprises (compartiment A > 1 milliard euros ; compartiment B > 150 millions euros ; compartiment C pour les capitalisations inférieures) et un marché organisé, Alternext qui est destiné plus spécialement aux petites et moyennes entreprises, à partir de 2,5 millions d'euros de levée de capitaux.

Les pme-eti sont cotées sur les compartiments B et C d'Euronext ainsi que sur Alternext. L'effectif est à peu près stable, mais il évolue dans sa répartition entre Euronext et Alternext. La progression de ce dernier est due pour près de 50% aux transferts des sociétés du marché réglementé Euronext.

Les pme-eti cotées représentent à peine 0,3% des 164 600 entreprises de plus de dix salariés alors que près de 60% des 200 grandes entreprises françaises sont cotées. Une marge de progression est donc envisageable.

Le solde des introductions et des retraits du marché financier se redresse en 2010 après avoir été très négatif. Ces trois dernières années, il y a eu en moyenne deux retraits pour une introduction.

Les opérations financières sont les augmentations de capital et les autres financements en bourse des pme-eti cotées. Elles concernent moins de 10% des entreprises cotées. Cela révèle un paradoxe : elles utilisent peu le marché financier où elles sont déjà présentes pour obtenir des ressources supplémentaires alors qu'elles investissent régulièrement et substantiellement comme le montrent les études⁴ de la Banque de France sur ces sujets.

L'aversion de nombreuses entreprises à la dilution du capital, l'insuffisant dynamisme du marché financier et l'absence de véritable offre obligataire, à l'exception de quelques émissions récentes, marginales en nombre et en montant, sont les freins au refinancement régulier des entreprises par le marché financier.

Ces trois dernières années, le marché financier a financé les investissements des pme-eti en moyenne à hauteur de 1 500 millions d'euros. En 2010, ces financements concernent les introductions à hauteur de 484 millions d'euros et les opérations financières pour 1 157 millions d'euros. Le montant moyen des financements est de l'ordre de 20 millions d'euros pour les introductions et de 31 millions d'euros pour les opérations financières. Il cache d'importantes disparités.

Le manque d'analyse et de visibilité est une des faiblesses du marché financier des pme-eti. Ces dernières ne font pas l'objet de suffisamment de recherche, compte tenu du coût de ces recherches par rapport aux négociations qu'elles entraînent. Cette situation provoque un déficit de notoriété des entreprises cotées et une moindre prise en compte de ces sociétés par les investisseurs. L'insuffisance en la matière est à l'origine d'une spirale descendante pour l'ensemble des marchés de cotation des pme-eti.

La liquidité exprime la rotation des actions qui constituent le flottant du capital d'une société cotée. Elle est mesurée par le coefficient de vélocité qui correspond au rapport entre les capitaux échangés annuellement et la capitalisation de la société.

La liquidité des pme-eti est réputée insuffisante parce que ces entreprises ont une capitalisation limitée compte tenu de leur taille et un flottant réduit, le plus souvent pour protéger le contrôle de l'entreprise par les actionnaires fondateurs. Comparée à la liquidité des grandes valeurs qu'on peut estimer à 100%, la liquidité des pme-eti représente de l'ordre de 8 millions d'euros pour les sociétés d'Alternext qui ont une valeur

⁴ Etudes 2010 et 2011 sur les entreprises cotées réalisées par l'Observatoire des entreprises de la Banque de France

moyenne de 32 millions d'euros, de l'ordre de 13 millions d'euros pour les sociétés d'Euronext C qui ont une valeur moyenne de 53 millions d'euros et de l'ordre de 146 millions d'euros pour les sociétés d'Euronext B qui ont une valeur moyenne de 460 millions d'euros. Ces moyennes masquent des écarts importants. Il est à craindre que cette situation soit durablement installée. Compte tenu de la difficulté structurelle à faire varier le flottant et la capitalisation, la seule voie de court et moyen terme pour augmenter la liquidité est de multiplier le nombre de pme-eti cotées de manière à accroître les opportunités d'investissement.

Capitalisation et transaction des pme-eti

2010	Nombre d'entreprises	Capitalisation (M€)	Capitalisation moyenne par entreprise	Capitaux échangés (M€)	Capitaux échangés moyens par entreprise
Euronext B	136	62 600	460	19 900	146
Euronext C	305	16 300	53	4 000	13
Alternext	133	4 300	32	1 100	8

Source : NYSE Euronext

Par comparaison, le capital investissement, dans les segments du risque et du développement, est devenu, en un peu plus de deux décennies, la principale ressource en capitaux des entreprises après l'incorporation des bénéficiaires au capital des sociétés.

Capital investissement (risque et développement)	2008	2009	2010
	3205	3589	3595
dont capital risque	1084	1214	1014
dont capital développement	2121	2375	2501
Entreprises financées/an	1135	1180	1374
Capitaux investis/an (en M€)	2411	2385	2915
Capitaux désinvestis/an	868	756	875

Source : Association française des investisseurs en capital (AFIC)

Ses avantages comparatifs par rapport au marché financier sont :

- l'investissement moyen de 2 millions d'euros par entreprise qui lui permet de financer sept fois plus d'entreprises,
- une distribution territoriale à forte capillarité comparée à celle du marché financier concentrée à Paris et, dans une moindre mesure, à Lyon et Nantes,
- des capitaux investis annuellement de 2,5 milliards d'euros dont une partie est procuré par la sphère publique, notamment le Fonds Stratégique d'Investissement,
- une obligation d'information au public limitée par rapport à celle qui est demandée aux entreprises cotées.

Le développement du capital investissement démontre la disponibilité des entreprises et des investisseurs pour le financement en capital. Mais le marché financier qui serait très adapté pour un grand nombre de ces entreprises n'arrive pas pour l'instant à en tirer parti.

1.2. Des fragilités indéniables

Le marché financier des pme-eti est demeuré marginal quant à son poids économique, au nombre d'entreprises qu'il regroupe et à ses performances.

En dépit des relances successives, les difficultés auxquelles il est exposé n'ont pas trouvé de solution. Elles concernent aujourd'hui toute la chaîne de valeur, à commencer par les clients, les investisseurs et les entrepreneurs, également l'industrie du marché financier dont l'entreprise de marché.

La crise économique a aggravé le défaut de liquidité des titres et a posé la question de la capacité du marché à refléter la valeur économique réelle des entreprises.

1.2.1. La compétitivité dégradée du marché financier pme-eti

La crise financière a provoqué une forte instabilité des marchés qui s'est traduite par une grande volatilité de la valeur des titres, exacerbée par la recherche de la liquidité, compte tenu de la réactivité extrême des investisseurs. La valeur des pme-eti cotées en a été dégradée en raison de l'analyse des risques et de la faible liquidité des titres. Cette dégradation a paru, dans un certain nombre de cas, avoir peu de rapport avec la performance de ces entreprises. Il en est résulté le sentiment d'un décalage entre la valeur donnée par le marché et la réalité économique de l'entreprise. Cette divergence est à l'origine d'une certaine désillusion vis-à-vis du marché financier.

La question des coûts du marché renvoie à la réglementation et aux tarifs en vigueur sur les marchés financiers pme-eti.

La réglementation des marchés financiers fait naturellement l'objet d'un examen pour renforcer la régulation, compte tenu de la crise financière. Si elles n'en contestent pas la nécessité, les pme-eti cotées estiment qu'elles sont peu concernées par ces évolutions parce qu'elles n'ont pas de responsabilité dans les dérèglements du marché. C'est la raison pour laquelle les dispositions réglementaires nouvelles sont mal reçues par les pme-eti qui cherchaient, dès avant la crise, à obtenir un environnement réglementaire plus adapté. Les pouvoirs publics avaient partagé cette préoccupation en lançant l'initiative du « small business act » du droit boursier.

Par ailleurs, les coûts du marché financier des pme-eti deviennent un obstacle à l'introduction et à la cotation des valeurs moyennes et intermédiaires. La modernisation et la concurrence sur les marchés financiers ne semblent pas s'être traduites par une réduction des coûts, jugés élevés par la communauté des pme-eti.

Les coûts portent sur l'introduction et la cotation. Ils sont facturés par six prestataires :

- le prestataire de service d'investissement, introducteur de la valeur sur le marché,
- le listing sponsor conseil obligatoire pour une société qui rentre sur le marché Alternext,
- le conseil juridique,
- l'auditeur,
- le conseil en communication financière,
- l'entreprise de marché.

Ils représentent aujourd'hui pour l'introduction, un coût global évalué aux alentours de 8% pour une levée de capital de 10 millions d'euros par offre au public. Il diminue proportionnellement au-delà de ce montant.

Le coût annuel de la cotation pour un « flottant » de 10 millions d'euros peut être estimé à 2%. Il est perçu par le « listing sponsor », le prestataire de service d'investissement, les professionnels de la communication financière et l'entreprise de marché.

En conséquence, le coût complet annuel sur une période de 10 ans d'un capital de 10 millions d'euros serait de l'ordre de 2,8%, auquel il faudrait ajouter la rémunération du capital due aux actionnaires sous la forme de dividende et de plus value.

Pour beaucoup d'entreprises, ce coût apparaît élevé rapporté aux contraintes réglementaires et de transparence que représente la bourse. C'est une des raisons pour lesquelles nombre d'entre elles se tournent plutôt vers le crédit, le capital privé et le capital investissement pour se procurer des ressources financières.

L'ensemble de ces difficultés entraînent, dans certaines circonstances, un certain nombre de pme-eti à envisager des retraits de la bourse. Ils donnent lieu, dans certains cas, à des situations de blocage qui peuvent perdurer, ce qui peut rendre les entreprises hésitantes face au marché.

1.2.2. Une crédibilité érodée auprès des entrepreneurs

La relation du marché financier avec les pme-eti n'est pas un long fleuve tranquille compte tenu des difficultés récurrentes à intéresser et à fidéliser ces entreprises. Les griefs relatifs à la réglementation et aux coûts des marchés financiers, aussi fondés qu'ils soient, ne peuvent expliquer à eux seuls la perte de confiance.

Elle est à rechercher dans les attentes différentes d'une part des entreprises, d'autre part des investisseurs et de l'entreprise de marché sur les atouts fondamentaux du marché que sont l'apport au capital et la liquidité.

Les entreprises qui s'adressent au marché financier sont en général motivées par l'accès à des ressources financières nouvelles, par la notoriété et par la visibilité que procure la présence sur le marché financier. De taille moyenne et intermédiaire, privilégiant le contrôle de l'entreprise par les actionnaires fondateurs, ces entreprises lèvent des capitaux représentatifs de leur valeur relative, pour une part équivalente en moyenne à 30% des fonds propres. La plupart de ces entreprises remplissent toutes les conditions d'une croissance conséquente. Elles sont davantage préoccupées par la valeur économique de l'entreprise que par la liquidité des titres. Du reste, elles privilégient le plus souvent un actionnariat stable avec lequel elles commercent sur la base de l'affectio societatis.

Les grands investisseurs et l'entreprise de marché attendent prioritairement un haut niveau de capitaux mobilisés et une liquidité élevée.

Ainsi, les objectifs d'une part des pme-eti, d'autre part des grands investisseurs et de l'entreprise de marché ne sont pas globalement concordants.

1.2.3. L'éloignement des investisseurs

Les grands investisseurs, aujourd'hui très largement intermédiés par les sociétés de gestion, recherchent des valeurs d'entreprise sûres, dont la capitalisation est le plus souvent supérieure à un milliard d'euros et qui présentent un flottant de plusieurs centaines de millions d'euros et une liquidité suffisante permettant d'échanger rapidement leurs titres.

La Mission a eu l'occasion à plusieurs reprises d'observer la force de cette politique de gestion tant auprès de grandes que de plus petites sociétés de gestion. Elle connaît un raidissement en raison de la crise qui a eu pour conséquence d'accroître les exigences en matière de liquidité. L'investissement s'est de nouveau déplacé vers des entreprises réputées plus sûres, de valeur plus élevée, de liquidité plus forte et l'horizon des investissements est devenu européen.

L'investissement des ménages dans les pme-eti en bourse reste limité, même si le marché financier pme-eti a pu trouver des capitaux auprès des ménages qui ont bénéficié de mesures fiscales incitatives, notamment sur Alternext.

1.2.4. Le risque d'atrophie de l'industrie du marché financier

Le modèle économique s'est affaibli en raison des réformes introduites à l'occasion de la transposition en droit interne de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers et du dégroupage entre la négociation et le service d'aide à la décision.

La recherche sur les valeurs petites et moyennes a diminué comme le signale un rapport de l'Association française des marchés financiers (AMAFI) du 4 février 2010 qui montre que « plus de 50% des valeurs petites et moyennes cotées à Paris ne sont suivies par aucun analyste financier et 71% des sociétés suivies ne le sont que par un seul ».

Les bureaux de recherche indépendants ont indiqué à la mission la difficulté à trouver leur marché, alors que leur rôle est fondamental pour la connaissance et la promotion des valeurs pme-eti. Le nombre des analystes financiers tend à diminuer comme le signale la Société française des analystes financiers (SFAF). D'après l'Observatoire des métiers du marché financier, il est passé de 12,06% des emplois financiers en 2000 à 8,52% en 2009.

Le courtage sur les valeurs moyennes et intermédiaires est à l'origine d'une partie des budgets de recherche et d'analyse sur les sociétés cotées. Il est plus coûteux que celui sur les plus grandes valeurs parce qu'il est moins automatisé, compte tenu de la faible liquidité des marchés de pme-eti.

En dépit d'un taux de courtage supérieur pour les titres des pme-eti à celui appliqué aux titres des grandes valeurs, la rémunération moyenne des prestataires de services d'investissement reste très faible compte tenu de l'assiette des capitaux échangés.

	Grandes valeurs	Valeurs du CAC Mid 100 ⁽¹⁾	Valeurs du CAC Small 90 ⁽²⁾	Valeurs d'Alternext
Taux de courtage moyen	0,07%	0,15%	0,15%	0,20%
Rémunération moyenne par société cotée pour l'ensemble des PSI	23 M€	1,8 M€	0,2 M€	0,02 M€

Source : entretiens avec les professionnels

⁽¹⁾ CAC Mid 100 est composé des 100 premières capitalisations qui suivent les 60 valeurs les plus importantes, composant les indices CAC 40 et CAC Next 20

⁽²⁾ CAC Small 90 est composé des 90 valeurs affichant les capitalisations les moins élevées au sein du SBF 250

Le métier du courtage des valeurs moyennes et intermédiaires perd de son intérêt compte tenu de sa faible rémunération qui laisse moins de marge pour financer la recherche et l'analyse sur les pme-eti cotées. La filière courtage et analyse est affaiblie.

A ces difficultés structurelles s'est ajoutée une évolution des tarifs de l'entreprise de marché qui est défavorable aux valeurs moyennes et intermédiaires. NYSE Euronext n'a pas souhaité communiquer à la Mission l'incidence de cette nouvelle tarification. La Mission a pu en avoir une estimation lors de ses entretiens avec les professionnels.

Il semble que les commissions de négociation perçues par l'entreprise de marché NYSE Euronext aient triplé pour celles qui concernent les pme-eti, quand elles ont été divisées par deux pour les négociations des titres des grandes valeurs. Il en est résulté une baisse de la marge sur le chiffre d'affaires des courtiers spécialisés dans le marché financier des pme-eti.

L'absence de concurrence des plates-formes d'échange sur le marché financier des pme-eti a facilité les évolutions de tarif de l'entreprise de marché, alors qu'elle était contrainte, précisément par la concurrence, sur le marché des grandes valeurs.

L'affaiblissement de la rentabilité des courtiers et des analystes sur les valeurs moyennes et intermédiaire fait courir un risque de rupture des savoir-faire, des relais et des moyens de relance du marché des pme-eti.

1.2.5. L'attentisme de l'entreprise de marché

L'entreprise de marché NYSE Euronext a principalement une activité de gestion de flux d'information automatisée relatifs à la cotation et à la négociation des titres. Elle est effectuée dans un environnement règlementé et sous la supervision des autorités de régulation. Le niveau des cours des valeurs et une liquidité élevée sont essentiels à cette activité. La multiplication des transactions augmente le chiffre d'affaires et améliore le résultat compte tenu de la productivité des systèmes d'information.

La concurrence s'est considérablement accrue sur ces marchés après l'adoption de la directive sur les marchés d'instruments financiers. Elle est concentrée sur les valeurs qui présentent un haut niveau de liquidité, c'est-à-dire sur les grandes valeurs de renommée mondiale et européenne.

Présentation aux analystes de l'activité de NYSE Euronext au premier trimestre 2011

En millions de dollars	Consolidé NYSE Euronext	Dérivés	Négociations et cotations	Produits de diffusion et revenus technologiques
Produits	679	236	328	116
Résultat d'exploitation	264	146	125	28
Marge d'exploitation (%)	39	62	38	24

Source : NYSE Euronext

Compte de résultat consolidé du Groupe Euronext Paris, exercice 2010

en millions d'euros	2010	2009
Produits		
Commission de négociation (actions)	129	162
Commission de cotation (actions)	34	29
Commission de négociation (dérivés)	51	72
Produits de diffusion	46	50
Revenus technologiques	5	
Total produits liés à l'activité de marché	265	313
Bénéfice net part du groupe	93	71

Source : Groupe Euronext Paris

Tout autre est le modèle économique de l'entreprise de marché en matière de pme-eti.

La concurrence est presque inexistante dans cette partie du marché. Les pme-eti choisissent quasi exclusivement l'entreprise de marché présente sur le marché financier national compte tenu des difficultés de se coter à l'étranger. Par ailleurs, le capital et la liquidité qu'elles offrent aux investisseurs n'intéressent pas les nouvelles plates-formes d'échanges.

Les pme-eti, les investisseurs dans ces valeurs et les intermédiaires actifs sur ce segment du marché se retrouvent nécessairement en relation avec l'entreprise de marché qui occupe ainsi un rôle central. C'est la raison pour laquelle les acteurs du marché pme-eti considèrent qu'elle a naturellement vocation à occuper un rôle leader pour la promotion et le développement du marché.

Les pme-eti cotées contribuent très modérément au chiffre d'affaires et au résultat de l'entreprise de marché. La capitalisation totale des 574 pme-eti cotées en 2010 est inférieure à la capitalisation de la première grande valeur française. Les ordres concernant les pme-eti représentent 2% environ des 14,1 milliards d'euros d'ordres reçus par l'entreprise de marché en 2010. Le total des capitaux échangés sur les marchés pme-eti en 2010 est du même ordre par rapport aux capitaux échangés sur la plate-forme NYSE Euronext. Enfin, ces entreprises sont absentes des marchés de dettes et de dérivés.

Les pme-eti cotées réclament un service visant à les accompagner, à améliorer leur notoriété, à promouvoir le marché et à intéresser davantage les investisseurs. Elles attendent également de l'entreprise de marché qu'elle joue un rôle moteur pour augmenter le nombre d'entreprises cotées qui est un des moyens les plus sûrs pour que les sociétés soient mieux valorisées.

Le financement des pme-eti par le marché financier relève d'une « petite entreprise » complexe à développer, exigeant la proximité et modérément bénéficiaire. C'est pourquoi il y a place pour le développement d'un modèle propre de bourse des pme-eti au sein duquel la communauté des pme-eti est pleinement impliquée.

Pour le moment, l'entreprise de marché apparaît insuffisamment active en matière de prospection des pme-eti et de développement du secteur et n'atteint pas ses objectifs comme le doublement du marché Alternext. Elle prend des mesures contradictoires avec le développement du marché comme la fixation du tarif des transferts d'Euronext vers Alternext qui dissuade les entreprises, alors que la taille critique d'Alternext est jugée stratégique. Elle majore les commissions de courtage sur les transactions pme-eti alors que le courtage et l'analyse ont besoin de soutien économique. Son activité commerciale n'enraye pas les critiques dont elle fait l'objet, mais elle ne change pas son approche. Elle n'a pratiquement pas créé de produit qui ne lui ait été demandé par la place.

Cette forme d'attentisme a provoqué une très vive réaction des organisations professionnelles, très mobilisées dans le cadre de l'initiative de place du ministre en faveur du financement des pme-eti par le marché, à un moment où les questions de financement des entreprises passent au premier plan.

2. La nécessité d'améliorer l'attractivité et l'offre du marché financier en direction des pme-eti

2.1. Un besoin croissant de financement par le marché

Aujourd'hui les financements de marché, qu'il s'agisse de fonds propres ou d'instruments de dette, restent marginaux pour les pme-eti. Cependant les nouvelles règles, imposées aux banques et aux assureurs à la suite de la crise ou en raison de l'extension progressive de la valorisation des actifs à la valeur de marché (juste valeur ou fair value) devraient rendre plus cher et plus difficile le crédit bancaire comme le financement en fonds propres provenant directement ou indirectement des entreprises financières.

La question de la substitution partielle de financements de marché aux sources actuelles de financement va donc inévitablement se poser.

2.1.1. Le besoin de financement des pme-eti

Dans leur écrasante majorité, les entreprises moyennes et intermédiaires couvrent leurs besoins de financement :

- pour la dette, par les différentes formes de crédit bancaire, les banques gardant, dans leurs livres, leurs prêts jusqu'à remboursement,
- pour les fonds propres par la mise en réserve de résultats positifs, la levée de fonds auprès de proches et le recours au capital risque et au capital développement.

Les données rassemblées par la Banque de France permettent, comme l'Observatoire du financement des entreprises l'a mis en évidence dans un rapport d'avril 2011⁵, d'avancer que ces différentes sources de financement ont jusqu'à présent, et malgré la crise financière, permis aux entreprises moyennes et intermédiaires françaises de disposer d'une assise financière tout à fait convenable :

- la trésorerie est supérieure à celle dont les entreprises disposaient avant la crise,
- les fonds propres ont nettement progressé en pourcentage du total de bilan au cours des années 2000 et se situent plutôt au-dessus de la moyenne européenne,
- les encours de crédit bancaires ont évolué pendant la crise plus rapidement que le PIB en valeur, l'endettement bancaire ayant été depuis 2007 plus abondant et moins cher que chez nos partenaires de l'Union européenne.

En revanche, il n'est nullement assuré que ces conditions de financement relativement favorables perdurent dans la période qui s'ouvre. Plusieurs facteurs devraient en effet remettre en cause la structure de financement des entreprises françaises de taille moyenne et intermédiaire et conduire ces dernières à rechercher des solutions alternatives :

⁵ Rapport sur le financement des pme-eti en France - Avril 2011

- le premier facteur, qui n'entre pas dans l'objet du présent rapport est l'application accélérée des règles de Bâle III par les banques françaises. L'accroissement des exigences de fonds propres, les nouvelles contraintes sur la liquidité et la transformation vont rendre, toutes choses égales par ailleurs, le crédit bancaire et surtout le crédit de moyen et long terme, aux entreprises plus difficile et plus coûteux à financer pour les banques. L'impact effectif de nouvelles règles sur l'accès au crédit des entreprises françaises dépendra de très nombreux paramètres et de choix opérés par chaque banque et est donc extrêmement difficile à prévoir. En tout état de cause, les banques pourraient avoir des difficultés à garder dans leur bilan des crédits longs, comme elles l'ont couramment fait jusqu'à présent,
- le second tient aux nouvelles contraintes pesant sur les assureurs détenant à leur actif des actions d'entreprise ou des parts de véhicules de placement investis en actions cotées ou non cotées. D'ores et déjà, les principaux assureurs ont largement engagé la réduction de la part de leurs actifs investis en actions cotées et fortement réduit leur contribution aux levées de fonds engagées par les acteurs du capital investissement,
- enfin, la solidité apparente de la structure bilancielle de nombreuses pme-eti s'explique très probablement par une extrême prudence en matière d'investissement et de rapprochement avec d'autres entreprises. Dans l'environnement très compétitif qui prévaut aujourd'hui, il paraît peu opportun d'envisager la poursuite d'une telle attitude sans risque pour la place de notre industrie ou de nos entreprises de service sur la scène européenne et internationale.

Sans qu'il soit possible de chercher ici à le quantifier, il est donc probable qu'un besoin de financement en fonds propres ou en dette de durée moyenne ou longue va caractériser la situation des entreprises moyennes et intermédiaires françaises ; il est donc nécessaire de s'interroger sur la manière dont le marché financier va pouvoir le couvrir.

2.1.2. Le financement nécessaire en aval du capital-risque et du capital développement

Parfois présenté comme un concurrent du marché financier auprès des entreprises moyennes ou intermédiaires cherchant des fonds pour se développer, le capital investissement est aussi un client de l'entreprise de marché ; en effet le marché financier est une des solutions de sortie des fonds de « private equity » du capital des sociétés qu'elles ont accompagnées dans leur développement.

L'AFIC⁶ a indiqué à la Mission son souhait qu'un surcroît de dynamisme du marché du marché financier permette de dénouer plus fréquemment leurs opérations de capital investissement par des introductions en bourse. Elles sont rendues difficiles dans certaines circonstances, notamment quand les conditions de marché ne sont pas suffisamment favorables et quand la profondeur du marché paraît trop limitée. En outre, les banques conseils et l'entreprise de marché imposent généralement, pour le bon déroulement de l'introduction, aux actionnaires déjà présents au capital, un engagement de conservation d'une partie de leurs titres pendant une certaine période. Cela conduit à des réticences du capital investissement pour introduire les entreprises sur le marché financier.

⁶ Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC)

L'essor remarquable du capital investissement peut être remis en cause à l'avenir par la plus grande difficulté des professionnels à lever des fonds.

A court terme, capital développement et marché financier peuvent être concurrents dans la prospection d'entreprises cibles prometteuses, mais en moyenne période un marché financier actif est nécessaire :

- pour compléter un financement en fonds propres de la part du capital investissement devenu moins dynamique du fait de la plus grande difficulté à lever des fonds,
- pour permettre à l'industrie du capital risque et développement de se refinancer en cédant en bourse, dans de bonnes conditions, ses participations.

2.1.3. L'ouverture du marché obligataire aux pme-eti

Le marché de la dette obligataire est aujourd'hui pratiquement fermé pour les pme-eti. Certes, le marché des obligations « corporate » s'est considérablement développé, notamment depuis 2008, parce qu'il offre aux grandes entreprises qui y ont accès un financement complémentaire de celui des banques, permettant de limiter le risque d'un changement brutal des conditions d'accès au crédit bancaire.

Mais la taille des émissions et la qualité des signatures exigées fait précisément que seules de grandes entreprises ont accès à ce marché. Seules quelques émissions marginales directement destinées aux particuliers, que l'AMF a, au demeurant, jugé nécessaire d'avertir par une mise en garde publique des risques qu'ils acceptaient de prendre en souscrivant à ce type d'émission, ont jusqu'à présent fait exception.

Une telle situation devrait évoluer pour deux raisons majeures :

- la première, déjà évoquée, est que la conservation dans les livres des banques de crédits longs – notamment au delà de cinq ans – à des entreprises va être rendue plus difficile par les règles de Bâle III. Une partie de cette catégorie de crédits devra donc être financée par le marché, soit sous forme d'émission obligataire par l'émetteur, soit sous forme de refinancement par le marché de prêts consentis par des banques, puis cédés par elles. Si de tels dispositifs n'étaient pas mis en place rapidement, il y aurait clairement un risque qu'une partie des besoins des entreprises ne soit pas financée, avec le risque de frein à la croissance que cela implique,
- la seconde est que, dans les conditions de marché actuelles et particulièrement du fait du bas niveau des taux d'intérêt à cinq ans et plus pour les obligations d'Etat les mieux notées, il semble possible de trouver une clientèle, soit d'institutionnels, soit de particuliers avertis et disposant d'un portefeuille d'actifs financiers significatif prêts à s'intéresser à des émissions offertes avec un écart de taux attractif par des entreprises de taille intermédiaire. A condition, bien évidemment que ces émetteurs soient prêts à délivrer une information financière aux normes des marchés réglementés de l'Union européenne permettant d'éclairer pleinement l'investisseur sur le niveau acceptable du risque. La Mission a pu constater qu'une évolution en ce sens était déjà engagée chez nos voisins européens à Londres par le L.S.E. et en Allemagne, particulièrement par la bourse de Stuttgart.

Pour la Mission, des émissions de ce type pourraient être proposées en priorité :

- par des eti déjà cotées dès lors qu'elles seraient en mesure d'émettre un montant significatif,
- par des eti non cotées dont l'émission obligataire constituerait une première expérience, par construction non dilutive (sauf recours à une formule d'obligation convertible), de levée de fonds sur le marché financier.

La question de la notation de telles émissions devra être abordée. Les grandes agences de notation dont les prestations risquent de s'avérer coûteuses par rapport à la taille des émissions et des entreprises pourraient difficilement y apporter une réponse adaptée. Il sera très probablement nécessaire de se tourner vers des acteurs plus proches du terrain et disposant déjà d'un acquis dans la collecte de données financières sur les entreprises.

Au total, tout laisse penser qu'il existe une tendance lourde en faveur de la désintermédiation partielle du financement des entreprises et de l'accroissement du rôle du marché financier dans la couverture des besoins des entreprises moyennes et intermédiaires en fonds propres comme en instrument de dette.

Ne pas se mettre en position d'y répondre par un dynamisme suffisant de la Place de Paris en ce domaine serait une erreur qui pourrait peser à la fois sur la croissance et l'attractivité du marché financier.

2.2. La dynamique européenne

2.2.1. Les dispositions envisagées par la Commission européenne

Consciente de la nécessité de diversifier les sources de financement de l'économie, la Commission européenne souhaite améliorer le financement des pme-eti⁷, notamment par le biais des marchés financiers, pour favoriser leur croissance et leur développement. Elle est ainsi en ligne avec la volonté du Conseil, qui a par exemple agréé le 31 mai 2011 des conclusions sur le *small business act* où il « souligne le besoin d'aider les pme-eti à avoir un accès renforcé aux marchés financiers et accueille favorablement l'intention de la Commission d'inclure des mesures visant les pme-eti dans les revues à venir de la réglementation des services financiers ».

Dans ce contexte, la Commission européenne a publié à l'automne 2011 une proposition de modification de la directive 2004/109/CE, dite transparence, dont l'objectif est notamment de favoriser l'accès des petits et moyens émetteurs aux marchés financiers. Elle fait en effet valoir que deux propositions de simplification visent l'ensemble des entreprises cotées mais bénéficieront en priorité aux pme-eti dans la mesure où ce sont les entreprises qui ont le moins de moyens administratifs pour faire face aux obligations d'information financière.

⁷ Voir notamment communications sur « l'Acte pour le marché unique » (COM 2011 206) et sur le « Réexamen du small business act pour l'Europe » (COM (2011) 78).

La première proposition est de supprimer l'obligation de présenter des rapports financiers trimestriels, qui représenterait en effet un allègement de charge souhaitable pour les pme-eti. La deuxième est de demander à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) de préparer des modèles-types pour les documents financiers que doivent présenter les entreprises cotées. Ce sera d'autant plus utile pour les pme-eti qu'il y aura un modèle-type véritablement allégé. A ce titre, il peut être rappelé que la directive 2003/71/CE, dite prospectus, révisée par la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 prévoit déjà que les obligations en matière de prospectus doivent prendre en compte « *les activités et la taille de l'émetteur, notamment lorsqu'il s'agit [...] de sociétés à faible capitalisation boursière*

et de pme. Pour ces types de sociétés, les informations sont adaptées à leur taille et, le cas échéant, à leur historique ».

Même si cette proposition de la Commission européenne présente un intérêt réel, elle ne contient aucune disposition spécifique concernant les pme-eti.

S'agissant du champ, cette révision de la directive dite transparenceserait l'occasion de donner une définition des pme-eti cotées boursière embrassant davantage de pme-eti que celle retenue dans la directive prospectus révisée le 24 novembre 2010, qui définit une telle société comme étant d'une capitalisation inférieure à 100 millions d'euros. Ce seuil de 100 millions d'euros est en effet à la fois trop bas pour intégrer suffisamment de pme-eti des grandes places financières (comme la France, où sont généralement considérées comme pme-eti les sociétés à capitalisation inférieure à un milliard d'euros) et trop haut pour les places moins importantes dont une grande partie des sociétés cotées se situe en dessous de ce seuil de 100 millions d'euros. Comme proposé par les pouvoirs publics français, un seuil relatif de capitalisation boursière par rapport à la capitalisation moyenne du marché d'origine de l'émetteur serait plus efficace et opérationnel.

Sur le fond, il serait souhaitable, d'une part, de prévoir en pratique un régime véritablement allégé d'obligations en matière d'information financière pour les pme-eti et, d'autre part, d'allonger le délai de publication des rapports semestriels de deux à trois mois après la fin du semestre couvert. Cette dernière disposition permettrait d'étaler dans le temps la publication des rapports semestriels et d'éliminer ainsi le goulet d'étranglement actuel qui fait que toutes les entreprises cotées publient leurs rapports semestriels dans un même laps de temps contraint. Cela conduit en pratique les analystes à faire un choix sur les sociétés qu'ils examinent et à se focaliser sur les grandes sociétés. Pour cette raison, l'allongement de ce délai de publication, souhaitable pour l'ensemble des entreprises, devrait se faire en priorité pour les pme-eti.

Autre initiative récente de la Commission, sa proposition de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers publiée le 20 septembre 2011 propose la mise en place d'une nouvelle catégorie de marchés appelés marchés de croissance des PME, « *SME growth markets* ». Un tel marché, qui fonctionnerait comme un système multilatéral de négociation, serait enregistré comme « *SME growth market* » par les autorités de supervision. Il devrait respecter certaines conditions et obligations dont la définition sera précisée par des actes techniques visant notamment à assurer un niveau de protection élevé des acteurs financiers. Cette proposition aurait pour objectif d'augmenter la visibilité et l'attractivité des marchés de pme-eti pour les émetteurs, intermédiaires et investisseurs, en favorisant une standardisation des normes applicables aux différents marchés existants à travers l'UE et en leur conférant une sorte de « *label européen* ».

2.2.2. Le paysage disparate des bourses européennes

Les marchés financiers en Europe se répartissent aujourd'hui entre plusieurs opérateurs de marché qui opèrent selon des logiques de territoire et des stratégies très différentes. De manière générale, les entreprises de marché qui font elles-mêmes partie de groupes internationaux (NYSE Euronext, Nasdaq par exemple) opèrent à une échelle transnationale et selon une stratégie d'expansion ou de regroupement. Les autres (LSEG, les bourses allemandes) ont plutôt une priorité d'action à vocation domestique, mais qui tend à s'étendre progressivement.

Les principales bourses présentes sur les marchés des pme-eti en Europe sont :

- LSEG qui détient l'AIM
- NYSE Euronext (New York Stock Exchange Euronext) qui détient Alternext
- OMX AB (Aktiebolaget Optionsmäklarna) qui détient First North
- Bolsa de Madrid
- Deutsche Börse qui détient Entry Standard
- Les bourses régionales allemandes

Une analyse sommaire de la situation capitalistique, du territoire couvert et des perspectives de développement de plusieurs entreprises de marché en Europe montre une grande hétérogénéité des situations.

Entreprise de marché	Base	Territoire couvert	Perspectives déclarées de développement
BOURSES A VOCATION TRANSNATIONALE			
LSEG	Londres	Royaume-Uni, Italie	France
NYSE Euronext	Paris New York	Pays-Bas, Belgique, Portugal, France	Fusion avec Deutsche Börse en cours d'examen
NASDAQ OMX	Stockholm	Suède, Danemark, Finlande, Islande, Lettonie, Lituanie, Estonie	
BOURSES A VOCATION NATIONALE			
Bolsa de Madrid	Bolsas y Mercados Espanoles	Madrid	Espagne
Bourses allemandes régionales, par exemple Börse Stuttgart		Länder	Intérêt pour la France

Les enseignements qui peuvent être tirés de ce tableau sont les suivants :

- dans chaque Etat européen, il y a en général une seule entreprise de marché,
- ces entreprises sont pour la plupart filiales de sociétés internationales (NYSE, LSEG, Nasdaq), ayant a priori vocation à étendre leur champ d'action. Les autres (essentiellement les bourses allemandes, à l'exception de Deutsche Börse impliquée dans un projet de fusion avec NYSE Euronext) ont une implantation régionale, mais semblent envisager des stratégies de développement limitées par accords bilatéraux,
- le volume d'activité et les résultats, qui mériteraient d'être comparés et analysés de manière approfondie, semblent très différents selon les cas.

En d'autres termes, il n'existe pas un profil homogène de bourse. Une bourse européenne unique pour les pme-eti, si tant est qu'elle serait juridiquement possible, n'apparaît pas comme une option de court terme. En tout état de cause, son éventuelle mise en place n'apporterait pas en soi de réponse aux différentes difficultés recensées.

3. Les pistes d'action

La Mission propose un plan d'action de nature à provoquer un choc de confiance pour améliorer la situation des pme-eti cotées et en augmenter très significativement le nombre présent sur le marché financier.

3.1. Agir sur l'environnement

3.1.1. Une régulation plus adaptée aux pme-eti

Les pme-eti ne sont pas représentées suffisamment dans les instances de la place financière française.

Leurs préoccupations et leurs spécificités seraient mieux prises en compte, si elles étaient plus nombreuses dans les instances de l'AMF. C'est pourquoi il est proposé que le collège de l'AMF compte un membre représentant la sensibilité des émetteurs de taille moyenne et intermédiaire et un membre issu de l'industrie du marché financier des pme-eti.

Par ailleurs, une procédure de consultation propre aux pme-eti sur les sujets de place liés au marché financier pourrait être utilement étudiée avec les associations représentatives de ces entreprises par la direction générale du Trésor et l'Autorité des marchés financiers. Elle permettrait d'identifier les difficultés spécifiques aux pme-eti posées par les différents sujets soumis à la consultation de place ou soulevés par l'application des textes en vigueur.

Enfin, on ne peut que recommander que se poursuive et s'approfondisse la concertation entre l'AMF et les représentants des pme-eti cotées sur les sujets qui relèvent de la compétence directe du régulateur et tout particulièrement les questions de transparence de l'information financière et de gouvernance. La procédure qui a conduit à l'élaboration d'un code de gouvernance de ces entreprises peut être citée comme un exemple de concertation réussie. Elle pourrait être renouvelée sur d'autres sujets.

La question des restrictions à la sortie de bourse est par ailleurs fréquemment évoquée par les émetteurs et leurs conseils qui les jugent sévères. La procédure de l'offre publique de retrait (OPR) suivie d'un retrait obligatoire (RO) permet certes à un émetteur d'obliger les minoritaires à lui céder leurs titres dès lors qu'ils détiennent ensemble moins de 5% du capital à l'issue de l'OPR. Cette procédure dont la phase finale est qualifiée par certains « d'expropriation privée » est cependant et à juste titre très encadrée par le régulateur ; il est possible à un groupe de minoritaires, actionnaires anciens ou actionnaires nouveaux à la recherche d'une opportunité de marché d'y faire obstacle en s'assurant le contrôle d'un bloc de titres légèrement supérieur à 5%.

Une autre possibilité pour un émetteur qui souhaite retirer son titre de la cote est d'obtenir l'autorisation de l'entreprise de marché. En pratique, celle-ci semble soucieuse d'obtenir l'accord de l'AMF afin qu'elle s'assure que les intérêts des minoritaires, qui, en cas d'acceptation de la demande vont devenir actionnaires d'une société non cotée, ne sont pas lésés. Nombre d'émetteurs et leurs conseils semblent estimer qu'en pratique l'entreprise de marché et l'AMF refuseront d'accepter la demande de l'émetteur en dehors de la procédure de RO. La question posée est en

effet délicate car il convient de s'assurer d'un équilibre entre les droits des actionnaires minoritaires, qui contestent le prix de sortie proposé par l'émetteur et estiment que celui-ci veut les contraindre d'abandonner à vil prix un investissement intéressant, et ceux de l'émetteur qui peut, à bon droit, considérer que les conditions d'une cotation utile à l'entreprise ne sont plus réunies et vouloir retrouver le régime juridique, moins lourd et moins coûteux, des sociétés non cotées.

Certains émetteurs et professionnels de marché craignent que l'entrée en bourse soit un choix « sans ticket de retour » de nature à entraîner une réticence à l'entrée en bourse. En même temps, pour de nombreuses raisons, la demande de certains d'abaisser à 90% le seuil du RO ne saurait aboutir, ne serait-ce que parce qu'un trop grand nombre de sociétés a un flottant qui n'est guère supérieur à 10%.

En revanche, il paraît possible, au cas par cas, d'accepter un retrait simple, malgré un flottant supérieur à 5 % dès lors qu'il a été procédé sous le contrôle du régulateur à une offre de retrait jugée équitable et que l'émetteur accepte après le retrait de racheter tout minoritaire qui le souhaite à un certain prix pendant une certaine période, par exemple un an. Il appartient à l'entreprise de marché et à l'AMF d'apprécier s'il est justifié, comme le pense la Mission in abstracto, d'accepter un retrait simple dans certaines situations. Une telle évolution constituerait aux yeux des émetteurs une ouverture importante.

3.1.2. Une réflexion sur la fiscalité de l'investissement dans les entreprises

L'investissement en capital dans les pme-eti bénéficie d'incitations fiscales significatives pour les contribuables assujettis à l'impôt sur le revenu (IR) ou à l'impôt sur la fortune (ISF). Cependant, ces incitations visent en priorité les fonds propres des sociétés non cotées et pourraient être plus largement étendues aux sociétés cotées inférieures à une certaine taille. Le dispositif actuel peut-être synthétisé comme suit :

- réductions d'impôt pour souscriptions directes ou via des holdings dans le capital de PME : réduction d'impôt sur le revenu (dispositif dit « Madelin ») ou depuis 2007 d'impôt sur la fortune (« ISF-PME ») au titre de souscriptions au capital initial ou aux augmentations de capital des entreprises qui répondent à la définition des pme communautaires⁹ et ne sont pas admises à la négociation sur un marché réglementé. Les titres cotés sur Alternext sont donc éligibles à cette réduction,
- réductions d'impôt pour souscriptions via des fonds d'investissement au capital de pme : les réductions d'impôt sur le revenu ou d'impôt sur la fortune bénéficient également aux investissements dans les pme innovantes ou régionales réalisés par le biais de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ou de fonds d'investissement de proximité (FIP) dont l'actif doit être constitué pour 60% au moins de titres de sociétés non cotées sur un marché réglementé ou organisé. Sont toutefois éligibles à ce quota d'investissement, dans la limite de 20% de l'actif, les titres admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé de l'Espace économique européen, émis par des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros.

⁹ Les pme au sens communautaire sont les entreprises qui occupent moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros

La Mission considère qu'un tel dispositif doit être, autant que possible, préservé des effets de la limitation des niches fiscales. En effet, les menaces¹⁰ sur l'investissement en action résultant des nouvelles régulations bancaires et assurantielles sont telles qu'il paraît nécessaire de conserver une incitation claire et significative pour les particuliers à investir durablement dans les pme-eti.

Si les contraintes budgétaires conduisaient néanmoins les pouvoirs publics à réaliser des économies en ce domaine, il serait plus judicieux de le faire sur le taux d'économie d'impôt qu'en ciblant l'avantage fiscal sur une catégorie particulière d'entreprises, comme cela semble résulter des travaux parlementaires en cours qui s'orientent vers un recentrage sur les plus jeunes et les plus petites entreprises.

Au contraire, la Mission suggère que l'on conserve des critères actuels (pme au sens de la définition communautaire, à caractère régional ou innovant) et que l'on fasse le choix d'une neutralité totale par rapport au marché concerné (marché du capital développement concernant donc les entreprises non cotées, marché organisé tel qu'Alternext, marché réglementé tel que le compartiment C d'Euronext Paris).

En effet, à l'examen les distinctions que l'on peut opérer entre ces trois marchés ne semblent pas justifiées au regard de l'incitation à l'investissement durable au capital des pme-eti. En particulier, l'argument selon lequel la déficience de marché justifiant l'intervention de l'Etat existerait pour les entreprises non cotées et serait inexistante pour une pme ayant obtenu la cotation de son titre sur le compartiment C d'Euronext paraît tout à fait théorique.

Dans la pratique, en effet, le marché secondaire des titres cotés sur le compartiment C n'est pas suffisamment actif pour offrir un accès aisé au capital pour les entreprises concernées et c'est précisément ce que l'incitation fiscale a pour but de corriger.

Si l'on suit cette logique, il serait justifié pour les investissements directs d'étendre la déduction fiscale aux entreprises cotées sur le marché réglementé - compartiment C - dès lors qu'il s'agit de pme au sens communautaire. Pour les investissements via des fonds la limite de 20% de l'actif pourrait être relevée.

3.1.3. Le développement d'une gestion spécialisée

Les grands investisseurs investissent peu dans les pme-eti cotées en raison de la taille trop limitée des investissements possibles, de la liquidité insuffisante et des difficultés d'évaluation.

L'intermédiation est assurée par des sociétés de gestion qui sont confrontées à la difficulté permanente de maintenir la liquidité pour faciliter les mouvements d'achat et de vente des clients. Cette contrainte est à un tel niveau aujourd'hui que les gestionnaires optent le plus souvent pour des « valeurs moyennes » dont la capitalisation est supérieure à un milliard d'euros et dont la liquidité permet une négociation rapide sur le marché.

Il reste donc à réinventer les fonds fermés ou à fenêtre de liquidité périodique et anticipée, proches des fonds du capital investissement.

¹⁰ Voir rapport de l'Observatoire du financement des entreprises sur le financement des pme-pmi et eti en France – avril 2011

Annoncé en juin par le Premier ministre, un fonds de cette nature sera prochainement en place, financé par la Caisse des Dépôts et par des sociétés d'assurance. La Mission suggère que soit évaluées avec les professionnels de la gestion les possibilités d'étendre cette initiative.

3.2. Agir sur l'industrie du marché financier pme-eti

L'industrie du marché financier des pme-eti fait face aujourd'hui à des difficultés réelles. Il est urgent d'y apporter des réponses permettant de renforcer son modèle économique.

3.2.1. Renforcer l'effort commercial

Il est difficile d'atteindre les objectifs d'augmentation des sociétés cotées sans un renforcement de la présence commerciale et au premier chef celle de l'entreprise de marché.

C'est pourquoi la Mission recommande que l'entreprise de marché mette en place des moyens commerciaux dédiés à cette clientèle. En sa qualité de tête de réseau des « listings sponsors » qu'elle agrée, il serait utile qu'elle s'interroge sur la distribution territoriale de cette profession, sur le nombre de professionnels nécessaire à la diffusion du marché et sur les incitations notamment pécuniaires de nature à motiver ces prescripteurs. De par sa position, l'entreprise de marché peut aussi organiser l'association de réseaux de certaines professions à la « distribution » du marché financier par l'attribution de formation, d'une marque et d'une rémunération pour ce qui pourrait être une enseigne de proximité de spécialiste du marché financier.

3.2.2. Une réflexion sur le courtage et l'analyse

Le courtage et la recherche sont devenus les maillons faibles de l'industrie financière des pme-eti. Il importe qu'ils retrouvent un modèle économique solide et durable.

La création d'une dynamique sur le marché qui accroîtrait le nombre des opérations financières primaires et secondaires ainsi que le nombre de transactions sur les marchés concernés contribuerait bien évidemment à cet objectif. Le réexamen par Euronext de sa grille tarifaire qui pénalise de façon anormale les transactions sur les valeurs moyennes est, probablement, une des conditions de la création d'une telle dynamique.

De manière plus générale, on ne saurait avoir un marché actif sans que les prestataires de services d'investissement (PSI), qui en sont l'un des acteurs majeurs, y trouvent leur intérêt économique.

L'orientation pour certaines valeurs de taille moyenne peu liquide vers un autre modèle de négociation pourrait constituer une autre piste de stimulation de l'activité des intermédiaires. Le modèle traditionnel en France est dirigé par les ordres, il est transparent et performant pour les valeurs très liquides. En revanche, pour des valeurs moyennes et intermédiaires, la cotation en continu sur un carnet d'ordre central n'est pas forcément la solution optimale d'organisation des transactions et d'obtention de la liquidité. Un système dirigé par les prix, en vigueur notamment sur l'AIM au Royaume Uni, pourrait présenter des avantages pour stimuler l'activité des intermédiaires et améliorer la liquidité. Au demeurant les deux régimes peuvent parfaitement coexister comme c'est d'ailleurs le cas Outre Manche.

3.2.3. Créer un conseil du marché financier pme-eti

L'industrie financière des pme-eti est éclatée entre plusieurs métiers, des structures de taille différente et des fonctions centrales ou périphériques. Il est nécessaire d'assurer une meilleure cohésion pour convenir d'une stratégie, de moyens et d'actions pour relancer le marché.

C'est pourquoi la Mission préconise que le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie préside une fois par an une réunion rassemblant l'ensemble des acteurs du marché des pme-eti pour évaluer la situation, établir une stratégie de développement, définir les évolutions nécessaires pour le fonctionnement du marché et régler d'éventuelles difficultés.

3.3. Agir sur l'entreprise de marché

Si, comme on l'a vu, l'accès des pme-eti au marché financier dépend de nombreux paramètres extérieurs à l'entreprise de marché, il n'en demeure pas moins que l'action de cette dernière est importante, voire décisive pour les émetteurs et les investisseurs.

La Mission a été surprise par l'importante détérioration des relations entre une partie des émetteurs et le management de NYSE Euronext et par la netteté et la force des critiques qui lui sont adressées par les représentants des émetteurs. Cet état de fait est nouveau dans l'histoire des relations entre l'entreprise de marché et la place ; il importe de ne pas le laisser perdurer.

Pour la Mission, cela implique à la fois d'apprécier à sa juste mesure la portée des critiques et d'y trouver des réponses adaptées, de façon à permettre à la place de retrouver en ce domaine unité et dynamisme.

3.3.1. L'entreprise de marché face aux critiques des émetteurs et des professionnels du marché

Les associations d'émetteurs, particulièrement Middlenext, le MEDEF et les places financières régionales ainsi que des organisations professionnelles du marché financier ont exprimé des critiques à l'égard de la politique de NYSE Euronext vis-à-vis des pme-eti.

Ces critiques portent sur plusieurs points :

- l'intérêt porté par NYSE Euronext à ce segment de marché serait, au delà du discours public tenu par ses dirigeants, très limité. Un management « opérant à l'américaine » considérerait ce domaine comme peu rentable et donc non prioritaire. Il concevrait son rôle comme celui de gestionnaire d'un opérateur technique offrant le service d'introduction, de cotation et de gestion du carnet d'ordres, mais refusant la responsabilité d'acteur central du développement du marché des entreprises moyennes et intermédiaires,
- la présence commerciale serait, de ce fait, insuffisante, tant pour ce qui concerne la prospection sur le territoire de candidats potentiels à l'introduction en bourse que pour le maintien d'une relation vivante avec les émetteurs. Les moyens consacrés à ces actions auraient été nettement réduits depuis la fusion avec, par exemple, la suppression de la représentation de NYSE Euronext qui existait dans certaines régions depuis la fermeture des bourses régionales.

Deux décisions sont particulièrement contestées. D'abord au plan de la forme, elles ont été prises de façon unilatérale et annoncées sans précaution. Ensuite sur le fond, elles nuisent à un bon accès au marché financier des entreprises moyennes et intermédiaires.

La première concerne la réforme des tarifs intervenue en 2010 qui a alourdi le coût des transactions portant sur des valeurs moyennes et intermédiaires. La seconde concerne le coût du transfert du marché réglementé vers Alternext.

Pour beaucoup, NYSE Euronext en ces deux occasions a montré sa volonté de tirer parti de son monopole en matière d'accès des pme-eti au marché financier et sa faible écoute des besoins et demandes de cette catégorie d'émetteurs.

Faute d'accès aux comptes et aux documents internes d'Euronext, la Mission n'est pas en mesure de quantifier exactement la portée des économies réalisées par l'entreprise de marché par rapport au dispositif antérieur, ni de mesurer les recettes obtenues par la réforme des tarifs ou la facturation des frais de transfert. Cependant il est difficilement contestable que l'entreprise de marché a pris, sans véritable concertation, des décisions qui ne pouvaient qu'être mal vécues par les émetteurs de taille moyenne et les professionnels intervenant sur ce marché. De même, l'objectif de promouvoir l'image du marché, auprès des émetteurs côtés comme auprès des candidats à la cotation, n'a clairement pas été placé très haut dans l'échelle des priorités que s'assignait l'entreprise de marché après la fusion en 2007.

NYSE Euronext ne s'est pas, jusqu'à maintenant, donné les moyens d'endiguer la montée du mécontentement de nombre d'émetteurs et de professionnels. La Mission lui recommande de revenir sur les décisions contestées, même si un tel geste ne suffirait probablement pas à bouleverser les conditions d'accès au marché.

Car une vraie réponse à la situation implique l'adoption par l'entreprise de marché d'une véritable stratégie de développement assortie de la volonté et des moyens de la conduire pendant plusieurs années. Quelques gestes de principe – dont, au demeurant NYSE Euronext a été plutôt avare jusqu'à présent – ne seraient clairement pas à la hauteur des enjeux.

3.3.2. Les possibilités d'action de NYSE Euronext

L'entreprise de marché semble avoir le choix entre deux voies :

- celle d'un réaménagement de son cadre actuel d'action dans le domaine des entreprises moyennes et intermédiaires.

Pendant le déroulement de la mission, l'entreprise de marché a défendu son action. Elle a réaffirmé son intérêt pour le marché des entreprises moyennes et intermédiaires, souligné le soutien qu'elle apportait aux communautés financières régionales à Lyon et à Marseille; elle a également organisé des manifestations publiques rassemblant les acteurs de ce marché.

Elle a reconnu la nécessité de modifier la gouvernance de ses actions en ce domaine en confiant à M. Fabrice Demarigny, avocat au cabinet Mazars et ancien secrétaire général du CESR¹¹ la présidence d'un comité d'orientation stratégique qui rassemblerait des émetteurs, des intermédiaires et d'autres acteurs-clé du marché. Ce comité serait mis en place avant la fin de l'année 2011 à l'initiative du conseil d'administration d'Euronext auprès duquel il serait placé comme instance consultative. Il aurait pour objectif d'identifier les enjeux du développement des segments pme-eti et de mobiliser l'écosystème boursier pour accélérer le développement de ce marché.

Par ailleurs, l'entreprise de marché NYSE Euronext a annoncé le développement d'une nouvelle offre paneuropéenne pour la négociation d'obligations « corporate », dédiée aux pme-eti cotées et non cotées.

Par le passé, l'entreprise de marché a plusieurs fois relancé son action en direction des pme-eti avec un certain succès. Le faire une nouvelle fois n'a, en théorie, rien d'impossible.

Pour la Mission et sur la base de l'ensemble des entretiens réalisés, il est cependant loin d'être acquis que ces évolutions annoncées par l'entreprise de marché seront crédibles aux yeux des émetteurs et suffisantes pour atteindre les objectifs de développement du marché.

- celle d'un changement de ce cadre par la filialisation et l'ouverture du capital.

L'autre voie possible est de changer le cadre actuel d'action de l'entreprise de marché et d'isoler au sein d'une filiale les marchés pme-eti. Elle comporterait plusieurs avantages qui rendraient l'action entreprise beaucoup plus crédible et efficace.

Aujourd'hui il n'existe pas de moyens véritablement dédiés aux valeurs moyennes et intermédiaires au sein de NYSE Euronext. Ni les résultats d'Alternext, ni ceux des segments C et B ne semblent isolés dans la comptabilité. Aucun manager ne semble jugé sur les performances accomplies en ce domaine.

Au contraire, la création d'une filiale implique des moyens et des équipes dédiés, un management se voyant assigner des objectifs sur le marché des pme-eti ainsi que la définition d'un plan d'affaires spécifique.

La filialisation ne signifie évidemment pas la rupture totale avec l'entreprise de marché. Certains services communs de NYSE Euronext pourraient continuer à être mis à la disposition de la filiale. Ceci pourrait s'appliquer tout particulièrement à la gestion informatique des marchés concernés.

La création de la société-filiale reviendrait à faire rentrer au capital de la nouvelle entité, aux côtés de NYSE Euronext, quelques acteurs de la place intéressés au développement du marché des pme-eti. Elle permettrait de financer le renforcement des moyens et apporterait des relais supplémentaires sur le territoire qui seraient utiles pour augmenter le nombre de sociétés cotées.

Ces liens nouveaux auraient l'avantage de rétablir la confiance entre les différents acteurs des marchés financiers des pme-eti.

¹¹ Le « Committee of European Securities Regulator (CESR) » est le prédécesseur de l'Autorité européenne des marchés financiers qui rassemble les régulateurs européens des marchés de valeurs mobilières.

Un tel schéma est, pour la Mission, celui qui aurait les meilleures chances de succès. Il ne peut se mettre en place qu'à la condition que NYSE Euronext le fasse sien et assume son rôle d'actionnaire de référence de cette filiale. Ceci veut dire accepter une dilution par rapport à la situation actuelle de contrôle à 100% et bâtir un projet d'entreprise, une stratégie et une gouvernance auxquels adhère l'ensemble des partenaires.

La Mission a eu plusieurs entretiens avec NYSE Euronext d'où il ressort qu'un tel schéma n'était pas exclu par l'équipe dirigeante actuelle, sans pour autant obtenir des réponses claires, précises et positives sur tous ces points et sur le principe même de la filialisation.

3.3.3. L'ouverture à la concurrence

Une réponse totalement nouvelle pourrait être l'ouverture à la concurrence de ce qui a, jusqu'à présent, toujours été un monopole de fait sur le marché français.

Sur le plan juridique, il n'existe aucun obstacle à ce qu'un nouvel acteur, dès lors qu'il remplirait les conditions de la régulation prudentielle, puisse demander et obtenir son agrément comme entreprise de marché opérant sur le territoire français.

Les questions de droit soulevées par une telle initiative concerneraient plutôt les conditions de la coexistence de deux entreprises de marché ayant vocation à organiser les transactions sur le capital ou la dette obligataire des mêmes catégories d'émetteurs. Il serait sans difficulté d'organiser la concurrence pour les nouvelles introductions sur un marché réglementé ou organisé. Ce serait bien évidemment le choix de chaque pme-eti de choisir son marché d'introduction. De la même façon, les instruments financiers d'un même émetteur peuvent être échangés sur plusieurs marchés en fonction des choix des donneurs d'ordre et des principes de « meilleure exécution » s'imposant aux intermédiaires.

La seule situation qui devrait faire l'objet d'un examen spécifique serait celle créée par la décision d'une entreprise cotée sur l'un des marchés de NYSE Euronext de demander à quitter ce marché pour rejoindre un marché d'une entreprise concurrente. Le dispositif juridique en place aujourd'hui entoure la radiation de mesures de précaution destinées à défendre les intérêts des détenteurs d'actions. Il faudrait donc probablement prévoir une modification des textes en vigueur.

En pratique, seule une entreprise de marché existante ayant fait ses preuves sur son marché d'origine pourrait engager la démarche de concurrencer NYSE Euronext sur le marché des valeurs moyennes et intermédiaires.

La plus avancée dans un tel projet, à la date de rédaction du présent rapport, est le LSEG. Ses dirigeants ont présenté à la Mission les grandes lignes d'une bourse des pme-eti pour laquelle ils font valoir l'expérience de l'AIM. D'autres initiatives pourraient se manifester.

La position de la Mission est qu'il n'existe aucune raison pour les pouvoirs publics français de décourager une telle démarche. En outre, des investisseurs français pourraient être intéressés par ces projets et souhaiter y prendre part.

Dans le cas où NYSE Euronext ne déciderait pas de mettre en œuvre un plan crédible de relance de son action vers les entreprises moyennes et intermédiaires, notamment la filialisation des marchés de pme-eti, ce serait probablement la meilleure solution pour offrir de nouvelles possibilités d'accès au marché financier aux entreprises françaises.

1. Un constat en demi-teinte	11
1.1. Un acquis significatif	11
1.1.1. La mutation de l'entreprise de marché.....	11
1.1.2. L'évolution des marchés de pme-eti.....	12
1.1.3. Les initiatives de relance	13
1.1.4. Les résultats du marché financier pme-eti.....	14
1.2. Des fragilités indéniables	17
1.2.1. La compétitivité dégradée du marché financier pme-eti	
1.2.2. Une crédibilité érodée auprès des entrepreneurs	18
1.2.3. L'éloignement des investisseurs	19
1.2.4. Le risque d'atrophie de l'industrie du marché financier.....	19
1.2.5. L'attentisme de l'entreprise de marché.....	22
2. La nécessité d'améliorer l'attractivité et l'offre du marché financier en direction des pme-eti	23
2.1. Un besoin croissant de financement par le marché	23
2.1.1. Le besoin de financement des pme-eti.....	23
2.1.2. Le financement nécessaire en aval du capital-risque et du capital développement	24
2.1.3. L'ouverture du marché obligataire aux pme-eti.....	25
2.2. La dynamique européenne	26
2.2.1. Les dispositions envisagées par la Commission européenne	26
2.2.2. Le paysage disparate des bourses européennes	28
3. Les pistes d'action	30
3.1. Agir sur l'environnement.....	30
3.1.1. Une régulation plus adaptée aux pme-eti.....	30
3.1.2. Une réflexion sur la fiscalité de l'investissement dans les entreprises	30
3.1.3. Le développement d'une gestion spécialisée	32
3.2. Agir sur l'industrie du marché financier pme-eti.....	33
3.2.1. Renforcer l'effort commercial	33
3.2.2. Une réflexion sur le courtage et l'analyse.....	33
3.2.3. Créer un conseil du marché financier pme-eti	34
3.3. Agir sur l'entreprise de marché	34
3.3.1. L'entreprise de marché face aux critiques des émetteurs et des professionnels du marché.....	34
3.3.2. Les possibilités d'action de NYSE Euronext.....	35
3.3.3. L'ouverture à la concurrence	37
Personnalités entendues	41
Annexes	47
Résultats de l'enquête qualitative sur les pme-eti cotées réalisée par la Banque de France	
Contributions des services économiques de la direction générale du Trésor sur le financement des pme-eti dans sept pays	

Personnalités entendues

ACP

Daniele Nouy, secrétaire général

Frédéric Visnovsky, secrétaire général adjoint

Edouard Fernandez-Bollo, secrétaire général adjoint

Laurent Mercier, chef du service des études générales et recherche documentaire à la direction des études et des relations internationales

Jérôme Chevy, chef du service des financements spécialisés professionnels à la direction du contrôle des établissements de crédit généraux et spécialisés

AFG

Paul-Henri de La Porte du Theil, président

Pierre Bollon, délégué général

Eric Pagniez, délégué général adjoint

Laure Delahousse, directrice gestions d'actifs, commercialisation et vie des acteurs

Carlos Pardo, directeur économique

Adina Gurau Audibert, adjointe du délégué général adjoint

Audrey Hyvernât, responsable capital investissement

AFIC

Hervé Schricke, président

Olivier Gindre, administrateur spécialisé dans le financement des pme

Paul Perpère, délégué général

Chloé Magnier, directrice des études

Allégra Finance

Yannick Petit, président directeur général

ALIS

Eric Forest, président et directeur associé Oddo corporate finance

Philippe Hottinguer, vice-président

Alphavalue

Pierre-Yves Gauthier, président du directoire

AEMF, Autorité européenne des marchés financiers

Verena Ross, directeur exécutif

Laurent Degabriel, chef de la division investissement et information financière

Amafi

Philippe Tibi, président

Eric Le Boulch, comité valeurs moyennes, président directeur général de CM-CIC Securities

Pierre de Lauzun, délégué général

Bertrand de Saint Mars, délégué général adjoint

Emmanuel de Fournoux, directeur infrastructure de place et réglementation prudentielle

AMF

Jean-Pierre Jouyet, président

Benoit de Juvigny, secrétaire général adjoint

Edouard Vieillefond, secrétaire général adjoint

Marine Corrieras, chef de division doctrine à la direction des émetteurs

Antoine Colas, chef de la division sociétés cotées

Maryline Dutreuil-Boulignac, adjointe au sein de la division sociétés cotées

Amundi

Yves Perrier, directeur général
Laurence Laplane, directeur, coordination direction générale
Nicolas Calcoen, directeur de la stratégie et du développement

ANSA, Association Nationale des Sociétés par Actions

Robert Baconnier, président et délégué général
Jean-Paul Valuet, secrétaire général
Régis Foy, adjoint et conseiller juridique

Arkéon

Robert de Vogüé, président
Charles-Henri Berbain, directeur général délégué – salle des marchés
Cédric Pouzet, directeur général délégué

ASMEP-ETI

Yvon Gattaz, président
Frédéric Coirier, président de la commission Bourse à ASMEP-ETI
Gilles Gaujal, membre de la commission Bourse à ASMEP-ETI
Bénédicte Michon, déléguée générale

Banque de France

Henri Jullien, directeur général des activités fiduciaires et de place
Yves Nachbaur, directeur des entreprises
Elisabeth Kremp, responsable du service de l'Observatoire des entreprises à la direction des entreprises

Bnp Paribas

André-Louis Valière, membre du comité directeur, responsable du groupe mid-caps

Börse Stuttgart

Christoph Lammersdorf, président
Ralph Danielski, directeur général
Christoph Boschan, directeur juridique
Sabine Traub, directeur du marché primaire
Christopher Schütz, directeur du développement

CDC

Antoine Gosset-Grainville, directeur général adjoint
Olivier Mareuse, directeur financier
Alain Minczeles, directeur de la gestion financière
Albert Ollivier, conseiller du comité exécutif

CDC Climat

Pierre Ducret, président
Michel Laffitte, directeur des services aux marchés

Centre des professions financières

Edmond Alphandery, président et président du conseil d'administration CNP
Marie-Agnès Nicolet, administrateur

Commission européenne

Olivier Guersent, chef de cabinet du commissaire Michel Barnier
François Arbault, membre du cabinet
Emil Paulis, directeur des marchés financiers, direction générale marché intérieur et services
Almoro Rubin de Cervin, adjoint au chef de l'unité de la politique des services financiers

CGPME, Confédération générale du patronat des PME

Bernard Cohen-Haddad, président de la commission financement
Pascal Labet, directeur affaires économiques et fiscales

Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables

Agnès Bricard, présidente
Hervé Boulanger, secrétaire général

CM-CIC Securities

Eric Le Boulch, président directeur général
Philippe Cassagnes, directeur général adjoint
Denis Saboureau, directeur de l'activité actions et dérivés
Thibaut Simmonet, directeur des relations institutionnelles
Yves Monrique, responsable de la vente actions Europe continentale

Croissance Plus

Olivier Duha, président
Florence Dépret, délégué général
Antoine Colboc, membre du comité de direction, Head of Venture Capital, Crédit Agricole Private Equity

Deutsche Börse Group - Xetra

Franck Gerstenschläger, président
Rainer Riess, vice-président

FBF

Ariane Obolensky, directrice générale
Pierre de Lauzun, directeur général délégué
Olivier Balmont, chargé de mission à la direction des études, activités bancaires et financières

FFSA, Fédération Française des Sociétés d'Assurance

Bernard Spitz, président
Jean Vecchierini de Matra, délégué général « bancassurance »
Jean-François Lequoy, délégué général
Bertrand Labilloy, directeur des affaires économiques, financières et internationales
Alexis Rostand, adjoint du directeur des affaires économiques financières et internationales

Financière de l'Echiquier

Didier le Menestrel, président
Marie-Ange Verdickt, directeur de la recherche et du développement durable

Gilbert Dupont

Pascal Mathieu, président
Stéphane Roulois, directeur financier

ID Midcaps

Gaël Faijean, président

London Stock Exchange Group / AIM

Xavier Rolet, directeur général
Serge Harry, conseiller du directeur général
Cécile Nagel, directeur de la stratégie
Nicolas Bertrand, directeur des marchés actions et dérivés
Marcus Stuttard, directeur de l'AIM

Lyon place financière

Jean-Baptiste Bosson, président et président directeur général de PSB Industries
Martine Collonge, conseil

Mazars

Fabrice Demarigny, avocat

MC Conseil

Martine Charbonnier, conseil

MEDEF

Sylvain de Forges, président du comité des finances, vice-président d'AG2R La Mondiale
Agnès Lépinay, directrice des affaires économiques et du Medef
Pierre-Franck Molley, directeur général Le Public Système
Christian Poyau, président directeur général de Micropole

Middlenext

Pascal Imbert, président et président du directoire de Solucom
Caroline Weber, directrice générale

Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

Cabinet du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie

François Marion, conseiller en charge des services financiers

Direction générale du Trésor

Etienne Oudot de Dainville, sous-directeur du financement des entreprises et marché financier

Direction générale des finances publiques

Marie-Christine Lepetit, directrice de la direction de la législation fiscale
Charlotte Chevalier, sous directrice de la fiscalité des personnes

Direction générale de la compétitivité, de l'industrie et des services

Luc Rousseau, directeur général de la compétitivité, de l'industrie et des services
Véronique Barry, sous directrice innovation, compétitivité et développement des pme
Marie-Laure Wyss, adjointe au chef de bureau compétitivité et développement des entreprises

Nextstage

Grégoire Senthiles, président
Vincent Bazi, gérant, directeur de la gestion titres cotes

NYSE Euronext

Dominique Cerutti, directeur général adjoint
Roland Bellegarde, vice-président exécutif groupe chargé des actions européennes de négociation et de cotation
Marc Lefèvre, directeur développement commercial et relations émetteurs listing France
Philippe Tastevin, directeur de la stratégie

Oddo

Philippe Oddo, associé-gérant

Paris Europlace

Bruno Lafont, vice-président et président de Lafarge
Arnaud de Bresson, délégué général

Pechel Industrie

Hélène Ploix, présidente

Portzamparc

Philippe de Portzamparc, président directeur général et porte parole des places financières régionales

SFAF

Ibra Wane, président
Geoffroy de Coatparquet, coprésident de la commission valeurs moyennes
Bruno Beauvois, secrétaire général

Société Générale

Florence Greau, responsable structuration et exécution marchés de capitaux
Patrick Jousseume, analyste financier
Christophe Alleman, directeur marché financier "mid caps"
Guy Silvestre, directeur marché financier "mid caps"
Gérard Fleury, responsable de la banque d'investissement "mid caps"

Viel et Cie

Patrick Combes, directeur général
Catherine Nini, présidente de Bourse Directe
Jeanne Dubarri, conseillère du président
Vincent Remy, conseiller du président
Dominique Velter, directrice du marketing stratégique

Annexes

Résultats de l'enquête qualitative sur les pme-eti cotées réalisée par la Banque de France

Contributions des services économiques de la direction générale du Trésor sur le financement des pme-eti dans sept pays

Synthèse des résultats de l'enquête qualitative sur les PME et ETI cotées en bourse réalisée par la Banque de France

Vue d'ensemble

- Cette note reprend en synthèse l'ensemble des observations que nous ont remontées 9 succursales régionales, à partir de l'exploitation d'informations obtenues lors d'entretiens avec les responsables d'une centaine d'entreprises PME ETI, cotées sur Euronext ou Alternext, (81 dans la majorité des cas, délistées (12) ou susceptibles d'être intéressées (7) par une introduction en bourse.
- L'analyse suit pour l'essentiel les principales rubriques du questionnaire transmis au réseau le 13 septembre.
- D'emblée on peut faire ressortir une bonne vue d'ensemble dans la mesure où la teneur de ce qui est rapporté est assez homogène : le jugement porté est plutôt positif quant à l'utilité d'un recours au marché pour mobiliser des capitaux sur des projets de développement interne ou externe et aux effets sur le management des groupes (plus de rigueur et de discipline dans le traitement de l'information, mais aussi une vertu stimulante de nature à motiver les collaborateurs ou à faire des progrès en matière de gouvernance) ; il est plus critique sur les aspects « modalités de fonctionnement » surtout « en central » (le régulateur, et encore plus « l'opérateur de marché ») ; à l'inverse, de façon surprenante, les réponses sur les actionnaires, investisseurs et intermédiaires traduisent des opinions soit neutres, soit - le plus souvent – favorables, en dehors des aspects coûts. Mais, dans la majorité des cas, les actionnaires « externes » sont minoritaires ; il y a une méfiance à l'égard du flottant chez certains qui est révélatrice d'une très grande prudence quant aux ouvertures du capital. On relève de façon symptomatique l'idée selon laquelle une décision d'introduction en bourse est perçue comme irréversible : « il faudrait, pour aider à développer les entrées en bourse, avoir plus le sentiment qu'on peut en sortir sans trop de difficulté si cela apparaît souhaitable »
- D'une façon générale, si on ne perçoit quasiment pas de franches réserves au plan des principes - s'introduire en Bourse n'est pas en soi une mauvaise option - on ressent, en pratique, une assez grande prudence vis-à-vis de ce mode de financement direct qui contraste de façon marquée avec l'attachement affiché au maintien ou à la nécessité des relations /financements bancaires.
- La crise apparaît à l'évidence comme un facteur de nature à atténuer les appréciations positives, mais elle n'est pas excessivement mise en avant dans les critiques émises ; d'autres éléments, plus importants, peuvent jouer, comme par exemple les craintes d'une perte de contrôle d'entreprises dont le développement reste souvent l'affaire de leurs dirigeants (avec pourrait-on dire une notion d'« affectio societatis » encore très personnalisée, voire « incarnée ») : il y a paradoxe en tout cas entre un avis globalement positif sur le fait d'être coté, et les réserves exprimées lorsqu'on entre plus précisément dans le vif du sujet : la liquidité, la cote, le flottant, la relation avec l'entreprise de marché, l'analyse « coût-avantage » ; cette position finalement mitigée reflète probablement un problème de maturité (de l'organisation, des esprits) mais peut aussi tenir à une insuffisance de dialogue entre « les entreprises » et « le marché »,

insuffisance « quantitative » (« plus d'échange ») ou « qualitative » (« de meilleurs échanges » moins distants, ou plus en rapport avec les besoins spécifiques)

- Plusieurs avis exprimés donnent à penser qu'outre des projets clairement identifiés et des perspectives vraiment prometteuses, avoir une taille minimale constitue une troisième exigence pour accéder au marché.
- Du côté des délistés, rares sont ceux qui émettent de sévères critiques, les retraits de la cote sont en général expliqués par des raisons techniques.
- Parmi les entreprises susceptibles, par leur situation financière ou leur potentiel, de s'introduire en bourse, le principal frein demeure celui de l'écart entre la simplicité et la fluidité de la relation avec le banquier principal, d'un côté, et la complexité et le coût supposés des exigences du régulateur ou de l'opérateur de marché. Seul un besoin très important de financements, lié à un développement prononcé de l'activité, apparaîtrait de nature à lever ces préventions.

L'avis des entreprises actuellement cotées

- L'efficacité de ce mode de financement pour mobiliser des capitaux sur de grands projets fait quasiment l'unanimité : c'est surtout la première opération, bien ciblée et motivée le plus souvent par des perspectives de croissance ou des projets de restructuration financière qui amène ce jugement favorable ; la suite des réponses au questionnaire indique que, par la suite, les recours au marché sous forme d'augmentation de capital voire d'émissions obligataires ont été moins soutenus.
- Autre élément sur lequel est assez souvent portée une appréciation favorable : tout ce que l'entrée en bourse a nécessité comme adaptation des systèmes d'informations et des modes de reporting. Les exigences en matière de communication financière ont eu un effet bénéfique en interne dans la mesure où elles ont permis un meilleur traitement de l'information, plus claire, plus complète, plus standardisée.
- Il n'apparaît pas que l'ouverture du capital sur la Bourse amène de grands changements du côté des banques. Ces dernières ne modifient pas leur comportement de ce seul fait. En particulier les cotations internes ne sont pas influencées ; pour beaucoup des entreprises interrogées, le financement bancaire reste central, et vient sans conteste bien avant les financements en fonds propres ou émissions obligataires. Quand bien même les ETI ou PME s'ouvrant aux marchés peuvent souvent paraître dynamiques et disposées au changement, elles gardent encore les caractéristiques dominantes de leur catégorie, à savoir toujours pouvoir compter sur un rôle important joué par les banques. On remarquera qu'aucune allusion n'est faite aux effets d'évictions éventuels que pourraient provoquer la mise en œuvre de Bâle 3. On peut présumer qu'ici les entreprises ayant accédé à la Bourse ou même délistées ou encore à fort potentiel figurent plutôt parmi les clients « corporate » bien notés par les banques. Ceci est corroboré par leur cote BDF, qui sont majoritairement favorables.
- Les critiques les plus appuyées concernent l'AMF et l'opérateur de marché Euronext. Elles ne sont pas de la plus grande sévérité, mais une série de reproches se retrouvent partout :
 - o du côté de l'AMF, on fait observer un comportement pesant, très règlementaire, avec des exigences jugées excessives par rapport à la taille des entreprises cotées ; les relations sont fort peu nombreuses, le régulateur est manifestement assez méconnu. Il y a cependant quelques exceptions qui, sans se priver de critiquer (trop de règles, des règles inappropriées par rapport à la taille etc) disent apprécier un courant régulier d'information.
 - o avec Euronext, on reconnaît l'opérateur pour son service de cotation, mais celui-ci est estimé rempli à minima ; le dialogue avec l'entreprise de marché est quasi

inexistant dans bien des cas ; les critiques semblent plus venir des entreprises cotées sur Euronext que sur Alternext.

- assez unanimement, la réglementation ou les sujétions opérationnelles sont jugées pesantes, et d'un coût trop élevé, surtout pour les entreprises les plus petites.
 - sans doute faute de connaître suffisamment la possibilité d'alternatives, aucune des entreprises interrogées ne suggère l'idée d'une plate forme spécialisée qui viendrait combler les insuffisances de Euronext
 - Aucune réponse ne fait ressortir nettement l'idée que les lourdeurs de la régulation bancaire pourraient amener à se désengager des banques pour entrer sur le champ boursier
- Peu de développements consacrés à l'accompagnement des entreprises (conseils, listing sponsor, intermédiaires assurant la liquidité mais aussi analyse par les intermédiaires) ; mais, dans l'ensemble, en dehors des aspects coûts, les organisations en place - qui sont fonction des spécificités de chaque entreprise – donnent satisfaction.
 - Bien entendu, s'agissant du fonctionnement du marché de leurs titres, les responsables interrogés déplorent une excessive volatilité, ou une insuffisante liquidité ; on retrouve assez fréquemment l'idée qu'il y a un très grand hiatus entre les cours affichés et ce qu'ils estiment être la valeur fondamentale de leur entreprise ; beaucoup est mis sur le compte de la crise, ce qui semble les amener à se faire une raison quant aux à-coups sur la valeur et la liquidité de leurs titres.
 - Au demeurant, cette situation ne suscite pas de fortes récriminations dans la mesure où le marché dans la très grande majorité des cas n'est pas considéré comme la principale source de financement ; à cet égard, à de très rares exceptions près, la valeur en Bourse ne paraît pas placée comme une composante essentielle des stratégies conduites par ces entreprises. On discerne bien le souhait de beaucoup de ne pas se trouver par trop engagés dans un processus qui leur ferait perdre le contrôle de la situation. On n'est pas étonné ainsi de voir certains exprimer leur méfiance à l'égard d'un flottant trop important et douter d'un large recours à l'épargne.
 - Cela étant observé, il y a peu de cas d'entreprises exprimant de réels soucis à propos du comportement de leurs actionnaires ou des investisseurs. Il est bien fait état de quelques entreprises subissant le contre-coup d'une présence de fonds court-termistes, mais le phénomène paraît marginal.
 - En tout état de cause, il apparaît très clairement qu'avec la crise le potentiel de développement des recours au marché est inexistant dans bien des cas, surtout pour la partie action. Seules sans doute des entreprises jeunes et à très fort taux de croissance pourraient faire exception, mais celles-ci aussi dans les conditions actuelles éprouvent des difficultés (une réponse nous le suggère assez bien) qui n'appellent pas selon elles à devoir engager un accroissement de leur engagement. Quelques « répondants » ont indiqué qu'il faudrait un vrai credit crunch pour que, un peu contraintes et forcées, leurs entreprises se tournent plus vers la Bourse.
 - En résumé, avec des spécificités bien exprimées au travers de l'enquête (besoin de proximité, confiance dans leur principal financeur ou partenaire financier – à savoir les banques – contraintes liées à la taille) le monde des PME ETI cotées renvoie un avis très nuancé sur la question de leur recours au marché boursier : en aucune façon leur approche ne ressemble à celle des grands groupes faisant appel à l'épargne ; ces entreprises ont besoin d'une proximité-protection-assurance et d'une flexibilité que l'on ne trouve pas remplies comme elles le souhaitent par le marché ; mais, très pragmatiques, elles considèrent en quasi-totalité avoir tiré bénéfice de leur entrée en bourse parce que cela aura été une bonne opportunité pour mobiliser des capitaux. Au-

delà de cette considération, leur jugement est plutôt équilibré avec néanmoins quelques biais critiques.

- Les réponses au total sont révélatrices de ce qu'est le tissu des entreprises PME ETI français : à savoir un ensemble d'entités encore marquées par une vue traditionnelle des modes de financement, que l'on peut en partie expliquer par leur taille relativement modeste mais qui sans doute tient aussi à deux autres facteurs : un esprit entrepreneurial qui amène à aborder avec prudence toute opération capitalistique pouvant donner l'impression d'un risque de « dépossession » et l'absence – probablement à cause de la situation conjoncturelle – de vrais besoins de financement pour assurer d'importants développements
- A noter une quasi inexistence des contacts avec NYSE Euronext (« peu de services », « peu de relations ») qui contraste avec les intentions affichées par l'entreprise de marché au profit des compartiments B et C, et encore plus ALTERNEXT très caractéristiques des ETI ou PME

Entreprises délistées

- Peu de cas recensés
- Les raisons de retrait de la bourse sont diverses : elles peuvent être techniques, cas le plus fréquent (obligation de retrait, restructuration) ou être l'expression d'un rejet pur et simple. Dans ce second cas, les critiques peuvent être acerbes : aucun apport, coût excessif, une gêne permanente.
- Les entreprises interrogées n'ont pas l'intention de revenir ; elles apprécient d'avoir été délivrées d'une certaine pression. En tout état de cause, la situation de crise ne serait pas propice pour envisager des opérations
- À la rigueur, et à condition que le ticket d'entrée (coût de la cotation notamment) ne soit pas trop élevé, elles pourraient réviser leur jugement si elles avaient en vue de gros projets de développement et si le contexte conjoncturel s'y prêtait.

Entreprises à potentiel ou sur le point de s'introduire en Bourse

- Certaines entreprises n'excluent pas de s'introduire, mais pas dans les circonstances présentes. Par ailleurs, elles ne considèrent pas que cela est un enjeu de première importance.
- Encore une fois, on retrouve la référence aux banques qui demeurent un partenaire incontournable.
- Il n'est pas recensé de cas d'entreprises très désireuses de s'engager ; il y a a priori, sinon une grande méfiance, du moins une certaine prudence : le management aborde avec circonspection des thèmes comme celui de la transparence ou du contrôle lorsque sont évoquées les perspectives d'une entrée en bourse.
- Là encore, on pourrait concevoir de tels projets mais seulement si il y a avait de forts besoins de financement liés à d'importants développements : croissance interne, externe ou à l'international.
- actuellement, s'il fallait choisir entre action et obligation, c'est seulement la seconde option qui serait retenue. Un emprunt obligataire convertible en actions n'est toutefois pas toujours écarté, sous certaines conditions d'anti-dilution.



Contributions des Services économiques des pays suivants :
Allemagne, Canada, Espagne, Etats-Unis,
Italie, Royaume Uni, Suède

Octobre 2011

Bureau Etudes « Réseaux d'expertise et de veille internationales »

La direction générale du Trésor (DG Trésor) s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans ce document.

Ce document de travail, réalisé par le réseau international de la DG Trésor sur la base d'un cahier des charges et questionnaire précis fournis par le(s) commanditaire(s), permet de disposer d'un panorama de diverses situations à l'international. Toutefois, il ne constitue d'aucune manière une prise de position de la DG Trésor (et par extension celle du ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie) sur le sujet donné.

Le destinataire de l'analyse comparative s'engage à n'utiliser les informations fournies par la DG Trésor que pour ses besoins personnels et à ne pas les transmettre à des tiers sans l'autorisation expresse du bureau des réseaux d'expertise et de veille internationales de la DG Trésor.

SOMMAIRE

Allemagne	56
Canada	67
Espagne.....	79
Etats-Unis	87
Italie	93
Royaume Uni.....	101
Suède.....	117

Allemagne

Eléments locaux de contexte :

- Traditions de financement en Allemagne :

Le taux de fonds propres est historiquement plus faible en Allemagne que dans d'autres pays, et la tradition allemande de financement des entreprises n'est pas une tradition de marché, mais de banque. En effet, les entreprises allemandes, qui ont longtemps eu des liens privilégiés, notamment capitalistiques, avec leurs banques, ont eu un recours plus fort qu'ailleurs au crédit bancaire, cela d'autant plus que les Allemands ont toujours nourri une certaine méfiance vis-à-vis de l'action, considérée comme placement spéculatif. Par ailleurs, les obligations d'entreprises se sont développées depuis le début des années 2000.

-Définition des PME/ETI

Les statistiques allemandes ne différencient pas les PME et les ETI au sens français. En Allemagne, la classification des entreprises se fait au moins autant sur des critères qualitatifs que quantitatifs. Les seuils entre les différentes tailles d'entreprises sont plus floues, varient parfois selon les études. On parle d'une part de la grande industrie, d'autre part du « Mittelstand » dont la caractéristique principale est qu'elle est gérée par le propriétaire. L'institut d'études du Mittelstand délimite ce secteur par un nombre de salariés compris entre 10 et 500 et un chiffre d'affaires entre 1 et 50 M€ Mais l'IKB, banque spécialisée du Mittelstand compte encore dans ce dernier des entreprises qui affichent un chiffre d'affaires (CA) de 1 Md€, voire 3 Md€. Dans une étude récente(IKB-Barometer de juillet 2011), elle constate d'ailleurs que la taille des entreprises du Mittelstand a tendance à augmenter. Ce que l'on appelle le Mittelstand « supérieur » (*gehobener Mittelstand*), compris entre un CA de 50 M€ et de plus de 3 Md€, compte 9 648 entreprises, dont 412 de plus de 1 Md€ de CA, soit une croissance de 20% entre 2000 et 2009. Les besoins de financement de ces entreprises changent avec leur croissance.

Les segments Mittelstand des bourses ne posent guère de critère de taille (seul l'Entry Standard demande un capital versé d'au moins 250 000€). Les contraintes sont d'ordre de la transparence (présentation des comptes annuels certifiés sur le site internet, courte description de l'entreprise et calendrier financier, comptes semestriels et publication immédiate de toute information importante pour le cours de Bourse).

Q1/ Quels organisation et fonctionnement général :

- Organisation des marchés allemands

L'Allemagne compte 7 bourses des valeurs, une bourse de valeurs à terme (Eurex) et une bourse à terme de marchandises. La principale bourse allemande est la Bourse de Francfort (Frankfurter Wertpapierbörse) avec une part du marché allemand de plus de 90%. Mais les bourses régionales restent relativement importantes du fait d'un certain degré de spécialisation.

La Bourse de Francfort, gérée par le groupe Deutsche Börse, a traditionnellement trois segments : General Standard, Prime Standard et une cote libre.

Le groupe Deutsche Börse exerce toutes les activités de la chaîne boursière (structure en silo) : sa filiale Clearstream assure le règlement-livraison ; elle a développé une plate-forme de négociation performante Xetra ; sa filiale Eurex, qui a racheté en 2007 ISE, est le premier marché à terme mondial de dérivés.

Les bourses régionales se sont plus ou moins spécialisées sur certains produits : par exemple, la Bourse de Stuttgart, qui a racheté la bourse suédoise Nordic Growth Market en 2009, a ouvert en Allemagne en mai 2010 le premier marché des obligations d'entreprises de taille moyenne (bondm) et y a donné l'accès aux particuliers. En outre, elle s'est spécialisée dans les dérivés. Par ailleurs, la Bourse de Berlin est spécialisée dans les titres étrangers, en particulier les obligations en devises étrangères ; à Berlin se trouve aussi la 1^{ère} plate-forme allemande Tradegate Exchange qui vise la clientèle particulière, dans laquelle Deutsche Börse détient une participation de 75%.

- quelle est en particulier l'organisation de l'introduction, de la cotation et de la négociation des titres des PME et ETI sur les différents marchés (marchés réglementés, marchés organisés, marchés libres) ? En particulier, y a-t-il des marchés / plateformes spécialisés ou dédiés aux PME et ETI cotées ?

- l'accès des PME et ETI aux marchés est-il un enjeu important pour les différents opérateurs de marché, notamment en termes de budget, résultat et business plan (notamment moyens humains, proximité géographique, marketing et conseil) et en comparaison avec leur stratégie pour les capitalisations plus importantes ?

- quelle est la tarification de l'introduction et de la cotation pour les PME et ETI et comment se compare-t-elle avec celle pour les capitalisations plus importantes ?

- Segments PME

Si deux segments réservés aux actions de PME existent depuis 2005 en Allemagne (Entry Standard de Deutsche Börse à Francfort et m:access de la Bourse de Munich), l'année 2010 a vu l'éclosion de segments réservés aux obligations de PME : à Stuttgart d'abord, en mai 2010, avec premières cotations en septembre, puis, sur son exemple, à Francfort, Munich, et Düsseldorf en novembre ainsi qu'à Hambourg/Hanovre en janvier de cette année.

	Francfort Entry Standard	Stuttgart	Munich m:access	Düsseldorf Mittelstands- markt	Hamburg/ Hanovre Mittelstands- börse
Date de création actions	2005	-	2005	-	01/2011
obligations	04/2011	05/2010	11/2010	11/2010	01/2011
actions cotées	129	-	40	-	3
Obligations cotées	9	18	0	6	1
Montant moyen de l'émission obligataire	42 M€	83 M€			
Volume d'échanges (par mois)	136 M€	68 M€			
Capitalisation boursière moyenne	94 M€	-	40 M€	-	-

Les marchés actions

1. Le marché Entry Standard de la Deutsche Börse est l'équivalent allemand d'Alternext. Comme ce dernier, il a été créé en 2005 pour répondre aux besoins des PME qui désirent bénéficier d'un accès simplifié au marché. Comme lui, il est un marché non réglementé au sens juridique de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers du 21 avril 2004. Il fait partie de l'Open Market de Francfort, mais pose de plus grandes exigences en termes de publicité et offre, dès lors, une meilleure transparence aux investisseurs.

Conditions d'accès à l'Entry Standard

Le capital social versé doit être d'au moins 250 000€. Les contraintes de transparence sont légères, elles sont celles de l'open market : le site Internet de l'entreprise doit présenter des comptes annuels certifiés, une courte description de l'entreprise et son calendrier financier, des comptes semestriels au plus tard trois mois après la fin du semestre, ainsi que la publication immédiate des informations relatives à l'entreprise susceptibles d'influencer le cours de Bourse.

Le contrôle des actions de l'Entry Standard est assuré par la BaFin pour ce qui concerne les dispositions relatives aux délits d'initiés et aux abus de marché, et par l'organe de surveillance du négoce de Deutsche Börse pour ce qui concerne la fixation du prix.

L'admission à la cotation connaît deux catégories de procédures : avec prospectus pour les offres publiques et sans prospectus pour les placements privés.

La demande d'admission doit être présentée par l'équivalent du « listing sponsor » d'Alternext : banque ou autre prestataire de service d'investissement, qui accompagne l'entreprise avant, pendant et après l'admission à la cote, et qui est l'interlocuteur privilégié ainsi que le coordinateur entre l'entreprise et la Deutsche Börse. Actuellement 22 acteurs sont actifs pour l'Entry Standard.

L'entreprise doit également faire appel à un « Listing Partner », parmi les 110 experts en marché des capitaux inscrits à la Deutsche Börse. 52 sont spécialisés pour l'Entry Standard et conseillent l'entreprise sur de nombreux points (introduction en bourse et Corporate Finance, investment banking, relations avec les investisseurs, conseil fiscal et commissaire aux comptes, conseil juridique etc.), au moins une fois par an.

Les coûts sont relativement modestes :

Forfait de cotation annuel : 5 000€

droits d'entrée pour un placement privé : 1 500 € sans prospectus et 750€ avec prospectus.

Une étude commune de Deutsche Börse et de l'Institut allemand de l'action (Deutsches Aktieninstitut – DAI) fait apparaître que la souplesse de ce marché et le bas niveau des contraintes conviennent parfaitement aux entreprises. Aussi mettent-ils en garde contre les réflexions de la Commission européenne allant dans le sens d'une extension des règles du marché réglementé à ces segments du marché libre.

2. m:access de la Bourse de Munich

Ce segment small- et midcap de la Bourse de Munich a été mis en place au même moment que l'Entry Standard de Francfort. Les conditions sont comparables. Une année de présentation de comptes est nécessaire, le capital social doit être d'au moins 1 M€. L'entreprise doit publier sur son site internet toutes informations susceptibles d'influer sur le cours, son calendrier, les grandes lignes du rapport annuel certifié, et doit participer au moins une fois par an à l'une des conférences d'analystes organisées par la Bourse de Munich.

Les coûts sont les suivants :

Forfait d'introduction en bourse : 2 500€

Frais de cotation, en fonction de la capitalisation boursière : entre 1 000€ en dessous de 10 M€ et 2 500€ au-dessus de 75 M€.

A ces coûts s'ajoutent le prix du recours obligatoire à un expert en émission : 2 500€.

- y a-t-il un marché obligataire développé pour les PME (données et montants par émetteurs – en moyenne -, pour le marché primaire, pour le marché secondaire) ? y a-t-il des émissions d'obligations groupées ?

La Bourse de Stuttgart (10e bourse européenne selon FESE) a une double spécialité qui lui assure le deuxième rang parmi les bourses allemandes, derrière la Bourse de Francfort : elle met l'accent d'une part sur la clientèle particulière à côté des investisseurs institutionnels et d'autre part sur le marché de certificats et de produits à levier.

En mai dernier, elle a créé un nouveau segment dédié aux obligations de sociétés sur le marché hors cote de Stuttgart, « Bondm » ouvert notamment aux PME dès lors qu'elles s'engagent à respecter un niveau minimum de transparence et de publicité, allant au-delà des règles normales du marché de gré à gré. Après six mois de fonctionnement, ce segment compte déjà 12 obligations cotées pour un volume mensuel d'un peu moins d'un milliard d'euros. Parmi ces 12 obligations cotées, on trouve notamment deux entreprises cotées au S-Dax de Francfort, Air Berlin et Dürr AG.

Stuttgart a été imitée par toutes les bourses allemandes qui ont, depuis, chacune créé un segment pour les obligations de PME. Plusieurs raisons sont avancées pour expliquer cet engouement soudain :

- les PME ont, depuis la crise, plus de mal à trouver des crédits bancaires à des conditions raisonnables, notamment dans la fourchette de 50 à 150 M€ ;
- le besoin de renouvellement de capital mezzanine des PME/ETI allemandes est évalué à 5 Md€ dans les deux années à venir ;
- les PME et les ETI cherchent des alternatives aux financements traditionnels : l'émission d'obligations de sociétés telles qu'Air Berlin et Dürr AG en sont une illustration très parlante ;
- la reprise conjoncturelle a nécessité un plus grand besoin d'investissement;
- du côté de la demande, la rémunération est attrayante, compte tenu du très fort recul de la rémunération des titres du Bund (un peu plus de 1% à 5 ans) : à Stuttgart, elle se situe entre 5,25% et 9%.

Obligations du segment bondm de Stuttgart

Emettrice	Branche	Maturité	Taux nominal (%)	Volume émis (M€)	Chiffre d'affaires (M€)
-----------	---------	----------	------------------	------------------	-------------------------

3W Power SA/AEG Power Solutions	Alimentation électrique	2015	9,25	100	382
Air Berlin PLC	Cie aérienne	2018	8,25	150	3 724
Air Berlin PLC	Cie aérienne	2015	8,50	200	3 724
Albert Reiff GmbH	Equipementier automobile	2016	7,25	30	379
Centra Solar AG	photovoltaïque	2016	7,0	50	403
Dürr AG	Equipementier automobile	2015	7,25	225	1 261
German Pellets GmbH	combustibles	2016	7,25	80	160
Joh. Friedrich Behrens AG	Systèmes de fixation	2016	8,0	30	68*
KTG Agrar AG	Mat. Premières agricoles	2015	6,75	50	71
MAG IAS GmbH	Machine-outil	2016	7,50	50	300
Nabaltec AG	chimie	2015	6,5	30	112
Payom Solar AG	photovoltaïque	2016	7,5	50	154
RENA GmbH	Photovoltaïque	2015	7,0	75	215
Sic Processing GmbH	Photovoltaïque	2016	7,125	80	161
Solarwatt AG	photovoltaïque	2015	7,0	25	256*
Uni Wheels GmbH	Equipementier automobile	2016	7,5	50	294
Windreich AG	éoliennes	2015	6,5	50	150
Windreich AG	éoliennes	2016	6,5	75	150

* chiffre d'affaires 2009

1. Conditions du négoce

Le segment Bondm est réservé aux obligations déjà échangées sur le marché hors cote ou déjà placées sur le marché mais pas cotées. Toutes les obligations cotées au Bondm ont une quotité maximale de 1 000€, pour être à la portée des investisseurs privés à qui la Bourse de Stuttgart donne une place privilégiée. La Bourse de Stuttgart propose aux sociétés émettrices les services d'un conseiller du Bondm, non seulement avant l'émission mais aussi par la suite, pour qu'elles satisfassent aux contraintes du segment Bondm.

Les ordres peuvent être donnés par l'intermédiaire de toutes banques, brokers ou autre prestataires de services financiers reliés au système Xontro (de la Deutsche Börse). Après exécution de l'ordre, la livraison-règlement est également assurée par le système Xontro-Trade. Cela donne au donneur d'ordre la garantie d'un bon règlement. Le délai de règlement-livraison est de deux, parfois trois jours.

Les ordres sont exécutés à la Bourse de Stuttgart par des salariés de cette dernière, les Quality-Liquidity-Provider (QLP), dont la mission est de vérifier les prix d'achat et de vente en tenant compte du registre des ordres et de veiller à la liquidité du marché.

Le système de négoce électronique rassemble les ordres, fixe la cote et exécute les ordres. Ce système de négoce est géré par la Bourse de Stuttgart AG, dont le service « gestion du marché » veille à ce que le déroulement technique fonctionne bien. La Bourse de Stuttgart a

ses propres organes de contrôle des transactions, qui peuvent prononcer des sanctions allant jusqu'à 250 000€ ainsi que l'exclusion d'abord temporaire puis définitive de la Bourse.

2. Avantages pour les investisseurs

Les horaires de négoce du segment Bondm sont de 9 heures à 18 heures, en continu. L'ordre se fait toujours au plus vite et au meilleur prix.

L'avantage du segment pour l'investisseur réside dans l'information détaillée qui lui est fournie sur l'entreprise. Outre le prospectus, les résultats annuels certifiés, les rapports trimestriels et le calendrier financier, la Bourse publie aussi les informations quasi-ad hoc, et éventuellement, l'évaluation du risque résultant de notations de l'entreprise, sur son site Internet.

Les investisseurs peuvent participer directement à la souscription de l'obligation, ce qui est souvent réservé ailleurs aux investisseurs institutionnels. Ils peuvent le faire soit directement auprès de l'émetteur, soit, sans frais supplémentaires, auprès de la Bourse de Stuttgart.

Il n'y a pas d'exemple d'émission groupée.

La mise en place de segments d'obligations de PME sur toutes les bourses allemandes, à l'exemple de Stuttgart et dans des conditions comparables (seule Düsseldorf exige une notation minimale de BB), illustre certes le besoin ressenti de cet instrument de financement. Mais il n'est pas certain que toutes les bourses auront le même succès que Stuttgart, ni que toutes les obligations émises seront remboursées à échéance.

Q2/ Données concernant le financement des PME et ETI sur les années 2010 et 2011 et en perspective sur plusieurs années (1990-2011) :

- données sur les capitaux levés et nombre d'opérations (marché primaire, augmentation de capital, introductions) sur les marchés financiers ;

Capitaux levés sur le segment Entry Standard de la Bourse de Francfort (actions)

En M€	2011	2010	2009
Nouvelles introductions	71	109	-
<i>Cotation Listing</i>	5	-	3,1
Augmentations de capital (Seasoned Equity Offerings), quasiment exclusivement par placement privé	134	135	94

Source Deutsche Börse 2011

- comparaison avec les fonds levés par le capital investissement et par le crédit ;

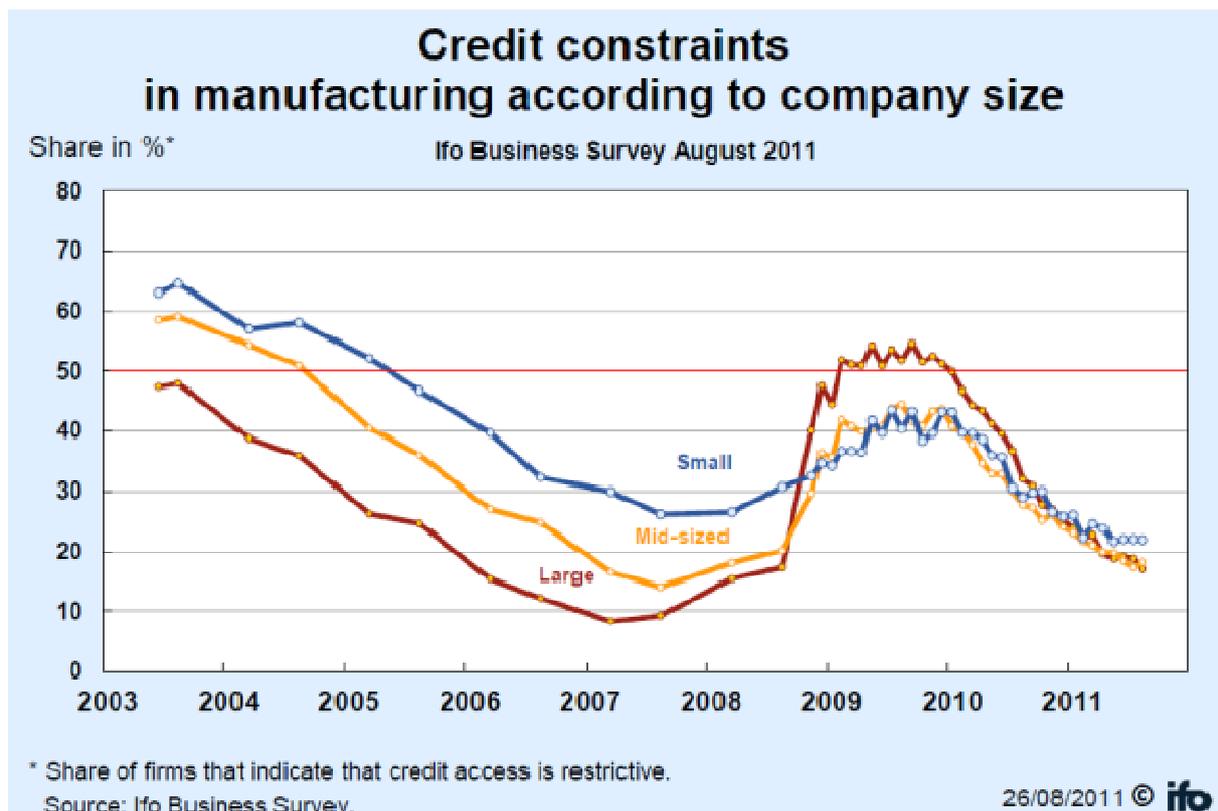
Financement par le crédit

Tandis que les encours de crédit aux sociétés non financières (SNF) sont dynamiques en France, l'octroi de crédits marque le pas en Allemagne (-0,4% au T2 2011 en glissement annuel après +0,5%). L'atonie des crédits aux entreprises est relevée dans la revue par le FMI

au titre de l'article IV (« une reprise sans crédit ») alors que le pays connaît une croissance vigoureuse : la croissance devrait atteindre 3% cette année soutenu par notamment par l'investissement des entreprises (croissance de 11,5% en valeur selon une prévision de la banque publique KfW). Cette atonie des crédits, qui ne semble pas être compensée par des émissions obligataires (les encours de dette obligataire des SNF sont stables depuis début 2011), serait imputable à une augmentation du recours à l'autofinancement, selon une analyse de la banque publique.

La Bundesbank ne fournit malheureusement pas de données de crédit par taille d'entreprises. Mais les enquêtes réalisées par la Banque Centrale et l'institut économique Ifo ne révèlent pas de contraintes particulières concernant le financement par crédit des PME :

- selon l'enquête trimestrielle de la Bundesbank auprès des banques, les conditions d'octroi de crédits sont restées stables au 2ème trimestre 2011 par rapport au 1er trimestre¹². Parallèlement la demande de crédit serait en légère hausse. Au 3ème trimestre, les conditions d'octroi pourraient s'assouplir légèrement pour les crédits aux PME et rester stables pour les grandes entreprises.
- selon l'enquête de l'institut économique de Munich, Ifo, les conditions d'octroi seraient favorables : seulement 21,5% des 4 000 entreprises interrogées considèrent que l'offre de crédit est restrictive. Selon l'institut, les conditions d'octroi ne diffèrent pas actuellement selon la taille de l'entreprise (cf. graphique suivant).



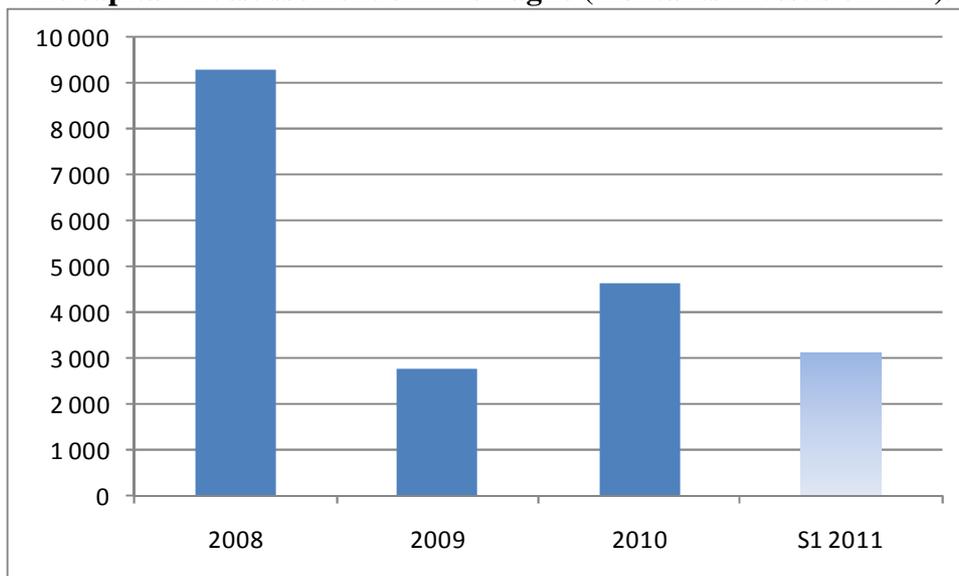
Financement par le capital-investissement

¹² A titre de comparaison, les conditions d'octroi se sont légèrement resserrées au deuxième trimestre dans l'ensemble de la zone euro.

Le marché du capital-investissement allemand est le troisième en Europe derrière le Royaume-Uni et la France. Les investissements ont atteint 4,6 Md€ en 2010 (dont 0,7 Md€ pour le capital-risque)-cf graphiques suivants¹³. Les PME et ETI (entreprises de moins de 5 000 salariés) représentent 93% des entreprises concernées et reçoivent 76,5% des investissements. Si les investissements ont progressé au premier semestre 2011, les acteurs de marché s'attendent à un ralentissement au second en lien avec la dégradation des perspectives économiques.

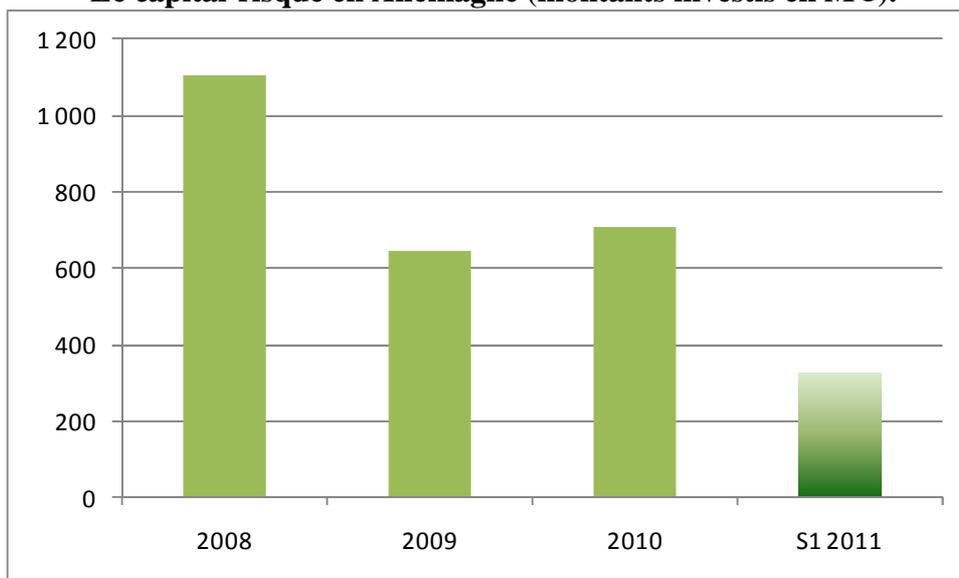
¹³ Source : Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK).

Le capital-investissement en Allemagne (montants investis en M€).



Source : BVK

Le capital-risque en Allemagne (montants investis en M€).



Source : BVK

- comparaison des résultats (croissance, volatilité, rentabilité...) des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées ; comparaison des résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées ;

Il n'existe pas à notre connaissance de données d'ensemble sur les résultats des PME/ETI cotées. Nos interlocuteurs (BMF, Bundesbank, Instituts, Fédérations...) n'ont pas connaissance d'une étude descriptive, encore moins économétrique, comparant les PME/ETI cotées aux autres entreprises.

Des statistiques descriptives sont toutefois disponibles selon la forme juridique des entreprises. Ainsi, selon les statistiques de la Bundesbank, les PME¹⁴, ayant la forme de sociétés anonymes, réalisent des marges (résultats avant impôts/chiffre d'affaires) plus importantes que les SARL de même taille. De même ces PME ayant la forme de SA réalisent des marges supérieures aux ETI et grandes entreprises¹⁵ ayant la forme de SA.

Résultats avant impôts/chiffre d'affaires (en %)

	PME		ETI-grandes entreprises	
	SA	SARL	SA	SARL
2008	5,0	4,1	2,5	3,3
2009	4,1	3,3	3,2	2,6

Source : Bundesbank

Q3/ Action publique et des acteurs de place (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, entreprises de marché, régulateur, banque centrale, banques publiques) et ressenti :

- y a-t-il des dispositifs particuliers (législatifs, réglementaires, fiscaux, financement, communication) mis en place pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers ?

Non, il n'existe aucun dispositif particulier de la part des pouvoirs publics. La crise a favorisé l'émission d'obligations d'entreprises, à plusieurs égards. D'une part, d'une façon générale, elle a fortement terni l'image des banques, ce qui, dans un pays comme l'Allemagne où le banquier est traditionnellement très proche de l'industriel, a poussé ce dernier à réduire sa dépendance vis-à-vis de ses banques. D'autre part, les entreprises souhaitaient élargir leurs sources de financement en une période où l'on craignait un resserrement du crédit ; mais la crise a également favorisé l'émission obligataire du point de vue de l'investisseur, à qui la chute des marchés des actions imposait la recherche d'autres placements rémunérateurs. Aussi, les bourses régionales ont-elles vu dans ce segment une possibilité de développement assurant leur survie face à des bourses globalisées d'une puissance accrue. Le bon démarrage du segment de Stuttgart, notamment en produits obligataires, confirme ces attentes : les émissions ont été en règle générale sur-souscrites, dans un délai très bref. Depuis, la nouvelle crise qui se fait sentir sur les marchés ne peut manquer d'avoir des incidences : de nombreuses IPO d'entreprises de taille intermédiaire ont été annulées (Osram, Evonik ou Hapag-Lloyd), et les segments Mittelstand les plus récents ne démarrent pas vraiment.

- l'accès des PME et ETI cotées aux marchés financiers apparaît-il comme un sujet d'actualité ?

Oui, pour mêmes raisons que celles qui viennent d'être évoquées.

- les PME et ETI cotées sont-elles organisées (association représentative...) et sont-elles présentes dans les débats publics ? Quels sont leur ressenti et leurs attentes vis-à-vis de la cotation ?

Il existe différentes associations d'entreprises moyennes et intermédiaires : Deutsche Mittelstandsbund (14 000 membres) et le Bundesverband mittelständische Wirtschaft -

¹⁴ Ici définies comme les entreprises réalisant un chiffre d'affaires entre 10 et 50 M€.

¹⁵ Ici entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 50 M€.

BVMW(plus de 150 000 membres). A cela s'ajoute une association des entreprises familiales, mais qui fédère des chefs et propriétaires d'entreprises de toutes tailles (au-dessus d'un CA de 1 M€ et de 10 salariés).

Il n'existe aucune association d'entreprises cotées ou non cotées.

- quels sont le ressenti et les attentes des investisseurs et des intermédiaires financiers vis-à-vis de la cotation des PME et ETI ?

Du point de vue des **bourses**, en tout cas de la Bourse de Francfort, le segment des PME/ETI n'est pas rentable. Il résulte d'une part de la mission d'intérêt public qui incombe à une Bourse, d'autre part de l'espoir qu'elle place dans de jeunes entreprises qui pourraient passer plus tard dans les segments réglementés, plus lucratifs. Cela posé, Deutsche Börse se dit satisfaite du segment actions d'Entry Standard : des entreprises étrangères y ont introduit leur action, dont une énergétique chinoise attirée à la fois par les tarifs plus modérés que Londres et par l'environnement industriel allemand, particulièrement en matière d'énergies renouvelables.

Du côté des **fonds d'investissement**, le sujet n'est pas d'actualité. La fédération des gestionnaires de fonds (BVI) avait envisagé il y a quelques années, avant la crise, de lancer une nouvelle forme de fonds qui aurait marié l'idée de capital-risque et celle de titrisation. Mais les pouvoirs publics n'ont pas encouragé cette initiative, qui a été abandonnée. Depuis, le financement par le marché intéresse, certes, les gestionnaires de fonds, notamment ceux qui sont spécialisés dans les valeurs PME, mais pas la fédération de branche.

Pour ce qui concerne les **entreprises**, la fédération des entreprises de taille moyenne et intermédiaire (BVMW) recommande à ses membres de s'émanciper de leur dépendance vis-à-vis des banques, notamment par des émissions obligataires sur les marchés. En effet, les entreprises du Mittelstand sont assez réticentes aux participations sous forme de capital-investissement, craignant de perdre le contrôle de leur stratégie, comme une étude de septembre 2011 de PwC : plus de 80% des entreprises refusent l'entrée d'un investisseur dans leur capital. 1% seulement des PME-ETI allemandes a déjà un fonds de participation à son capital et 18% à peine pourraient le concevoir. Par ailleurs, les émissions d'actions sont un instrument moins adapté dans la mesure où le nombre d'entreprises ayant le statut de sociétés par actions est très faible parmi les entreprises de taille moyenne.

Canada

Q1/ Organisation et fonctionnement général :

- comment sont organisés et structurés les marchés financiers dans votre pays ?

Les débuts de l'industrie canadienne des valeurs mobilières remontent à 1832, au moment où les actions du premier chemin de fer canadien ont été négociées par un petit groupe de courtiers. La **bourse de Montréal**, premier marché boursier au Canada, a été constituée en société en 1874. Est venue ensuite la **bourse de Toronto**, constituée en vertu d'une loi spéciale de la province de l'Ontario en 1878. Les premiers souscripteurs à forfait de titres canadiens ont été les banques à charte, qui se sont concentrées sur la dette publique. Elles ont dominé ce secteur pendant de nombreuses années. Toutefois, au début du XX^e siècle, cette domination est devenue moins marquée, car il y avait de plus en plus de firmes de courtage spécialisées dans les obligations, et les activités de souscription étaient concentrées dans un nombre relativement peu élevé de firmes de courtage spécialisées.

Jusqu'à la fin des années 1980, la plupart des firmes de courtage indépendantes appartenaient à leurs associés principaux. Cette structure était toutefois de plus en plus difficile à maintenir, en raison de la demande grandissante de capitaux, de l'intensification de la concurrence mondiale, de l'instabilité croissante du marché et du caractère cyclique des gains. Au milieu des années 1980, les gouvernements fédéral et provinciaux ont donc modifié les lois pour que les banques et les sociétés de fiducie canadiennes, ainsi que les firmes de courtage étrangères, puissent devenir propriétaires de firmes de courtage en valeurs mobilières.

Cette mesure a donné lieu à une **importante restructuration de la propriété au sein de l'industrie des valeurs mobilières**. Pour accéder au marché du courtage de détail et renforcer leurs activités bancaires d'investissement, cinq des six grandes banques ont acquis d'importantes firmes de courtage, la sixième créant sa propre firme. Aujourd'hui, **toutes les grandes firmes de courtage intégré du Canada appartiennent à des banques**.

L'industrie des valeurs mobilières se compose de firmes de courtage intégré, de courtage institutionnel et de courtage de détail. Les firmes de courtage intégré fournissent des produits et des services touchant tous les aspects de l'industrie, y compris les marchés institutionnels et de détail. Les firmes de courtage institutionnel ont exclusivement pour clients des caisses de retraite, des sociétés d'assurances, des fonds communs de placement, des banques et des sociétés de fiducie. Enfin, les firmes de détail, qui peuvent offrir des services complets ou faire du courtage à commissions réduites, offrent un vaste éventail de produits et de services aux particuliers.

Le nombre de firmes actives sur le marché canadien a augmenté nettement depuis 1990 (plus de 200 firmes de courtage actives). Cependant, **les six grandes firmes de courtage intégré, qui appartiennent aux six grandes banques canadiennes, continuent de réaliser la majeure partie du chiffre d'affaires de l'industrie (environ 75 %)**.

Les deux produits principaux négociés dans l'industrie des valeurs mobilières sont les titres à revenu fixe et les actions. Les titres à revenu fixe – notamment les obligations, les titres adossés à des créances et les instruments du marché monétaire – sont négociés sur les marchés de courtiers. Les actions, ordinaires et privilégiées, sont surtout transigées sur les marchés boursiers.

En 1999, les bourses canadiennes se sont restructurées en profondeur afin de se spécialiser et de livrer une concurrence plus efficace aux marchés boursiers étrangers ainsi qu'aux nouveaux intervenants électroniques sur le marché canadien. **La Bourse de Toronto est alors devenue le marché exclusif des titres à grande capitalisation, la Bourse de Montréal a assumé la responsabilité des instruments dérivés** (contrats d'option et contrats à terme), **et la nouvelle Bourse CDNX (Bourse de croissance du Canada), issue de la fusion des bourses de Vancouver et de l'Alberta, est devenue la bourse de petite capitalisation.** Dans la foulée du réaménagement des bourses canadiennes, la Bourse de Winnipeg et la Bourse CDNX ont fusionné en novembre 2000, dans le but d'accorder une plus grande liquidité et une plus vaste reconnaissance aux sociétés ouvertes inscrites à la Bourse de Winnipeg.

Une autre modification structurelle importante a eu lieu en 2000 lorsque la Bourse de Toronto est devenue le premier marché boursier d'Amérique du Nord à opter pour la démutualisation et à poursuivre ses opérations à titre de société à but lucratif. La Bourse de Montréal a suivi l'exemple de la Bourse de Toronto et s'est démutualisée la même année. Ensuite, **en mai 2001, la Bourse de Toronto a acquis la propriété exclusive de la Bourse CDNX**; c'était la première fois que tous les échanges boursiers au Canada étaient effectués sous l'égide d'une seule organisation. En avril 2002, la Bourse CDNX a changé de nom **pour devenir la Bourse de croissance TSX**, qui fait partie du Groupe TSX avec la Bourse de Toronto. En mai 2002, la gestion de l'indice composé 300 de la Bourse de Toronto (TSE 300) a été reprise par Standard & Poor's, et l'indice a été renommé « indice composé S&P/TSX ».

Pour mémoire, une autre bourse, qui n'a pas été touchée directement par la réorganisation des bourses canadiennes, est la Bourse des marchandises de Winnipeg (Winnipeg Commodity Exchange), la bourse nationale pour les options et les contrats à terme sur denrées.

Le Groupe TSX se classe parmi les premiers marchés boursiers mondiaux au chapitre de la capitalisation boursière et du volume des échanges. Au 31 décembre 2010, la capitalisation boursière totale des émetteurs inscrits aux bourses du Groupe TSX conférait aux bourses réunies le troisième rang en Amérique du Nord et le huitième dans le monde.

Largest domestic equity market capitalizations at year-end 2010 and 2009

	Exchange	USD bn	USD bn	% change	% change
		end-2010	end-2009	in USD	in local currency
1	NYSE Euronext (US)	13 394	11 838	13.2%	13.2%
2	NASDAQ OMX (US)	3 889	3 239	20.1%	20.1%
3	Tokyo Stock Exchange Group	3 828	3 306	15.8%	0.9%
4	London Stock Exchange Group	3 613	3 454	4.6%	11.9%
5	NYSE Euronext (Europe)	2 930	2 869	2.1%	9.2%
6	Shanghai Stock Exchange	2 716	2 705	0.4%	-3.1%
7	Hong Kong Exchanges	2 711	2 305	17.6%	17.9%
8	TMX Group	2 170	1 677	29.4%	22.7%
9	Bombay SE	1 632	1 306	24.9%	20.0%
9	National Stock Exchange India	1 597	1 225	30.4%	25.3%
10	BM&FBOVESPA	1 546	1 337	15.6%	10.1%

Source: World Federation of Exchanges

L'autre grande bourse canadienne, la **Bourse de Montréal, joue un rôle important dans l'industrie mondiale des produits dérivés**. Récemment, elle et ses partenaires américains ont obtenu de la U.S. Securities and Exchange Commission l'autorisation de lancer la Boston Options Exchange. La Bourse de Montréal est ainsi devenue la première bourse étrangère autorisée à gérer les opérations techniques d'une bourse américaine. En outre, la Bourse de Montréal est membre de GLOBEX Alliance, le premier réseau international de négociation électronique d'instruments dérivés.

Les investisseurs canadiens étendent leurs activités à l'ensemble de la planète et achètent des titres étrangers pour diversifier leurs portefeuilles. La réglementation publique, qui autorise les Canadiens à détenir un pourcentage plus important d'actifs étrangers dans leurs régimes enregistrés d'épargne-retraite, a contribué à l'augmentation de la demande d'actions étrangères; les actifs de fonds communs de placement étrangers constituent d'ailleurs le poste le plus important des actifs de placement au Canada. Malgré cela, on note une baisse tendancielle des achats nets d'actions étrangères par des Canadiens et, à l'inverse, une augmentation de la participation étrangère sur les marchés canadiens à la suite de l'appréciation du dollar canadien.

De nombreuses entreprises canadiennes font également le choix d'inscrire leurs actions à la cote de bourses étrangères. En général, l'intercotation relève le profil des émetteurs sur le marché mondial, et le volume des achats de leurs actions augmente souvent sur tous les marchés. Compte tenu des changements suscités par la technologie et la mondialisation, **l'industrie des valeurs mobilières a pris des mesures pour améliorer l'accès des émetteurs et des investisseurs canadiens aux marchés étrangers**. Aujourd'hui, certaines firmes de courtage canadiennes, en particulier celles appartenant à des banques, élaborent une plate-forme mondiale en faisant l'acquisition d'entreprises étrangères situées dans des créneaux tels que le courtage à commissions réduites, la gestion du patrimoine et les services bancaires d'investissement.

S'agissant du contexte réglementaire, **l'industrie canadienne des valeurs mobilières est réglementée par les provinces et les territoires, chacun possédant son propre organisme de réglementation**. Les 13 organismes de réglementation provinciaux et territoriaux collaborent par le biais des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, dont l'objectif consiste à élaborer un système national de politiques, de pratiques et de règlements simplifiés et harmonisés, tout en maintenant une marge de manœuvre au niveau des régions.

Le cadre de réglementation des valeurs mobilières du Canada est actuellement à l'étude.

Selon le système actuel, les organismes provinciaux délèguent certains aspects de la réglementation des valeurs mobilières à des organismes d'autoréglementation, notamment les bourses, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM) et Market Regulation Services Inc., qui appartient conjointement au Groupe TSX et à l'ACCOVAM.

- quelle est en particulier l'organisation de l'introduction, de la cotation et de la négociation des titres des PME et ETI sur les différents marchés (marchés réglementés, marchés organisés, marchés libres) ? En particulier, y a-t-il des marchés / plateformes spécialisés ou dédiés aux PME et ETI cotées ?

Trois procédures d'accès aux marchés financiers sont ouvertes aux PME et ETI. Les deux premières, de droit commun, sont ouvertes à toutes les entreprises. En revanche, le

programme des sociétés de capital de démarrage est une procédure originale au Canada, spécifiquement dédié aux PME.

1. Premier appel public à l'épargne

Le premier appel public à l'épargne (PAPE) est le moyen traditionnel de s'inscrire à la cote d'une bourse. Ce moyen implique la préparation d'un prospectus qui doit être déposé auprès d'une commission des valeurs mobilières ainsi que le dépôt d'une demande d'inscription à la cote. Le prospectus contient des renseignements détaillés à l'intention des investisseurs potentiels afin qu'ils puissent prendre des décisions d'investissement éclairées. La rédaction d'un prospectus exige la collaboration de la direction, de conseillers juridiques, de vérificateurs, des commissions des valeurs mobilières et de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de croissance TSX.

Le dépôt d'un prospectus est un processus en cinq étapes :

1. Dépôt d'un prospectus provisoire auprès de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de croissance TSX ainsi qu'auprès de la commission des valeurs mobilières de la province et des autres territoires où les titres seront vendus.
2. Les organismes réglementaires examinent le prospectus et communiquent toute irrégularité aux conseillers de l'opération.
3. Dépôt d'un prospectus final lorsque toutes les irrégularités ont été corrigées à la satisfaction des organismes de réglementation.
4. La commission des valeurs mobilières émet un visa final signifiant l'acceptation du prospectus.
5. Cette approbation permet à la société de commencer la vente des titres dans les provinces où un visa final a été émis.

2. Inscription directe

Un émetteur déjà inscrit à la cote d'une autre Bourse peut s'inscrire directement à la Bourse de Toronto (TSX) ou à la Bourse de croissance TSX s'il est en mesure de répondre aux exigences d'inscription. De plus, les émetteurs qui procèdent ainsi peuvent être admissibles à certaines dérogations en ce qui concerne les exigences réglementaires et de divulgation s'ils sont inscrits à une Bourse reconnue par TSX et qui possède des exigences d'inscription semblables à celles de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de croissance TSX.

3. Sociétés de capital de démarrage - Bourse de croissance TSX

Moyen unique d'inscription en bourse, le programme des sociétés de capital de démarrage (SCD) fournit un processus différent d'accès en deux étapes aux marchés financiers. Le programme des SCD **rassemble des investisseurs ayant une expérience des marchés financiers et des entrepreneurs dont les sociétés en croissance ou en phase de démarrage ont besoin de capitaux** et de talents en gestion de sociétés ouvertes. Contrairement au PAPE traditionnel, le programme des SCD permet à des administrateurs et à des dirigeants de constituer une "société de capital de démarrage" sans activités commerciales et sans autre actif que de l'encaisse, de l'inscrire à la bourse de croissance TSX et de réunir des capitaux.

Par la suite, **la SCD utilise ces fonds pour trouver l'entreprise émergente qui représentera une bonne occasion d'investissement**. Une fois que la SCD a réalisé son opération admissible et procédé à l'acquisition d'une société active qui respecte les normes d'inscription de la bourse, ses actions continuent de se négocier comme une société régulièrement inscrite à la Bourse de croissance TSX.

Ainsi, le programme des SCD :

- **Offre une voie d'accès différente au capital qui permet aux fondateurs de société de conserver une part de propriété supérieure à ce que prévoit un PAPE traditionnel;**
- Permet aux sociétés de bénéficier d'une **meilleure visibilité**, d'options d'achats d'actions et d'une valeur d'échange pour des fusions et des acquisitions par émission d'actions;
- Offre un processus **d'introduction en bourse plus souple** et plus fiable, que peuvent mieux contrôler les sociétés;
- Élimine pour la société les risques liés à l'appel public à l'épargne.

Le processus d'inscription est divisé en **deux phases** qui comprennent les étapes suivantes :

Étape 1 - La Société de capital de démarrage

Création d'une Société de capital de démarrage :

- Trois à six personnes possédant une combinaison appropriée d'expérience des affaires et d'expérience auprès de sociétés ouvertes réunissent au minimum 100 000 \$ en capital ou 5 % du total des fonds amassés, selon le montant le plus élevé.
- Ces fondateurs incorporent une coquille vide - la Société de capital de démarrage (SCD) - pour ensuite émettre des actions en échange de capital de lancement à un prix minimum situé entre le plus élevé de 0,05 \$ et 50 % du prix auquel les actions seront vendues par l'entremise d'un prospectus.
- La Société de capital de démarrage et ses conseillers rédigent un prospectus qui décrit l'intention de la direction de recueillir entre 200 000 \$ et 4 750 000 \$ par la vente d'actions de la SCD, à un prix qui est généralement deux fois plus élevé que le prix d'émission des actions de lancement, et d'utiliser le produit de l'émission pour identifier et évaluer des acquisitions potentielles.

Vente des actions :

- La SCD dépose le prospectus auprès des commissions des valeurs mobilières appropriées et fait une demande d'inscription à la Bourse de croissance TSX.
- Le courtier vend les actions de la SCD, conformément au prospectus, à au moins 200 actionnaires sans lien de dépendance. Chacun d'eux doit acquérir au moins 1 000 actions. Aucun acheteur ne peut souscrire à plus de 2 % du placement et aucun acheteur en compagnie de ses associés ou affiliés ne peut se procurer plus de 4 % du placement.
- Une fois la distribution terminée, la SCD est inscrite à la Bourse de croissance TSX. Le symbole comporte un .P afin d'identifier son statut de SCD.

Étape 2 - L'opération admissible

Annonce de l'acquisition :

- **La SCD dispose d'une période de 24 mois pour trouver une entreprise** afin de compléter son « opération admissible » et émettre un communiqué de presse annonçant qu'elle a conclu une entente de principe pour l'acquisition de cette entreprise.

- La SCD rédige un projet de déclaration de changement à l'inscription ou de circulaire de sollicitation de procurations offrant une divulgation de type prospectus sur l'entreprise à acquérir.
- **La Bourse de croissance TSX examine la documentation et évalue l'entreprise afin de s'assurer qu'elle respecte les normes minimales d'inscription.**

Conclusion de l'entente :

- Puisque de façon générale l'approbation des actionnaires n'est pas requise, la déclaration de changement à l'inscription est affichée pour une période minimale de sept jours. Après cette période, l'opération admissible est conclue et l'entreprise est acquise.
- L'entente comporte souvent d'autres éléments tels qu'un changement de dénomination sociale et un placement privé au moment de la clôture de l'opération admissible.
- Le suffixe .P du symbole est retiré et **les titres de la Société sont négociés à la Bourse de croissance TSX comme n'importe quelle autre société.**

L'année 2011 marque le 25^{ème} anniversaire du programme des SCD. A ce jour, plus de **2 100 sociétés de capital de démarrage** se sont inscrites en bourse. 80% de ces SCD ont réalisé une opération admissible ; en 2010, 98 nouvelles SCD se sont inscrites en bourse et 128 opérations admissibles ont été réalisées.

De 2000 à 2010, 147 sociétés qui ont débuté en tant que SCD sont passées à la bourse de Toronto.

- l'accès des PME et ETI aux marchés est-il un enjeu important pour les différents opérateurs de marché, notamment en termes de budget, résultat et *business plan* (notamment moyens humains, proximité géographique, marketing et conseil) et en comparaison avec leur stratégie pour les capitalisations plus importantes ?

Rien ne permet de penser que l'accès des PME et ETI aux marchés constitue un enjeu important pour les différents opérateurs de marché. Ces derniers ont **plutôt tendance à privilégier les sociétés à capitalisation importante.**

Surtout, dans un contexte d'importante évolution technologique et de mondialisation, les opérateurs privilégient aujourd'hui **l'accès et l'extension de leurs activités aux marchés internationaux.**

- quelle est la tarification de l'introduction et de la cotation pour les PME et ETI et comment se compare-t-elle avec celle pour les capitalisations plus importantes ?

Les différences de tarification peuvent être établies **en considérant les droits d'inscription à la bourse de Toronto (capitalisations importantes) et à la bourse de croissance TSX (PME et ETI).**

Les droits réels individuels et totaux différeront toutefois des intervalles estimés ci-dessous en fonction de la nature et de la complexité de la transaction et selon le niveau de complexité

relative de la société privée, de sa gestion, de ses contrôles internes et de ses procédures de divulgation.

	Bourse de Toronto	Bourse de croissance TSX
Droits d'inscription	10 000 \$ – 200 000 \$	7 500 \$ - 40 000 \$
Frais de comptabilité et de vérification	75 000 \$ - 100 000 \$	25 000 \$ - 100 000 \$
Frais juridiques	400 000 \$ - 750 000 \$	75 000 \$ et plus
Commission des syndicaux	4 -6 %	Jusqu'à 12 %

Source : Groupe TMX

Par ailleurs, d'autres frais sont à considérer tels que le versement de droits de la commission des valeurs mobilières, de droits de l'agence de transfert, ainsi que les coûts des relations avec les investisseurs, les coûts d'impression et de traduction, l'assurance-responsabilité pour les administrateurs et les dirigeants. Aucun élément ne permet de considérer que les PME et ETI bénéficient de tarification particulière.

Q2/ Données concernant le financement des PME et ETI sur les années 2010 et 2011 et en perspective sur plusieurs années (1990-2011) :

- données sur les capitaux levés et nombre d'opérations (marché primaire, augmentation de capital, introductions) sur les marchés financiers ;

Capitaux levés et nombre d'introductions de PME et ETI (bourse de Toronto et bourse de croissance TSX).

Année	Introductions	Valeur (\$)
2000	52	527 100 000
2001	29	207 400 000
2002	43	579 700 000
2003	35	458 100 000
2004	55	616 400 000
2005	75	697 700 000
2006	72	580 000 000
2007	63	345 000 000
2008	36	68 200 000
2009	18	182 100 000
2010	46	554 600 000
2011 (30/06)	21	140 000 000

Source: estimation Industrie Canada – Direction du financement de la petite entreprise

- comparaison avec les fonds levés par le capital investissement et par le crédit ;

Année	Valeur introduction(\$) (pour mémoire)	Fonds levés par le	Fonds levés par le crédit
		capital investissement (\$)	
2000	527 100 000	5 877 950 000	39 559 500 000
2001	207 400 000	3 747 352 000	ND
2002	579 700 000	2 583 994 000	ND
2003	458 100 000	1 613 446 000	ND
2004	616 400 000	1 679 020 000	29 846 000 000
2005	697 700 000	1 699 617 000	ND
2006	580 000 000	1 701 280 000	ND
2007	345 000 000	2 037 232 000	50 830 000 000
2008	68 200 000	1 409 188 000	ND
2009	182 100 000	1 040 494 000	ND
2010	554 600 000	1 140 000 000	ND

Source: *Industrie Canada – Direction du financement de la petite entreprise*
 Pour les fonds levés par le crédit : *Etudes statistiques Canada sur le financement des petites et moyennes entreprises, 2000, 2004 et 2007*

Pour les 3 années où l'ensemble des données sont disponibles, la part de chaque source de financement est la suivante :

Année	Introduction marchés financiers	Capital investissement	Crédit
2000	1,1%	13%	86%
2004	1,9%	5,2%	92,9%
2007	0,6%	3,8%	95,6%

- comparaison des résultats (croissance, volatilité, rentabilité...) des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées ;

Les données ci-dessous reprennent les performances des **grandes sociétés cotées à la bourse de Toronto (TSX)**, et celles des **petites et moyennes entreprises cotées à la bourse de croissance (TSX-V)**.

Année	TSX		TSX-V	
	Clôture	Rendement	Clôture	Rendement

		annuel %		annuel %
2000	9322		NA	
2001	7648	-18	1036.6	
2002	6569	-14	1074.1	4
2003	8521	30	1751.3	63
2004	9204	8	1825.5	4
2005	11946	30	2236.6	23
2006	13034	9	2987.1	34
2007	13155	1	2839.7	-5
2008	8695	-34	797.0	-72
2009	11094	28	1520.7	91
2010	13552	22	2287.9	50
Rendement annuel moyen				
(%)		6.1		21
Taux de croissance (%)		3.8		9.2

Source: *Industrie Canada – Direction du financement de la petite entreprise*

- comparaison des résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées ;

Année	Recettes totales	Bénéfice net	Marge d'exploitation (%)	Rendement des capitaux propres (%)
2000	171,893,344	5,723,516	3.0	5.4
2001	186,765,162	6,035,931	2.4	5.1
2002	187,199,971	5,913,248	2.1	4.9
2003	194,383,039	7,448,929	2.2	5.2
2004	205,721,939	12,188,444	3.7	8.0
2005	201,049,130	16,519,088	5.0	10.0
2006	208,510,006	22,444,527	6.7	12.0
2007	222,645,631	25,838,778	6.0	12.0
2008	226,003,197	23,058,642	5.8	8.7
2009	218,669,901	19,169,390	5.4	6.9

Source: *Statistiques Canada*

- y a-t-il un marché obligataire développé pour les PME (données et montants par émetteurs – en moyenne -, pour le marché primaire, pour le marché secondaire) ? y a-t-il des émissions d'obligations groupées ?

Bien que les PME puissent en principe participer au marché obligataire canadien, **on estime que cette participation est minime**. Toutefois, les données ne sont pas disponibles pour le confirmer

Q3/ Action publique et des acteurs de place (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, entreprises de marché, régulateur, banque centrale, banques publiques) et ressenti :

- y a-t-il des dispositifs particuliers (législatifs, réglementaires, fiscaux, financement, communication) mis en place pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers ?

Le seul dispositif ad hoc destiné aux PME et ETI est celui des sociétés de capital de démarrage évoqué supra. Pour le reste, les ministères et organismes gouvernementaux offrent de nombreux dispositifs de financement au profit des PME, mais uniquement sous la forme de subventions, de contributions et de garanties de prêt.

Les principaux modes de financement du secteur public sont les suivants:

- Subventions et aides financières ;
- Prêts et avances de fonds ;
- Garanties de prêts ;
- Crédits d'impôts ;
- Subventions salariales ;

- l'accès des PME et ETI cotées aux marchés financiers apparaît-il comme un sujet d'actualité ?

Il est manifeste que l'accès au financement pour les PME, cotées et non cotées, a toujours été une priorité politique forte du Gouvernement canadien. Toutefois, aucune mesure spécifique ne concerne l'accès aux marchés financiers proprement dit.

Ainsi, suite au récent ralentissement économique, le Gouvernement canadien a lancé en 2009 le **Plan d'action économique du Canada**. Ce plan, qui contient des mesures de relance, compte parmi les plus importants adoptés par les économies du G7.

Au sein de ce plan est créé un Programme de crédit aux entreprises (PCE), doté de 5 milliards de dollars. Mais là-encore, **l'essentiel des mesures consiste en des prêts directs, sans lien ni perspective avec un accès aux marchés financiers.**

Par ailleurs, il est significatif de constater que le **site web officiel du Gouvernement** (''Entreprises Canada'') **appelle lui-même à beaucoup de prudence lorsqu'il aborde le thème du financement par les marchés financiers**, comme en témoigne l'extrait suivant :

« Le premier appel public à l'épargne est le processus consistant à inscrire la société à la cote d'une bourse. (...)

Un premier appel public à l'épargne n'est une option valable que pour un très petit nombre d'entreprises. En effet, cette solution comporte des inconvénients importants, dont notamment :

- *un taux d'échec élevé, surtout pour les sociétés qui perçoivent des recettes de moins de 1 million de dollars;*
- *un risque important de sous-évaluation des actions de la société, en tel cas le premier appel public à l'épargne ne permet pas d'obtenir la juste valeur marchande;*
- *le coût élevé d'un premier appel public à l'épargne (obligations réglementaires, prospectus, droits et honoraires des différents professionnels);*
- *la pression incitant les sociétés à se concentrer sur leurs résultats à court terme, afin de répondre aux attentes des investisseurs en matière de rendement du capital investi, plutôt que sur leur stratégie de croissance à long terme.*

Les sociétés doivent se montrer extrêmement prudentes avant de recourir au premier appel public à l'épargne et demander l'avis de spécialistes de ce domaine.»

- les PME et ETI cotées sont-elles organisées (association représentative...) et sont-elles présentes dans les débats publics ? Quels sont leur ressenti et leurs attentes vis-à-vis de la cotation ?

Il existe différentes organisations du secteur privé qui représentent les PME, cotées et non cotées, dans le débat public. Les deux plus grandes organisations sont la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante et la Chambre de commerce du Canada. Aucune position significative de ces organisations vis-à-vis de la cotation n'a été relevée.

- quels sont le ressenti et les attentes des investisseurs et des intermédiaires financiers vis-à-vis de la cotation des PME et ETI ?

Aucun ressenti ni attente particulière de ces acteurs n'ont été relevés.

Commentaires éventuels :

En dépit de l'existence de marchés financiers performants et innovants, le Canada ne semble pas manifester d'intérêt particulier à les voir s'ouvrir davantage aux PME et ETI. Le comportement des entreprises conforte cette impression, avec un recours quasi exclusif à des formes traditionnelles de financement, au premier rang desquelles figure le financement par emprunt. Les inconvénients traditionnellement associés à l'accès aux marchés financiers expliquent probablement cette réticence, et notamment : le montant des dépenses pour l'inscription à la cote puis à son maintien, la perte de confidentialité, la perte potentielle de contrôle, la pression sur la performance, le temps à consacrer aux communications avec les investisseurs, les difficultés à retourner à l'état de société fermée...

Espagne

Eléments locaux de contexte :

Le financement des sociétés non financières en Espagne repose traditionnellement sur le crédit bancaire. Comme le montre le graphique 1, le poids du financement de marché y a été d'environ 30% entre 1992 et 2002 et donc bien inférieur à ceux de pays comme les Etats-Unis, le Royaume-Unis ou même la France. En outre, ce moindre financement par les marchés financiers a été exacerbé entre 2002 et 2008 sans doute par l'importante bulle du crédit qui s'est développée suite à l'introduction de la monnaie unique. Durant cette période (graphique 2), les SNF espagnoles ont en effet recouru massivement au crédit bancaire et très peu aux marchés financiers. Il est à noter cependant que, depuis 2008 et le déclenchement de la crise, cette tendance s'inverse et le financement de marché retrouve une importance croissante alors que l'accès au crédit bancaire est de plus en plus difficile.

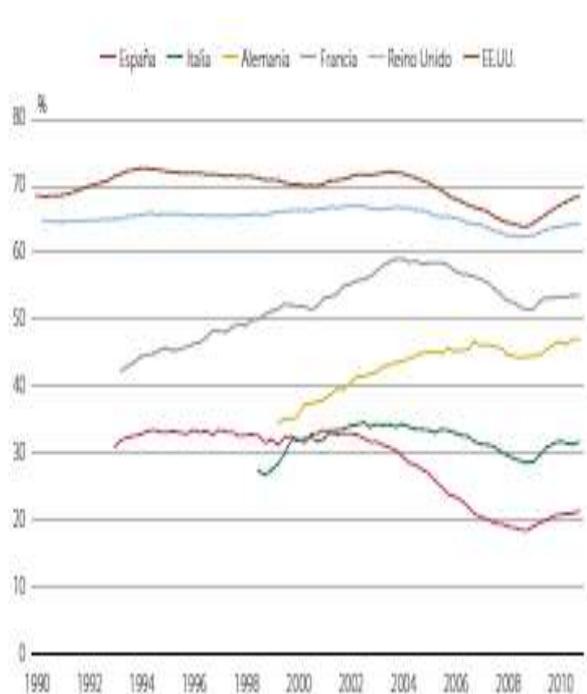


Figure 1 : Poids relatif du financement de marché
 relativement au crédit bancaire.

(source : extrait du rapport annuel 2010 de la CNMV)

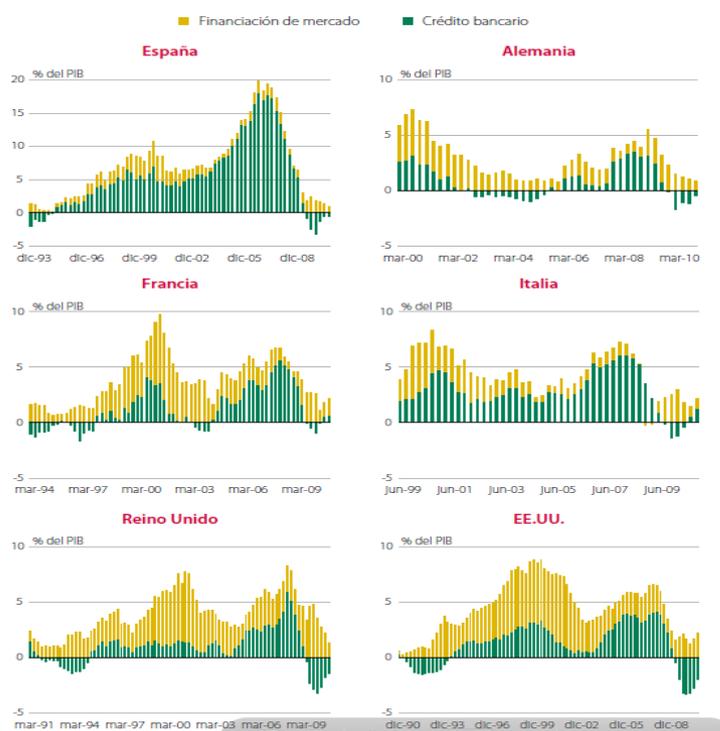


Figure 2 : Variation nette du financement de marché et
 du crédit bancaire des sociétés non-financières.

(source : extrait du rapport annuel 2010 de la CNMV)

Q1/ Quels Organisation et fonctionnement général :

- comment sont organisés et structurés les marchés financiers dans votre pays ?

La principale source de financement de marché (hors crédit bancaire) en Espagne se fait au travers de l'institution Bolsa y Mercados Españoles (BME) qui regroupe les entreprises qui dirigent et gèrent les marchés de titres. Le groupe BME rassemble sous une même institution les marchés d'actions, d'obligations et de produits dérivé, ainsi que leurs chambres de compensation. Il est formé des bourses de Barcelone, Bilbao, Madrid et Valence, ainsi que de MF Mercados et Iberclear (cf. ci-après).

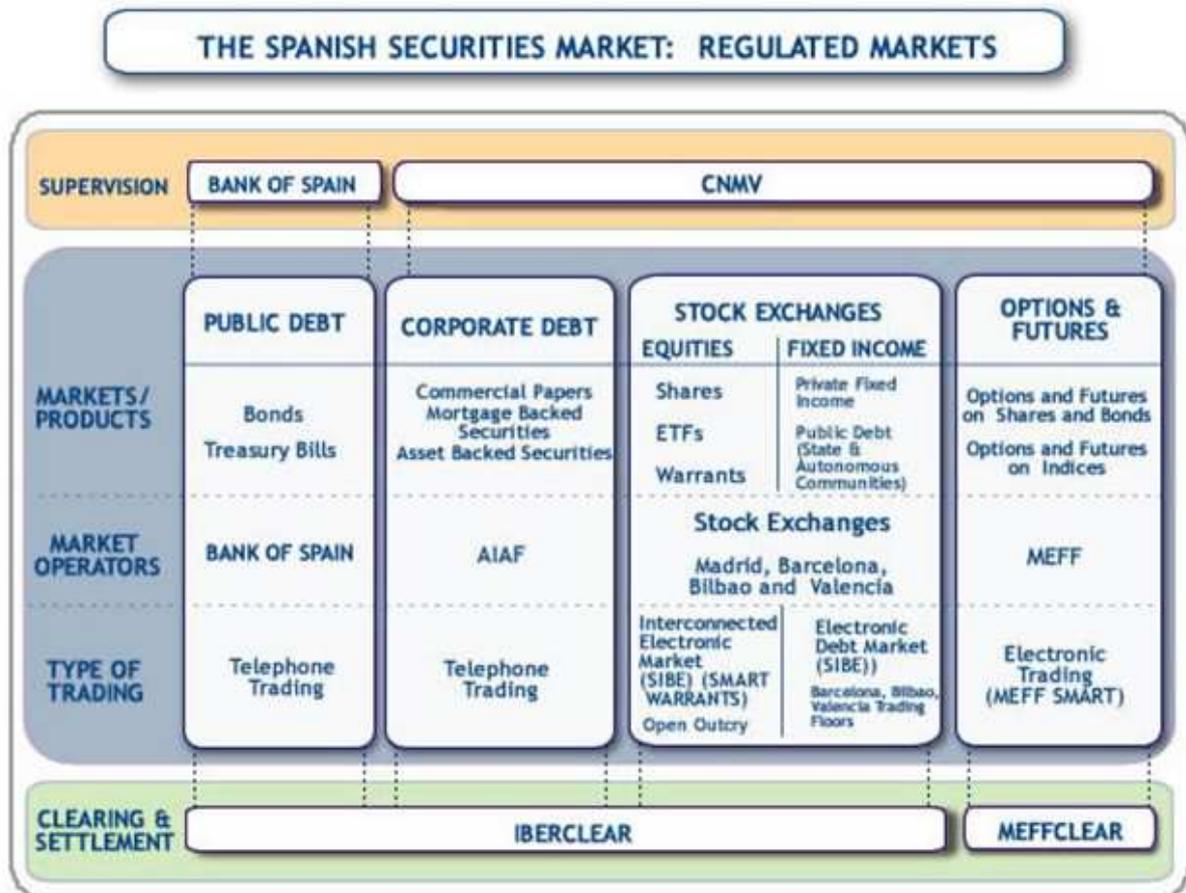
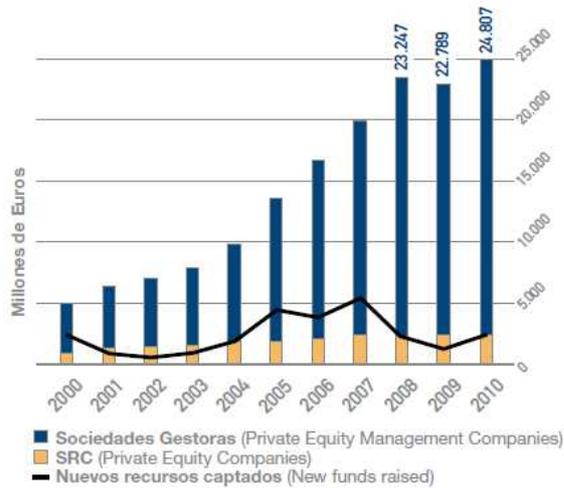


Figure 3 : Structure des marchés réglementés en Espagne.

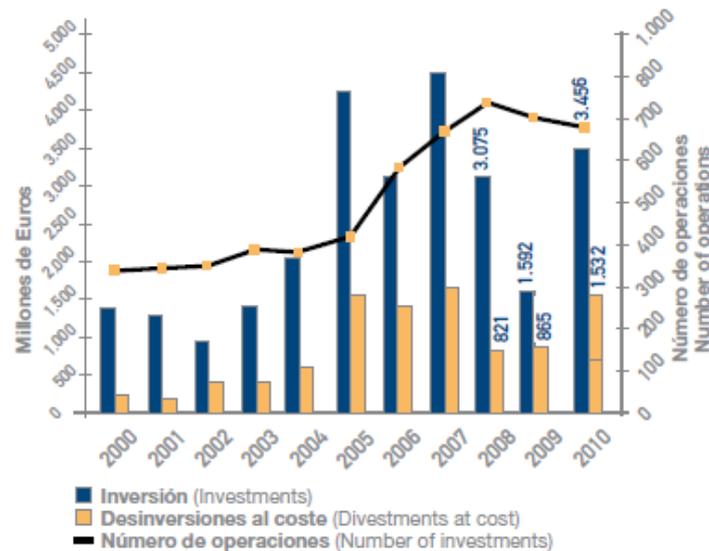
(Source : BME)

Fonds de private equity:



Fonds gérés par les entreprises de private equity. Sources : ASCRI

Nombres de fonds de private equity. Source : ASCRI



Volume et nombre d'investissement des fonds de Venture Capital
 (Source : ASCRI)

- quelle est en particulier l'organisation de l'introduction, de la cotation et de la négociation des titres des PME et ETI sur les différents marchés (marchés réglementés, marchés organisés, marchés libres) ? En particulier, y a-t-il des marchés / plateformes spécialisés ou dédiés aux PME et ETI cotées ?

Depuis juillet 2009, il existe une plateforme dédiée aux PME, nommée Mercado Alternativo Bursatil (MAB). Le MAB est une ramification de BME et est supervisé par la CNMV (le superviseur des marchés espagnol).

Les entreprises qui désirent être cotées sur ce marché doivent répondre aux exigences suivantes :

- Transparence et publication de l'information: publication semi annuelle des comptes de la compagnie et des événements les plus importants sur la période ; publication annuelle du rapport annuel et des comptes financiers audités ; toute information susceptible d'affecter la décision des investisseurs d'acheter ou vendre l'action doivent être rapportées immédiatement.
- Conseiller accrédité : l'entreprise désigne un conseiller au sein du groupe, accrédité par le MAB. Ce conseiller a pour rôle d'aider à l'introduction de l'entreprise sur le marché et reste présent sur toute la période où l'entreprise est cotée.
- Liquidity provider : l'entreprise doit passer un contrat avec un intermédiaire financier qui assure la liquidité sur les échanges de ses actions.

- l'accès des PME et ETI aux marchés est-il un enjeu important pour les différents opérateurs de marché, notamment en termes de budget, résultat et *business plan* (notamment moyens humains, proximité géographique, marketing et conseil) et en comparaison avec leur stratégie pour les capitalisations plus importantes ?

(Non traité).

- quelle est la tarification de l'introduction et de la cotation pour les PME et ETI et comment se compare-t-elle avec celle des capitalisations plus importantes ?

Le tarif d'introduction sur le MAB est de 6000€, auquel s'ajoute un tarif variable de 0.5‰ sur le montant émis. Ce même tarif variable s'applique pour chaque nouvelle augmentation de capital.

Un service de maintenance obligatoire (incluant la maintenance de la cotation sur le système électronique de la plateforme et les services de publication et diffusion de l'information) coûte 6000€ à l'entreprise cotée.

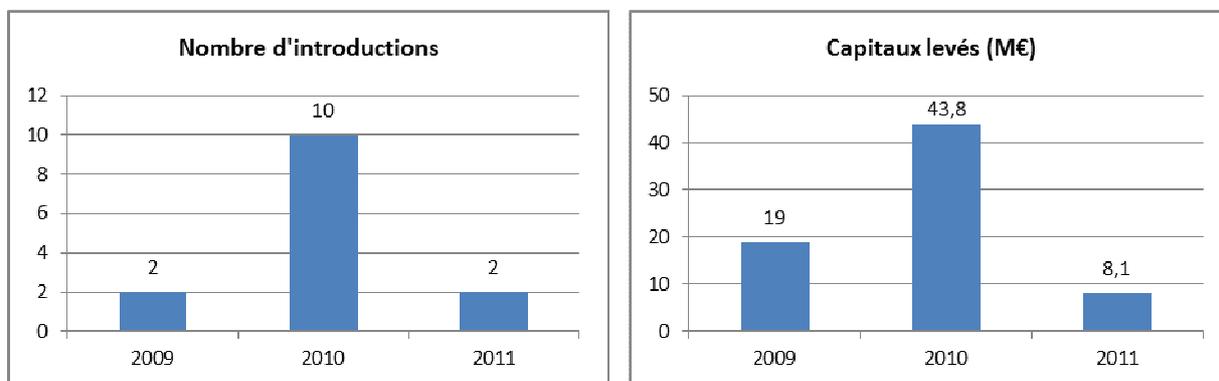
Le coût d'introduction à la BME se compose d'un coût fixe de 1160€ et d'un coût variable de 1‰, pour des montants entre 0 et 230 M€, et de 0.1‰ pour les montants supérieurs à 230 M€. Les tarifs de maintenance sont de 0,045‰ de leur capitalisation à la fin de l'année précédente.

Coût d'entrée pour les sociétés membres du MAB : 30.000€

Coût d'entrée pour les sociétés membres de la BME : 100.000€

Q2/ Données concernant le financement des PME et ETI sur les années 2010 et 2011 et en perspective sur plusieurs années (1990-2011) :

- données sur les capitaux levés et nombre d'opérations (marché primaire, augmentation de capital, introductions) sur les marchés financiers ;



Source : MAB

Entreprise	Capital obtenu (M€)	Capitalisation (M€) à la date d'incorporation	Capitalisation (M€) au 28/02/2011	Date d'incorporation
Zinkia	7	48	35	15/07/2009
Imaginarium	12	75	40	01/12/2009
Gowex	6	40	45	12/03/2010
Medcomtech	9	30	26	25/03/2010
Negocio	3,7	28	18	07/06/2010
Bodaclick	10	45	43	30/06/2010
Neuron	2,5	18	12	01/07/2010
Biotics	3,5	13	16	20/07/2010
Nostrum	4,4	18	17	10/11/2010
Altia	2,5	19	20	01/12/2010
Eurona telecom	-	10	12	15/12/2010
Comm center	2,2	19	21	30/12/2010
Catenon*	4,8	48		27/05/2011
EuroEspes*	3,3	13		16/03/2011
	TOTAL	424	362	305

Sources : MAB

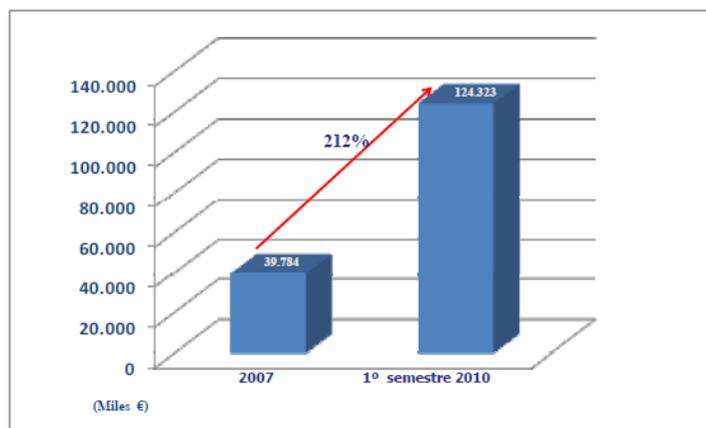
* introduction après le 28/02/2011

- comparaison avec les fonds levés par le capital investissement et par le crédit ;

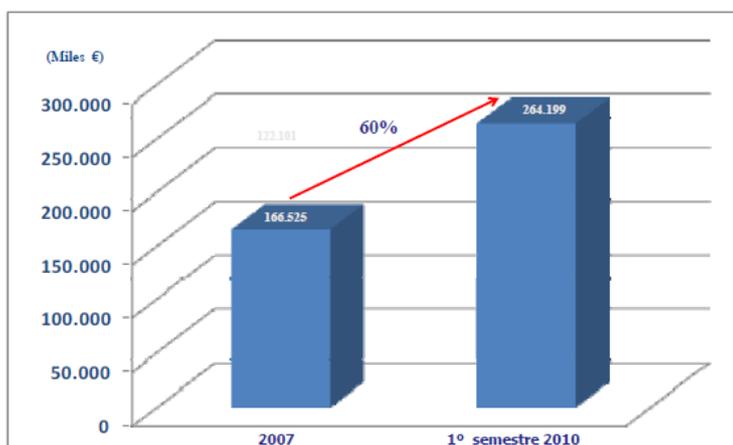
Pas de données spécifiques aux PME

- comparaison des résultats (croissance, volatilité, rentabilité...) des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées ;

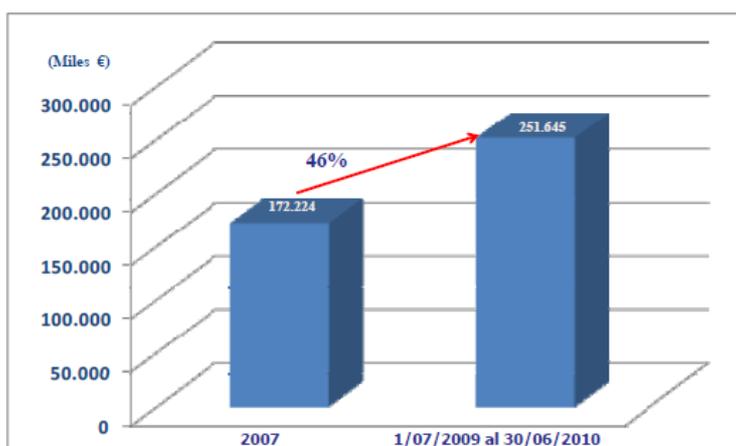
Fonds propres des entreprises du MAB :



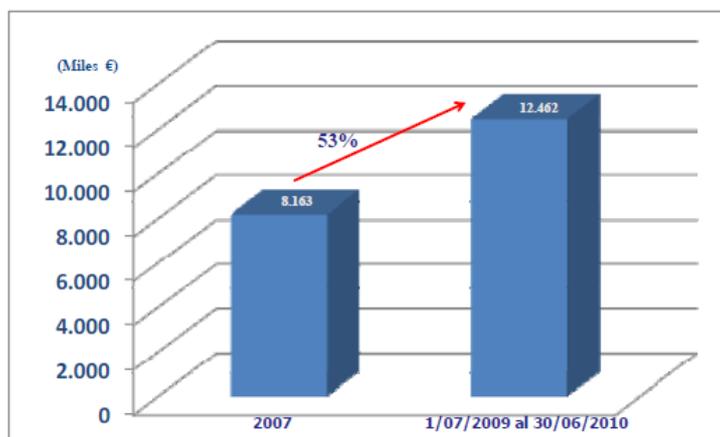
Actif total



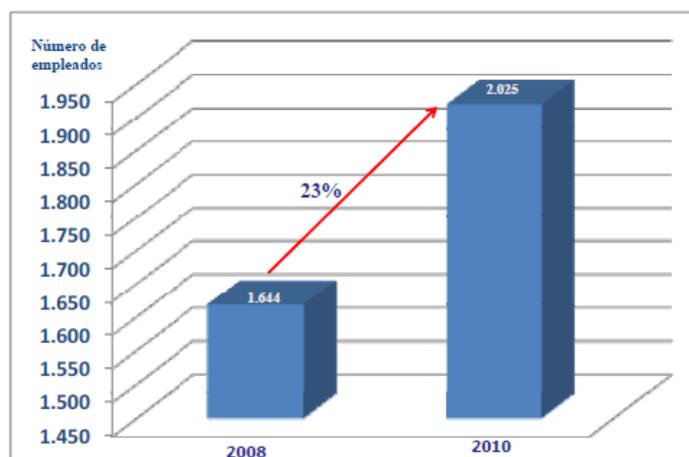
Chiffre d'affaires :



Résultat d'exploitation :



Création d'emploi :



- comparaison des résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées ;

- y a-t-il un marché obligataire développé pour les PME (*données et montants par émetteurs – en moyenne -, pour le marché primaire, pour le marché secondaire*) ? Y a-t-il des émissions d'obligations groupées ?

Information non obtenue à ce stade mais a priori non.

Q3/ Action publique et des acteurs de place (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, entreprises de marché, régulateur, banque centrale, banques publiques) et ressenti :

- y a-t-il des dispositifs particuliers (législatifs, réglementaires, fiscaux, financement, communication) mis en place pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers ?

La Empresa Nacional de Innovación SA (ENISA), une entreprise à capital public attachée au Ministère de l'Industrie, du Tourisme et du Commerce, au travers de la Direction Générale de la Politique des PME offre un ligne de crédit destinée aux PME désirant s'introduire sur la

MAB. Cette ligne de crédit prend la forme d'un prêts de maturité 2 ans à 0% pouvant aller jusqu'à 1,5 M€.

(Remarque : Peut-être existe-t-il d'autres dispositifs mais nous ne les avons pas trouvé à ce stade.)

- l'accès des PME et ETI cotées aux marchés financiers apparaît-il comme un sujet d'actualité ?

Traditionnellement, les PME espagnoles se sont financées principalement à partir des crédits bancaires. En particulier, dans les années 2000-2007, la bulle du crédit en Espagne a favorisé ce type de financement. Toutefois, la crise débutée en 2008 a particulièrement affecté les banques qui sont aujourd'hui entrées dans une phase de réduction de la taille de leur bilan. Elles accordent ainsi de moins en moins de crédits aux entreprises espagnoles. Les PME, dont le financement est par nature plus risqué, sont les premières à souffrir de cette moindre disponibilité du crédit bancaire.

En outre, la nouvelle régulation bancaire de Bâle III, qui durcit les règles de capital, devrait négativement impacter l'obtention de crédit des PME. En effet, de par leur taille, leur financement est plus risqué. Or, la pondération des actifs des banques, qui permet de déterminer la quantité de capital nécessaire, pénalise ce type de prêts les rendant plus coûteux en termes de capital. In-fine, les PME n'auront plus les mêmes facilités à se financer à partir de crédits bancaires et devront trouver des sources de financement alternatif. Les marchés financiers apparaissent alors naturellement comme un enjeu important pour le financement des PME à l'avenir.

- les PME et ETI cotées sont-elles organisées (association représentative...) et sont-elles présentes dans les débats publics ? Quels sont leur ressenti et leurs attentes vis-à-vis de la cotation ?

Nos contacts ne nous ont pas renseigné à ce sujet pour le moment.

- quels sont le ressenti et les attentes des investisseurs et ceux des intermédiaires financiers vis-à-vis de la cotation des PME et ETI ?

Nos contacts ne nous ont pas renseignés à ce sujet pour le moment.

Etats-Unis

Q1/ Quels Organisation et fonctionnement général :

- comment sont organisés et structurés les marchés financiers dans votre pays ?

Les Etats-Unis comptent plusieurs grandes bourses. Les deux plus importantes sont le New York Stock Exchange (NYSE) et le National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ). Elles sont situées à New York. Pour autant, il existe encore quelques bourses régionales (Chicago, Miami, Cincinnati...).

- quelle est en particulier l'organisation de l'introduction, de la cotation et de la négociation des titres des PME et ETI sur les différents marchés (marchés réglementés, marchés organisés, marchés libres) ? En particulier, y a-t-il des marchés / plateformes spécialisés ou dédiés aux PME et ETI cotées ?

La notion de PME/ETI est difficilement cernable aux Etats-Unis. Si l'on prend le principal indice boursier américain censé représenter les petites capitalisations, le S&P 600, la capitalisation minimum requise est 200 M\$ et de 50% de capital flottant. Il faut toutefois remarquer que cet indice ne permet qu'approximativement d'appréhender la notion de PME/ETI : la capitalisation médiane des sociétés composant l'indice est d'environ 530 M\$.

D'un point de vue réglementaire, la SEC prévoit certaines adaptations en fonction de la nature de l'offre et/ou de l'émetteur. Elle a défini ainsi le concept de « *small reporting issuer* » qui représente une entreprise sous le seuil de capital flottant de 75 M\$. Les « *small reporting issuers* » bénéficient d'une série d'exemptions réglementaires (cf. 3^{ème} partie du questionnaire pour le détail des exemptions accordées).

Historiquement, deux marchés étaient centrés sur les PME/ETI :

- The American Stock Exchange (AMEX) qui a été racheté par le NYSE et qui est devenu NYSE Alternex US en 2008. Ce marché se subdivise en quatre segments en fonction des critères d'admission ;
- le NASDAQ. Ce dernier, même s'il n'est pas une place de cotation explicitement dédiée aux PME, a pour objet d'accueillir les sociétés technologiques innovantes qui sont souvent des entreprises de création récente.

A ces deux grandes places, on peut rajouter le NYSE qui peut accueillir certaines PME importantes.

Enfin, il faut prendre en compte deux systèmes de cotation de gré à gré :

- l'*Over The Counter Bulletin Board (OTCBB)* sur lequel les sociétés sont soumises à des obligations de reporting des comptes financiers vis-à-vis de la SEC¹⁶ (mais il n'y a pas de critères d'éligibilité, de gouvernance...);
- le *pinksheets* qui est un marché de cotation qui s'apparente plus au marché libre français où les sociétés sont libres de donner l'information qu'elles souhaitent.

¹⁶ Les brokers dealers agissant sur ce marché sont soumis à la supervision de la FINRA.

Ces deux derniers types de cotations sont souvent associés à des placements dits « *Direct Public Offering* » (*DPO*). Cette méthode de placement est utilisée principalement par les sociétés qui n'ont pas recours à un syndicat de placement bancaire mais qui souhaitent vendre leur actions directement soit parce qu'aucune banque ne souhaitent les accompagner, soit parce qu'elles économisent ainsi les frais de placements (qui peuvent atteindre entre 5% et 7% aux Etats-Unis).

Par ailleurs, le « marché gris¹⁷ » peut également accueillir des PME. Ce marché échappe au cadre réglementaire de droit commun et son fonctionnement commence à susciter les interrogations de la SEC. A titre d'exemple, c'est sur ce marché que sont négociées les actions *Facebook* qui pour autant ne sont cotées sur aucun marché. Ce type de marché commence à se structurer, notamment avec la mise en place de plates-formes électroniques (notamment la plate-forme « *SecondMarket* »). Les coûts liés à ce type de cotation sont peu élevés (pas besoin d'établir un prospectus...) et l'émetteur contrôle beaucoup plus son actionnariat. Les créateurs de cette plate-forme expliquent notamment que si dans les années 90 une société pouvait raisonnablement aller en bourse quatre ans après sa création, la moyenne est plutôt de dix ans actuellement, d'où l'intérêt d'utiliser leur plate-forme comme possible antichambre à une IPO. Cette solution permet en outre une valorisation des actions que certains cadres ont pu recevoir dans le cadre d'attribution de stock-options qui permet souvent à une société d'attirer des profils recherchés.

Enfin, on peut souligner l'existence d'une plate-forme de négociation (*The Receivables Exchange*) sur laquelle sont négociées certains actifs mobilisables des PME/ETI (notamment les créances de ses clients). Cette plate-forme reste pour l'instant à un état embryonnaire avec un milliard de dollars de transactions en 2010. NYSE a récemment pris une participation au capital de cette plate-forme.

- l'accès des PME et ETI aux marchés est-il un enjeu important pour les différents opérateurs de marché, notamment en termes de budget, résultat et *business plan* (notamment moyens humains, proximité géographique, marketing et conseil) et en comparaison avec leur stratégie pour les capitalisations plus importantes ?

Il est très difficile de rassembler des éléments de réponse à cette question. Les principaux développements des marchés se sont orientés vers des structures construites avant tout pour des capitalisations importantes, génératrices d'ordres et de flux. Il est souvent souligné que le dernier tiers (voir la moitié) des capitalisations boursières souffre d'un problème de liquidité. Quant aux toutes petites sociétés, elles bénéficient généralement d'une faible couverture d'analystes et d'un seul indice (le Microcap1000¹⁸). A ce jour, aucun ETF ne duplique cet indice, ce qui pour les Etats-Unis est caractéristique d'un faible intérêt pour les valeurs qui le composent.

- quelle est la tarification de l'introduction et de la cotation pour les PME et ETI et comment se compare-t-elle avec celle pour les capitalisations plus importantes ?

Il n'existe pas de données agrégées pour les PME. Si l'on se réfère aux informations disponibles par les différents intervenants, on peut estimer¹⁹ qu'une cotation génère des frais incompressibles d'au moins 300 000 à 500 000 dollars (frais d'avocats, d'auditeurs...),

¹⁷ Le marché « gris » est un marché sur lequel les titres sont échangés entre investisseurs professionnels uniquement (des fonds principalement). C'est donc en théorie un marché qui n'est soumis à aucune réglementation.

¹⁸ L'indice Microcap 1000 est composé de sociétés dont la capitalisation varie de 25M\$ à 400M\$.

¹⁹ N.B. il ne s'agit pas de données officielles mais d'approximation à partir d'informations rassemblées « officieusement » auprès de différents intervenants de marché. Le taux de prélèvement de 7% par les banques provient d'une étude publiée par Mark Abrahamson, Tim Jenkinson et Howard Jones (Saïd Business School, Oxford University), décembre 2010.

auxquels s'ajoutent des frais de placements des banques qui peuvent aller jusqu'à 7% (comparé à 3% en Europe).

Le NASDAQ est moins cher que le NYSE. Par ailleurs le système de *floor trading* encore en vigueur sur le NYSE ne convient pas nécessairement aux PME. En effet, il présuppose qu'une personne va physiquement prendre en charge la négociation des achats et ventes des titres de cette société. A contrario, une négociation électronique demande beaucoup moins d'investissement humain, une même personne pouvant s'occuper de beaucoup plus de sociétés à la fois.

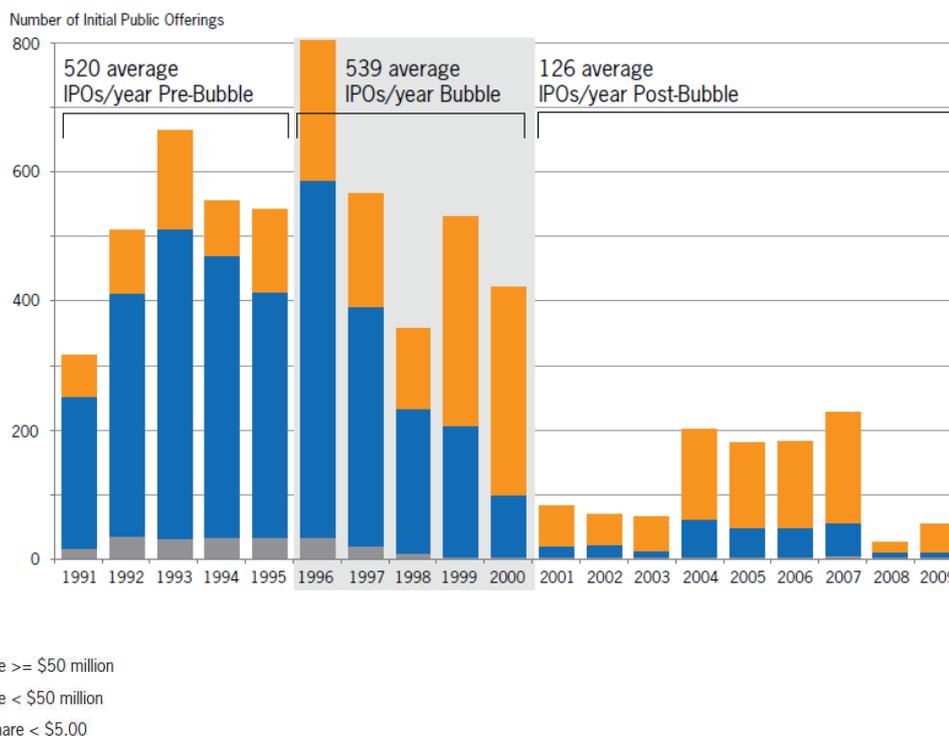
Q2/ Données concernant le financement des PME et ETI sur les années 2010 et 2011 et en perspective sur plusieurs années (1990-2011) :

- données sur les capitaux levés et nombre d'opérations (marché primaire, augmentation de capital, introductions) sur les marchés financiers ;

Les introductions en bourse pour les PME subissent le contrecoup de la crise générale des marchés financiers. Pour l'année 2009, on ne compte que 61 introductions avec un effet négatif sur les introductions de PME puisque l'opération médiane se situe à 140 M\$ bien au-dessus des niveaux constatés dans les années 1990 où nombre d'introductions se faisaient à 10M\$.

Sur les 20 dernières années, les introductions de PME²⁰ représenteraient environ la moitié des introductions en bourse.

On constate néanmoins un effondrement des petites capitalisations depuis le pic de 1996.



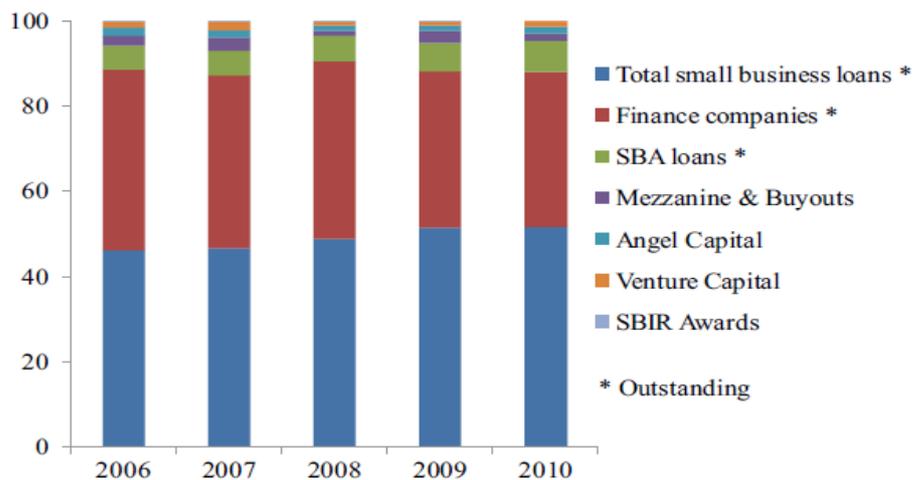
²⁰ introduction en bourse d'un montant inférieur à 50 millions USD.

Les introductions en bourse d'un montant inférieur à 25 millions USD ont en particulier connu une très forte chute entre 1996 (environ 350) et 2000 (moins de 25) et ce avant l'adoption de la législation Sarbanes-Oxley de 2002.

- comparaison avec les fonds levés par le capital investissement et par le crédit ;

Il est difficile de trouver des chiffres robustes sur le financement bancaire des PME. De façon générale, les PME ont majoritairement recours au capital personnel de l'entrepreneur ou de sa famille et les capitaux extérieurs de type Angel Investment ou Venture Capital ne représentent que 6% du financement des entreprises en phase de démarrage²¹.

Répartition par catégorie de financement



- comparaison des résultats (croissance, volatilité, rentabilité...) des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées ;

Le marché des PME cotées en bourse est relativement peu liquide. Il est donc difficile de définir une performance robuste. A titre de comparaison, sur un an (au 31 août 2011), l'indice S&P 500 avait performé de 16,16% alors que dans le même temps l'indice S&P 600 avait une performance négative de -10,61%. Sur trois ans, le S&P 500 réalisait une performance de -1,69% contre -3,98% pour le S&P 600.

- comparaison des résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées ;

Il n'existe pas de statistiques sur le sujet.

- y a-t-il un marché obligataire développé pour les PME (données et montants par émetteurs – en moyenne -, pour le marché primaire, pour le marché secondaire) ? y a-t-il des émissions d'obligations groupées ?

²¹ Données issues de l'Enquête Kauffman Firm 2004-2008.

Il est difficile d'établir des statistiques concernant les émissions obligataires car la taille de l'opération ne caractérise pas nécessairement l'émetteur.

Q3/ Action publique et des acteurs de place (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, entreprises de marché, régulateur, banque centrale, banques publiques) et ressenti :

- y a-t-il des dispositifs particuliers (législatifs, réglementaires, fiscaux, financement, communication) mis en place pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers ?

- l'accès des PME et ETI cotées aux marchés financiers apparaît-il comme un sujet d'actualité ?

- les PME et ETI cotées sont-elles organisées (association représentative...) et sont-elles présentes dans les débats publics ? Quels sont leur ressenti et leurs attentes vis-à-vis de la cotation ?

- quels sont le ressenti et les attentes des investisseurs et des intermédiaires financiers vis-à-vis de la cotation des PME et ETI ?

Le cadre légal spécifique aux PME remonte aux années 1950

L'élément fondateur est le *Small Business Act* adopté par le Congrès en 1953 qui a été créé pour fournir une assistance technique et financière aux PME²².

D'après le site du *Small Business Act*, 99% des sociétés américaines comptent moins de 500 employés. 19,6 millions d'américains travaillent pour une société ayant moins de 20 personnes, 18,4 millions pour une société ayant entre 20 et 99 employés et 14,6 millions pour une société ayant entre 100 et 499 employés. Par contraste, 47,7 millions d'américains travaillent pour une société ayant plus de 500 employés.

La mise en place en 1989 par la *North American Securities Administrators Association* du *Small Corporate Offering Registration (SCOR)* constitue une autre étape importante. Son objectif est de réunir dans un seul document l'ensemble des éléments afférents à une cotation et à les rendre plus pédagogiques, à la fois pour les entrepreneurs mais aussi pour les investisseurs.

Plus récemment, le Président Obama a déclaré dans un discours de mi-septembre 2011 vouloir améliorer l'accès des PME aux marchés pour faciliter leur essor.

La SEC a mis en place une réglementation adaptée pour les PME

Elle se décline soit en fonction du montant offert (qui n'est pas spécifique aux PME mais qui les concernent au premier chef) soit de la capitalisation boursière.

- Concernant la notion de PME, la SEC a défini le concept de « *small reporting issuer* » comme étant une société dont la capitalisation boursière est inférieure à 75M\$ pour bénéficier de certaines exemptions ou allègements réglementaires.

Quand la capitalisation boursière ne peut pas être appréciée, le seuil de 50 M\$ de chiffres d'affaires est retenu (par exemple pour les émetteurs obligataires). Ce seuil permet par exemple des délais de publication des comptes plus longs, un contenu de prospectus allégé (comptes sur deux ans au lieu de trois, des rubriques de prospectus allégées ...) ou encore d'exempter une Small Business de la production d'une attestation des auditeurs sur le

²² Cf. le site dédié au SBA, <http://www.sba.gov/>

rapport sur les procédures de contrôle interne qui doit être publié chaque année conformément au *Sarbanes & Oxley Act*.

- **Concernant les exemptions à l'établissement d'un prospectus en cas d'offre au public**, la SEC prévoit plusieurs types d'exemptions ou d'allégement en fonction de l'offre (les montants doivent être calculés sur une période de douze mois), notamment :

- si la société est domiciliée dans un des Etats des Etats-Unis et que les souscripteurs sont tous domiciliés dans cet Etat. Si jamais les titres viennent à être détenus par un investisseur qui ne réside pas dans cet Etat, l'opération est immédiatement requalifiée ;
- si la société a l'intention d'offrir moins de 5 millions de dollars. Cependant, elle sera quand même obligée de publier un prospectus très allégé (sans audition des comptes) qui sera revu par la SEC, mais pas enregistré au sens de la réglementation.
- si la société fait un placement privé auprès d'investisseurs qualifiés et auprès de moins de 35 personnes qualifiées. Par contre les souscripteurs ne peuvent pas revendre leurs titres avant un an et la sollicitation est interdite.

Enfin, l'attention particulière portée par la SEC aux PME se reflète aussi dans son organisation : le régulateur boursier a créé un département dédié aux « Small Businesses »²³ et a aussi mis en place une page web entièrement centrée sur les documents et procédures à suivre dans le cadre d'une cotation. La SEC tient un forum annuel sur ce sujet et produit un rapport dans lequel sont annexées les principales propositions des associations professionnelles.

²³ <http://www.sec.gov/info/smallbus.shtml>

Italie

Q1/ Quels Organisation et fonctionnement général :

- comment sont organisés et structurés les marchés financiers dans votre pays ?
- quelle est en particulier l'organisation de l'introduction, de la cotation et de la négociation des titres des PME et ETI sur les différents marchés (marchés réglementés, marchés organisés, marchés libres) ? En particulier, y a-t-il des marchés / plateformes spécialisés ou dédiés aux PME et ETI cotées ?

La notion d'ETI n'existe pas en Italie.

Les marchés financiers s'articulent en Italie entre (i) le Marché télématique actionnaire (MTA) dédié à la négociation des sociétés cotées, (ii) le marché télématique des dérivés titrisés (SeDeX) consacré à la négociation des instruments financiers titrisés, (iii) le marché télématique des fonds d'investissements ouverts (ETFplus), le marché télématique des obligations (MOT) pour les obligations et les tires d'Etat, (iv) le marché des instruments financiers dérivés financiers (IDEM) et des instruments financiers dérivés sur énergie électrique (IDEX). Deux marchés, non règlementés, sont spécifiquement dédiés aux PME : l'AIM (Alternative investment market) et le MAC (marché alternatif de capitaux).

- Le marché règlementé MTA

Le MTA (marché télématique actionnaire) est un marché secondaire règlementé télématique d'échange des actions cotées en bourse. Sa segmentation a été revue en juin 2010, suite à la fusion de Borsa Italiana et de London Stock Exchange (LSEG) en 2007 et à l'introduction des indices FTSE. Le MTA se subdivise aujourd'hui en quatre nouveaux segments :

- **Large Cap** (ex Blue Chip), pour les 40 premières sociétés les plus capitalisées et disposant d'un plus grand niveau de liquidité. L'indice de référence est le FTSA MIB. Le listing Large Cap compte 38 sociétés qui représentent une capitalisation totale de 361,5 Md€ au 31 janvier 2011 (soit près de 80% de l'ensemble du MTA). La capitalisation moyenne y est de 9,5 Md€ ;
- **Mid Cap**, pour les 60 sociétés suivantes, sur la base de leur capitalisation et de leur niveau de liquidité. L'indice de référence est le FTSE Italia Mid Cap. Le listing Mid Cap représentent, au 31 janvier 2011, un montant total de capitalisation de 38,8 Md€ (8,6% du MTA), avec une capitalisation moyenne de 953 M€ ;
- **Small Cap** pour les autres sociétés dépassant les critères de liquidité requis (cf. critères en annexe). L'indice de référence est le FTSE Italia Small Cap. Le listing Small Cap est constitué de 137 sociétés, pour un montant total de capitalisation de 33,2 Md€ (7,3% du MTA). La capitalisation moyenne est de 242 M€ ;

- **Micro Cap** pour les petites sociétés à faible capitalisation qui ne répondent pas aux critères de liquidité requis. L'indice de référence est le FTSE Italia Micro Cap. Le listing FTSE Micro Cap compte 19 sociétés, pour une capitalisation totale de 1,9 Md€ (0,4% du MTA). La capitalisation moyenne est de 102 M€, toutefois une société (SOL) représente à elle seule près d'un quart de ce montant, avec une capitalisation de 471 M€.

Le MTA intègre également le segment STAR (qui compte 71 sociétés fin août 2011 représentant une capitalisation totale de 12,9 Md€), lancé en 2001 et subsistant de l'ancien dispositif, qui est dédié aux sociétés de moyenne capitalisation (entre 40 M€ et 1 000 M€) répondant à des critères particuliers de transparence, de gouvernance et de liquidité. L'indice de référence est le FTSE Italia STAR. Le listing STAR est composé de 71 sociétés fin août 2011 représentant une capitalisation totale de 12,9 Md€, avec une capitalisation moyenne de 182 M€. Les sociétés inscrites sur le listing STAR sont également présentes dans l'un des indices précédemment cités.

L'admission à cotation est liée à l'approbation préalable des prospectus d'émission de titres par l'autorité italienne garante des marchés financiers (CONSOB). Borsa Italiana décide ensuite de l'admission à cotation. Le groupe FTSE est chargé de la subdivision par classe de capitalisation et de liquidité (cf. critères en annexe) tandis que Borsa Italiana assure l'assignation des instruments financiers au segment STAR.

Le MTA compte au total 261 sociétés au 31 août 2011, avec une capitalisation totale de 350,8 Md€, représentant 21,9% du PIB italien fin août 2011²⁴. Selon la banque d'Italie, la capitalisation des sociétés non financières représente 19% du PIB. Le volume total des échanges y a atteint 746 Md€ en 2010, avec une moyenne quotidienne de 2,9 Md€, pour un nombre total d'actions dépassant 261 milliards.

- Les marchés non réglementés spécifiquement dédiés aux PME : AIM Italia et MAC

L'**AIM** (*alternative investment market*), marché non réglementé mais régulé, est un MTF (système multilatéral de négociation), géré par LSEG, qui s'adresse spécifiquement aux PME à haut potentiel de croissance. Il est décliné en Italie en décembre 2008 sous le nom d'AIM Italia.

Les règles d'admission à l'AIM sont plus simples que pour l'accès au MAT : pas de limite minimale de capitalisation, flottant minimum de 10% (contre au moins 25% pour le MTA), pas d'obligation de publication des prospectus d'émission (sauf en cas d'offre publique) et des comptes rendus trimestriels de gestion, admission dix jours après la présentation de la communication de pré-admission. La présence d'un conseiller désigné (*Nomad : Nominated Adviser*), agréé par Borsa Italiana et garant de la société vis-à-vis du marché, est toutefois imposée. Le *Nomad* est chargé de l'évaluation de la société en vue de son admission et de son accompagnement pendant toute la durée de sa présence sur le marché.

En dépit de ses mesures, le listing AIM Italia ne compte, au 31 août 2011, que douze PME cotées qui représentent un montant total de capitalisation de 344 M€. La capitalisation

²⁴ Source : bulletin statistique mensuel de Borsa Italiana

moyenne y est de 31,3 M€. Le volume total des échanges est de 52 M€ en 2010 avec une moyenne quotidienne inférieure à 51 000 €, pour un total d'actions de près de 25 millions.

Le MAC (marché alternatif de capitaux) est un marché non réglementé d'échanges organisés, créé en 2007 et géré par Borsa Italiana. Il est réservé aux investisseurs institutionnels et à la négociation des seules actions ordinaires. Le listing MAC ne compte que onze sociétés au 31 août 2011, représentant un total de capitalisation de 273 M€ et une capitalisation moyenne de 25 M€. Le volume total des échanges a atteint 2,5 M€ en 2010 pour 477 000 actions.

- l'accès des PME et ETI aux marchés est-il un enjeu important pour les différents opérateurs de marché, notamment en termes de budget, résultat et *business plan* (notamment moyens humains, proximité géographique, marketing et conseil) et en comparaison avec leur stratégie pour les capitalisations plus importantes ?

Les PME représentent un vecteur important de développement des marchés financiers italiens : les entreprises de plus de 250 salariés ne représentent que 0,08% des entreprises italiennes en 2009²⁵. C'est l'une des raisons qui explique l'attention particulière que leur portent l'autorité italienne de supervision des marchés financiers (Consob) et la société de gestion de la place financière milanaise (Borsa Italiana).

Lors de son audition par la commission des finances de la chambre des députés le 28 avril 2011, l'administrateur délégué de la société de gestion de la place financière milanaise (Borsa Italiana) a rappelé que la plus grande contribution à la croissance du nombre de sociétés cotées venait des PME. Près de 189 PME (d'une capitalisation inférieure à 1 Md€) ont trouvé en bourse des financements à leurs projets. Les PME de moindre dimension (capitalisation inférieure à 100 M€), ont été à l'origine de 64 introductions en bourse et ont collecté par ce biais 1,1 Md€.

Borsa Italiana note toutefois une carence d'investisseurs institutionnels – les investisseurs institutionnels (étrangers et domestiques) ne détiennent que 28% de la capitalisation totale du marché italien contre 81% au Royaume Uni et 65% dans l'Union Européenne²⁶ - et, en particulier, de fonds spécialisé dans l'investissement dans les PME italiennes. Alors qu'ils étaient neuf en 2009, ces fonds ne sont plus que sept en 2010, disposant de 180 M€ de capital.

La société a également souligné le peu d'attrait des PME pour les investisseurs potentiels qui se dirigent plutôt vers des sociétés d'une taille plus importante et possédant une marque attractive. Par ailleurs, s'agissant des entreprises de moins de 10 salariés (95% des entreprises italiennes²), l'administrateur délégué de Borsa Italiana a estimé que leur taille ne leur permettait pas d'accéder aux marchés.

²⁵ Source : institut italien de statistique (ISTAT)

²⁶ Source : rapport d'audition de l'ABI par la commission des finances de la Chambre des députés italiens le 12 janvier 2011

Répartition des sociétés cotées par capitalisation (en février 2011)

Capitalisation (M€)	Nombre de sociétés cotées	Part sur le nombre total de sociétés (%)	Part sur le montant total de capitalisation
< 50	84	28,9	0,4
50 – 300	103	35,4	2,9
300 – 2 000	70	24,1	13,6
2 000 – 10 000	22	7,6	20,0
> 2 000	12	4,1	63,1
Total	291	100	100

Source : CONSOB

- quelle est la tarification de l'introduction et de la cotation pour les PME et ETI et comment se compare-t-elle avec celle pour les capitalisations plus importantes ?

Selon l'autorité italienne de supervision des marchés financiers (CONSOB), le coût de cotation déclaré par les sociétés ayant une capitalisation inférieure à 500 M€ est de 4,4 M€ en moyenne et représente 7,5% du capital collecté. Pour les sociétés ayant une capitalisation inférieure à 100 M€, il atteint 1,96 M€, représentant 9% de la collecte et 3% de la capitalisation au moment de la cotation. A ces coûts s'ajoutent les frais de publication dans les quotidiens, évalués par Borsa Italiana entre 1 M€ et 1,5 M€ pour deux mois consécutifs. Le coût de cotation sur l'AIM est d'environ 7 000 € environ.

L'association des banques italiennes (ABI) évalue, pour sa part, les coûts totaux de cotation entre 800 000 € et 900 000 € pour l'accès au marché MTA (de 2% à 3% du montant collecté) et entre 200 000 € à 300 000 € pour l'accès au marché spécialisé PME, AIM (entre 5% et 6% du montant collecté).

Q2/ Données concernant le financement des PME et ETI sur les années 2010 et 2011 et en perspective sur plusieurs années (1990-2011) :

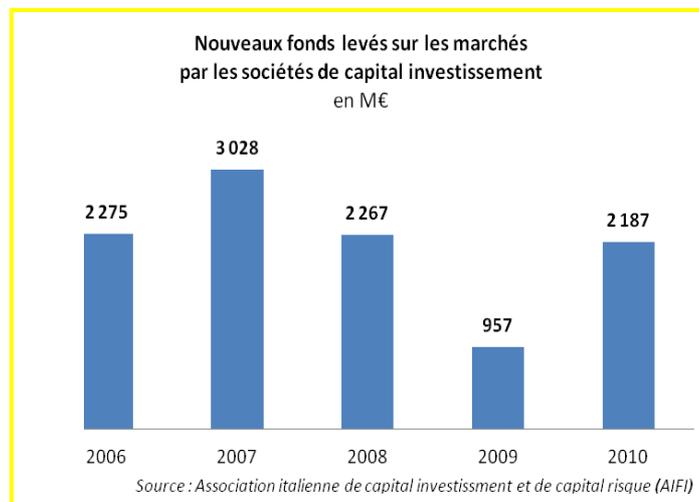
- données sur les capitaux levés et nombre d'opérations (marché primaire, augmentation de capital, introductions) sur les marchés financiers ;

En 2010, les capitaux levés sur le marché AIM Italia atteignent 20,6 M€ (représentant 0,30% des flux d'investissements totaux) par l'intermédiaire de 5 opérations. L'essentiel de la collecte provient d'opérations d'augmentation de capital (20,3 M€), le restant concernant la collecte de titres (0,4 M€). Le montant des capitaux collectés, depuis le début de l'année 2011, atteint 53 M€ fin août (0,43% du total des flux), uniquement par l'intermédiaire de 2 opérations d'augmentation de capital.

Sur le MAC, le total des capitaux levés atteint 6,4 M€ en 2010 pour 2 opérations, dont 6 M€ proviennent de la collecte titres et 0,4 M€ d'augmentation de capital. En 2011, seuls 1 M€ ont été levés avant fin août par l'intermédiaire de 3 opérations d'augmentation de capital.

- comparaison avec les fonds levés par le capital investissement et par le crédit ;

- Fonds levés sur les marchés par les sociétés de capital investissement



- Le crédit aux entreprises

Les entreprises italiennes sont fortement dépendantes du crédit bancaire.

Selon la Banque d'Italie, les financements bancaires représentent 67% des dettes financières des entreprises italiennes en 2010. La part des obligations dans les dettes financières des entreprises italiennes n'est que de 8%, contre 24% au Royaume Uni et 44% aux Etats-Unis. Pour les sociétés cotées, elle atteint 40%.

Evolution du crédit aux entreprises sur la période 1998 – juillet 2011 (en M€)

juil 2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
900,1	868,7	849,0	869,4	814,5	719,8	640,2	609,4	582,9	541,0	515,2	481,1	424,1	399,8

Elaboration SER sur la base des statistiques de la Banque d'Italie

- **comparaison des résultats (croissance, volatilité, rentabilité...) des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées ;**

- **comparaison des résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées ;**

- **y a-t-il un marché obligataire développé pour les PME (données et montants par émetteurs – en moyenne -, pour le marché primaire, pour le marché secondaire) ? y a-t-il des émissions d'obligations groupées ?**

Q3/ Action publique et des acteurs de place (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, entreprises de marché, régulateur, banque centrale, banques publiques) et ressenti :

- y a-t-il des dispositifs particuliers (législatifs, réglementaires, fiscaux, financement, communication) mis en place pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers ?

- Accord entre l'association bancaire italienne (ABI) et Borsa Italiana pour le financement des PME nouvellement cotées

L'ABI et Borsa Italiana ont signé, en janvier 2010, un accord cadre pour promouvoir la cotation comme instrument de croissance et de compétitivité des entreprises, développer l'activité des intermédiaires italiens qui opèrent sur le marché obligataire et faire croître l'industrie des investisseurs institutionnels en titres obligataires.

Dans le cadre de l'accord cadre de janvier 2010, l'ABI et Borsa Italiana ont signé, le 23 juin 2011, un accord pour la concession par les banques signataires de l'accord de lignes de crédit pour les entreprises néo-cotées. L'accord prévoit une dotation de 1 Md€ sur trois ans. Les banques parties prenantes de l'accord pourront mettre à disposition des entreprises admises sur les marchés gérés par Borsa Italiana, une ligne de crédit dont le montant sera calculé par l'application d'un multiple (de 1 à 2) de la part de capital collectée par l'entreprise sous forme d'offre publique de souscription.

- l'accès des PME et ETI cotées aux marchés financiers apparaît-il comme un sujet d'actualité ?

L'annonce de la fusion entre LSEG et TMX, projet abandonné depuis, avait relancé, en Italie, le débat sur la compétitivité de la Bourse de Milan. Du fait la particularité du tissu entrepreneurial italien, le potentiel de croissance de la place financière italienne se trouve dans les PME. Borsa Italiana estime ainsi qu'une centaine de sociétés et une cinquantaine d'investisseurs potentiels (italiens et étrangers) pourraient être intéressés.

Pour rendre les marchés plus attractifs à ces entreprises, la Consob a lancé au début de l'année 2011 une série de rencontres avec les opérateurs des marchés et Borsa Italiana a mis en place, en octobre 2010, un Advisory Board qui réunit les différents représentants du marché (entreprises, banques, intermédiaires financiers) sous la présidence du représentant des petites entreprises de Confindustria. Plusieurs pistes avaient été évoquées :

- la fusion des marchés AIM Italia et MAC, facilitée par l'acquisition de 94,6% de la société de gestion du MAC (ProMac) par Borsa Italiana en septembre 2010 ;
- un rôle plus important du fonds d'investissement pour les PME, créé par le gouvernement en 2010, pour permettre aux entreprises d'effectuer un saut dimensionnel leur permettant d'affronter les marchés ;
- un dispositif fiscal favorisant la patrimonialisation et la cotation des PME ;

- une révision du système de responsabilités des opérateurs spécialisés.

A l'occasion de la communication du rapport annuel de la Consob, le président de la Consob, a présenté, le 9 mai 2011, ses orientations et propositions pour relancer le marché financier italien, parmi lesquelles :

- une simplification de la réglementation relative aux prospectus d'information, aux coûts de cotation en les adaptant à la taille des émetteurs, au dispositif de sanctions pour le rendre mieux proportionné à la gravité des fautes ;
 - la création de nouvelles plateformes réservées aux investisseurs professionnels, non assujetties à une application intégrale de la réglementation communautaire relative aux marchés accessibles aux petits épargnants ;
 - la mise en place d'un dispositif d'incitations fiscales pour les investisseurs potentiels ;
 - une nouvelle segmentation des marchés réglementés entre un « marché de base », destiné aux entreprises qui satisfont aux exigences minimales de la réglementation communautaire, et un marché « à exigence élevée », pour les sociétés qui s'engagent à respecter des règles plus contraignantes.
- les PME et ETI cotées sont-elles organisées (association représentative...) et sont-elles présentes dans les débats publics ? Quels sont leur ressenti et leurs attentes vis-à-vis de la cotation ?**
- quels sont le ressenti et les attentes des investisseurs et des intermédiaires financiers vis-à-vis de la cotation des PME et ETI ?**

Royaume Uni

Q1/ Quels organisation et fonctionnement général :

- comment sont organisés et structurés les marchés financiers dans votre pays ?
- quelle est en particulier l'organisation de l'introduction, de la cotation et de la négociation des titres des PME et ETI sur les différents marchés (marchés réglementés, marchés organisés, marchés libres) ? En particulier, y a-t-il des marchés / plateformes spécialisés ou dédiés aux PME et ETI cotées ?

Il existe au Royaume-Uni deux marchés dédiés aux PME. L'AIM, qui dépend du London Stock Exchange (LSE) et Plus Markets, marché plus récent et de plus petite taille.

L'Alternative Investment Market (AIM) demeure une référence parmi les marchés de croissance grâce à sa large base de sociétés cotées et d'investisseurs (*cf* tableau 1 pour un historique). S'il a souffert de la crise (1178 sociétés cotées en février 2011 soit -25% par rapport à 2006), l'AIM présente la particularité d'avoir survécu à la fois à la bulle internet et à la crise financière actuelle (7 Mds£ levés en 2010, certes en retrait par rapport au sommet historique de 16,2 Mds£ en 2007). Alors que l'introduction de sociétés étrangères a été l'un des moteurs de la croissance de l'AIM, son avenir dépend largement de l'environnement réglementaire, le marché ayant prospéré grâce à une régulation *light touch* que la crise a commencé à remettre en question. L'AIM a en effet choisi en 2004 de ne plus être un marché réglementé (*recognised investment exchange*) au sens du droit communautaire, afin d'éviter l'application de la directive prospectus.

Plus Markets est un marché réglementé depuis 2007 qui compte environ 200 sociétés, dont la capitalisation boursière est généralement inférieure à 50 M£. Les fonds de private equity se servent de ce marché comme moyen de dénouer leurs transactions, en y cédant leurs participations. Depuis septembre 2009, Plus Markets a l'autorisation de servir de plateforme d'échanges pour les actions cotées à l'AIM ; environ un tiers des volumes échangés sur celles-ci passent par Plus Markets. Par ailleurs, Plus Markets a tendance à davantage attirer les sociétés cotées à l'AIM aux dépens de ce dernier que celles qui ne sont pas cotées.

- l'accès des PME et ETI aux marchés est-il un enjeu important pour les différents opérateurs de marché, notamment en termes de budget, résultat et *business plan* (moyens humains, proximité géographique, marketing et conseil) et en comparaison avec leur stratégie pour les capitalisations plus importantes ?

S'agissant des titres cotés

Au sein du groupe London Stock Exchange, l'AIM souffre de son positionnement de « marché junior » et n'apparaît pas comme faisant partie du *core business* du LSE, notamment parce que ses profits sont faibles comparés à ceux du compartiment principal. A

ce titre, son développement n'apparaît pas comme une priorité aussi essentielle pour la direction du groupe que celui de la cote principale.

S'agissant des titres non cotés

Il existe des « **mini bonds** », des obligations émises directement auprès des particuliers et qui ne sont pas cotées. Celles-ci offrent généralement des coupons attractifs (plus de 6%) mais sont plus risquées et ne peuvent être incluses dans des enveloppes défiscalisées (Individual Savings Account (ISA), plan de pension individuel). En contrepartie de taux relativement élevés servis aux détenteurs d'obligations, les émetteurs retirent un certain nombre d'avantages de ces mini bonds :

- ils ne sont pas cotés sur un marché secondaire, permettant ainsi des frais juridiques et de conseil réduits (environ 100 000£ par émission en moyenne) ;
- le processus d'émission est relativement court (environ deux mois) ;
- ces émissions permettent aux entreprises de diversifier leurs sources de financement (notamment en s'affranchissant de la dette bancaire) ;
- les maturités auxquelles les petits porteurs sont prêts à prêter (10 à 15 ans) sont plus longues que celles des banques ;
- ces émissions renforcent les liens entre l'entreprise et sa base de clients en améliorent la fidélité des consommateurs²⁷.

Si ce produit est ouvert à toutes les entreprises, seules certaines d'entre elles sont susceptibles d'émettre des mini bonds. **Les conditions d'une émission réussie sont la notoriété auprès du grand public et une base de données existante de clients.** John Lewis, la chaîne de grands magasins, qui a émis pour 50 M£ d'obligations en avril 2011, constitue l'archétype de ce type d'émetteur (*cf* tableau 2 pour une liste de transactions). Ce produit semble susciter un intérêt croissant auprès du grand public, dans un contexte de taux bas et de recherche de rendement, notamment auprès d'une population vieillissante. L'association de logement Places for People a ainsi levé 140 M£ en juin 2011, là où son objectif était de 50 M£, un montant non négligeable au regard des marchés de capitaux traditionnels où une transaction entre 500 M£ et 1 Md£ est jugée de bonne taille.

- quelle est la tarification de l'introduction et de la cotation pour les PME et ETI et comment se compare-t-elle avec celle pour les capitalisations plus importantes ?

La souscription annuelle à l'AIM coûte 5 350£. Les sociétés cotées doivent en outre verser des honoraires aux *Nomads* (*nominated advisors* chargés de l'introduction en bourse et de faire l'interface entre la société et l'AIM) qui s'élèvent entre 40.000£ et 100.000£ par an, auxquels s'ajoutent divers frais de conseils externes ; au total, **l'appartenance à l'AIM revient en moyenne à 250.000£ par an, soit 7% des fonds levés en bourse**, un montant à légèrement supérieur à celui de Plus Markets (200.000£)²⁸. Une table servant à calculer les frais liés à la cotation à l'AIM se trouve en annexe (*cf* tableau 3).

²⁷ Les souscripteurs des obligations John Lewis reçoivent (en plus des coupons) des bons d'achat, ceux de King of Shaves des rasoirs et d'Hotel Chocolat des boîtes de chocolat.

²⁸ http://www.businesslink.gov.uk/Finance_files/HGIB2009.pdf

Q2/ Données concernant le financement des PME et ETI sur les années 2010 et 2011 et en perspective sur plusieurs années (1990-2011) :

- données sur les capitaux levés et nombre d'opérations (marché primaire, augmentation de capital, introductions) sur les marchés financiers ;

Depuis son lancement en 1995, l'AIM a permis à **3100 sociétés de lever 67 Mds£** pour financer leur croissance (*cf* tableau 4 en annexe pour les chiffres clés de l'AIM ; ceux-ci datent de mai 2010 et peuvent différer de ceux donnés ici). Le nombre de sociétés cotées a considérablement varié ces dernières années, au fil des cycles économiques, faisant plus que doubler entre 2003 (754 sociétés) et 2006 (1634), avant de retomber à 1194 fin 2010 puis 1178 en février 2011 (*cf* graphique 1).

L'AIM est le deuxième marché au monde de ce type par les volumes traités, derrière le Kosdaq coréen. La valeur totale des actions échangées en 2010 a atteint 32,7 Mds£ (environ 38,5 Mds€). A titre de comparaison, ce chiffre atteignait seulement 1,64 Md€ pour Alternext.

L'introduction de **sociétés étrangères a été l'un des moteurs de la croissance de l'AIM**. 20% des sociétés ont ainsi leur siège social à l'étranger. Leur nombre est passé de 50 en décembre 2002 à 347 en décembre 2007, tombant à 225 en février 2011. Le rayonnement de l'AIM se fait largement auprès des partenaires historiques du Royaume-Uni (l'Amérique du Nord, Irlande, Australie, Afrique du Sud), l'Europe étant sous-représentée.

Malgré la crise, **7 Mds£ ont été levés en 2010** (*cf* graphique 2), certes loin du sommet historique de 16,2 Mds£ atteint en 2007. La valeur de marché combinée des sociétés cotées à l'AIM est de 83 Mds£ (février 2011), après une chute à 37 Mds£ en 2008. D'un point de vue sectoriel, les sociétés présentes dans les **matières premières** (pétrole et gaz, sociétés minières) sont fortement représentées (*cf* graphique 3). Le secteur mines/exploration représente à lui seul 22 des 50 plus grandes capitalisations. Les sociétés présentes sur l'AIM sont généralement de plus petite taille que sur les compartiments juniors d'Euronext et du Nasdaq.

L'AIM continue de perdre (en net) des entreprises. 70 entreprises ont quitté la cote au premier semestre 2011 pour seulement 38 entreprises l'ayant rejointe. Les principales raisons invoquées par les entreprises se retirant de l'AIM sont, par ordre d'importance, une opération de fusion-acquisition, des difficultés financières et l'admission au compartiment principal du LSE.

Au deuxième trimestre 2011, 42 sociétés se sont retirées de la cote (28 sur la même période de 2010) et 16 l'ont rejointe (contre 13). La moyenne des montants levés par ces 16 introductions en bourse est en chute de 70%, à 3,6 M£ (contre 12 M£). Le marché primaire de l'AIM a néanmoins connu une forte hausse des émissions en juillet 2011 pour atteindre un montant mensuel de 157 M£, soit le double du montant émis en juillet 2010 (*cf* tableau T). Ce montant a dépassé celui du marché secondaire. Pour ce dernier, les émissions de juillet se sont élevées à 146 M£, soit 50 M£ en moins que l'année dernière (*cf* tableau 6).

Enfin, le montant total levé (marchés primaire et secondaire) en août 2011 était de 161,1 M£, le chiffre mensuel le plus bas depuis mars 2009.

- comparaison avec les fonds levés par le capital investissement et par le crédit

Un marché comme l'AIM subit la concurrence non seulement des fonds de private equity, mais aussi des financements bancaires, généralement moins coûteux pour les entreprises

suffisamment bien capitalisées. Or le système fiscal britannique, comme d'autres en Europe, favorise la dette aux dépens des capitaux propres grâce à la déductibilité fiscale des intérêts.

On constate depuis 2007 une **baisse marquée du nombre de sociétés** cotées à l'AIM, suggérant, au-delà de la crise financière, que le marché **ne répond qu'imparfaitement aux besoins des sociétés qu'il vise**. Par ailleurs, la part des sociétés quittant l'AIM pour être cotées sur le compartiment principal du LSE est faible : en 2009, ce transfert de cote a concerné seulement 9 sociétés sur 293 ayant quitté l'AIM. Si le coût du financement par endettement bancaire venait à augmenter significativement du fait de la mise en œuvre des règles de Bâle III, la cotation pourrait toutefois redevenir plus attractive, toutes choses égales par ailleurs.

En matière d'accès au crédit des PME, les demandes de prêts ont diminué du fait notamment de l'érosion de la confiance des entreprises envers les banques²⁹. En effet, une étude récente indique que **28% des demandes de prêts d'entreprises ont été rejetées en 2010**³⁰. Un autre facteur est la **morosité de la conjoncture**, qui encourage les entreprises à reconstituer leur trésorerie plutôt que de se lancer dans des projets d'investissements et les conduit donc à moins faire appel aux financements bancaires.

Face à la perception d'un manque de bonne volonté des banques pour accorder des crédits aux PME, le gouvernement a trouvé en février dernier un accord avec les banques (« **projet Merlin** »), visant à améliorer l'accès au financement bancaire des PME. Cet accord, qui implique les quatre principales banques commerciales britanniques Barclays, RBS, Lloyds et HSBC, ainsi la filiale britannique de Santander, les engage notamment à **augmenter leurs prêts aux PME de 15% par rapport à 2010, pour atteindre 76 Mds£**. En août 2011, les banques étaient sur la bonne voie pour remplir leur objectif annuel, faisant état d'un montant total de prêts accordés aux PME de **37 Mds£** (par rapport à l'objectif intermédiaire de 38 Mds£ sur six mois).

En comparaison des financements bancaires, **les montants investis par les fonds de capital-investissement au Royaume-Uni sont faibles** : 2,96 Mds£ en 2009 après 8,56 Mds£ en 2008 et 11,97 Mds£ en 2007³¹.

- comparaison des résultats (croissance, volatilité, rentabilité...) des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées ;

Il existe environ **2 000 PME et ETI cotées, qui représentent 85% du nombre total d'entreprises cotées**. Ces entreprises emploient 1 million de personnes, paient chaque année également 560 M£ d'impôt sur les sociétés et génèrent 3 Mds£ d'impôt sur le revenu.

Une comparaison des performances des indices FTSE Small Cap et FTSE All-Shares sur les cinq dernières années montre une sous-performance des PME/ETI cotées (cf graphique 4).

- comparaison des résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées ;

Il n'existe pas à notre connaissance d'étude statistique permettant de répondre à cette question.

²⁹ Alors qu'en 2010 70% des PME qui cherchaient à renouveler leurs emprunts estimaient que leur demande serait satisfaite, seulement 40% d'entre elles étaient aussi confiantes cette année.

³⁰ Etude du Business Monitor de juillet 2011 pour le BIS.

³¹ Source : BVCA, http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Performance_Measurement_Survey_Summary_2009.pdf p6

- y a-t-il un marché obligataire développé pour les PME (données et montants par émetteurs – en moyenne -, pour le marché primaire, pour le marché secondaire) ? y a-t-il des émissions d'obligations groupées ?

S'agissant du marché obligataire, le segment des PME est depuis longtemps délaissé par les grandes banques d'investissement, qui le jugent non rentable. Le LSE a néanmoins lancé en 2010 le service **Order Book for Retail Bonds**, un marché d'obligations à destination de la clientèle particulière³² et se prépare à lancer **MTS Credit**, qui permettra la cotation de 2400 obligations d'entreprises européennes. Cependant, les obligations émises par les PME sont largement absente de ces marchés. L'un des obstacles qui demeurent à une plus grande diffusion des obligations « midcap » est leur **absence de notation** en raison du désintérêt des agences de notation, qui jugent là aussi ce segment non rentable. Cependant, des commentateurs et des sites internet tentent de vulgariser cette classe d'actifs auprès du grand public³³.

Q3/ Action publique et des acteurs de place (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, entreprises de marché, régulateur, banque centrale, banques publiques) et ressenti :

- y a-t-il des dispositifs particuliers (législatifs, réglementaires, fiscaux, financement, communication) mis en place pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers ?

L'accès au capital-risque pour les entreprises innovantes est depuis longtemps un sujet de préoccupation des pouvoirs publics britanniques. Ceux-ci ont entrepris de soutenir l'accès au capital des entreprises en croissance de diverses manières (cf tableau 5) :

- a) investissements de l'Etat dans des fonds de capital risque, investissements des agences de développement régional et d'autres organismes gouvernementaux ;
 - b) Lancement de fonds avec le soutien des banques
 - c) dispositifs fiscaux (Enterprise Investment Scheme et Venture Capital Trusts) ;
 - d) promotion de l'accès des entreprises aux financements et de l'activité des investisseurs.
- a) Investissements des pouvoirs publics dans des fonds de capital-risque

³² Selon les règles communautaires, les obligations à destination de la clientèle particulière ne doivent pas excéder 1000£ de valeur faciale. En pratique, elles se montent généralement à 100£.

³³ Voir notamment les commentaires de Mark Glowrey sur <http://www.fixedincomeinvestor.co.uk>.

Selon un rapport du National Audit Office (équivalent britannique de la Cour des Comptes) de décembre 2009³⁴, le Ministère en charge des questions économiques (Department for Business, Innovation and Skills – BIS) a investi, depuis 2000, 337,9 M£ dans 7 fonds de capital-risque destinés à soutenir les PME. Ces investissements ont été réalisés aux côtés du secteur privé qui a investi 438,2 M£ dans ces mêmes entreprises, lesquelles ont ainsi bénéficié en cumulé de 776,1 M£ de financements. Ces fonds sont administrés par des gérants privés, distincts du BIS, et peuvent être classés selon la typologie suivante :

- investissement direct (Regional Venture Capital Funds, Enterprise Capital Funds, Bridges Funds) ;
- modèle de co-investissement (Early Growth Funds, Aspire Fund, Capital for Enterprise Fund (partiellement)): le BIS investit aux côtés de partenaires privés, ces derniers étant soumis à l'approbation du gestionnaire de fonds en fonction de leur historique de performance (*track record*) et de la *due diligence* réalisée sur l'entreprise cible ;
- fonds de fonds (UK High Technology Fund, Capital for Enterprise Fund (partiellement)) : le BIS investit dans des fonds eux-mêmes investis dans le capital-risque, ce qui permet une diversification des investissements.

b) Lancement de fonds avec le soutien des banques

Le gouvernement de coalition a lancé une série d'initiatives en vue de stimuler les investissements dans les entreprises et les énergies vertes. Ces dispositifs concernent les PME, à des degrés divers :

Big Society Bank (financement par endettement)

- Objectif : accorder des prêts à des conditions commerciales classiques à des entreprises « sociales » (allant d'une PME employant des travailleurs handicapés à une grande entreprise d'esprit mutualiste comme le John Lewis Partnership)
- Financement : au maximum 300 M£ la première année, dont 200 M£ provenant des banques (Big 4) et 60 à 100 M£ venant des fonds dormants (sur les 400 M£ de fonds dormants estimés dans le système bancaire)
- Conditions de mise en place :
 - o accord des 4 banques sur la structure et le business plan de la Big Society Bank
 - o autorisation de la Commission européenne pour utiliser les fonds dormants (aides d'Etat)
- Calendrier : la Big Society Bank a été installée le 29 juillet 2011³⁵.

Business Growth Fund (financement par apport en capitaux propres)

- Objectif : prendre des parts au capital de petites entreprises (CA entre 10 M£ et 100 M£) en croissance sur des bases commerciales (taux de rendement visé de 15%). Le Business Growth Fund se veut comme un "3i d'aujourd'hui"
 - o Prises de participation comprises entre 2 M£ et 10 M£ et entre 10% et 50% du capital
 - o Conseil en management (approche *venture capital*)

³⁴ *Venture capital support to small businesses*, National Audit Service : http://www.nao.org.uk/publications/0910/venture_capital_support_to_sme.aspx

³⁵ <http://www.cabinetoffice.gov.uk/news/big-society-bank-launched>

- Le fonds vise les entreprises « régionales » (excluant Londres et le Sud-Est). A ce titre, il pourra mettre en œuvre les engagements (non chiffrés) des banques en faveur du Regional Growth Fund.
- Financement : 2,5 Mds£ (dont 1 Md£ promis dans le cadre de l'accord Merlin) provenant des banques (Big 4). Les financements seront débloqués par les banques progressivement, en fonction des investissements réalisés par le fonds
- Calendrier : premiers investissements en avril 2011.

Regional Growth Fund (financement par apport en capitaux propres et endettement)

- Objectif : financer des projets privés dans les régions défavorisées, qui dépendent excessivement de l'aide publique, afin de créer des emplois et de stimuler la croissance sur le long terme
- Financement : 1,42 Md£ sur le budget du BIS (580 M£ pour des investissements en capital et 840 M£ en dette (*resource funding*))
- Calendrier : le fonds aura une durée de vie de 3 ans, entre 2011 et 2014.

Green Investment Bank

- Objectif : cofinancement à long terme d'infrastructures dans le respect de l'environnement, notamment de projets d'énergie propre, le nucléaire n'étant pas exclu a priori
- Financement : une dotation publique de 1 Md£, dont le versement est prévu en 2013/2014, cette somme pouvant être doublée par l'affectation de produits de cessions. La question de la possibilité de s'endetter n'est pas arbitrée actuellement
- Calendrier : installation définitive prévue en 2012.

c) Dispositifs fiscaux (Enterprise Investment Scheme et Venture Capital Trusts)

Le gouvernement reconnaît que l'industrie « formelle » (fonds spécialisés, investisseurs institutionnels) du capital-risque joue un rôle modeste, voire anecdotique, dans le soutien des start-ups et qu'il importe d'encourager le capital-risque « informel » (grandes fortunes, *business angels*) qui est le principal soutien des jeunes entreprises.

Pour mettre sur un pied d'égalité d'un côté le capital-risque professionnel qui bénéficie d'une quasi exemption fiscale (fonds de pension) ou qui investit via des véhicules fiscalement transparents qui font supporter les taxes aux sociétés financées, de l'autre le capital-risque informel, des dispositifs fiscaux ont été mis en place pour inciter tout particulièrement les particuliers à investir dans ces sociétés. Ces dispositifs sont l'Enterprise Investment Scheme (EIS) et les Venture Capital Trusts (VCT).

Une réforme des VCT et EIS est en cours, qui entrera en vigueur en avril 2012. Voir la réponse à la question suivante pour davantage de détails.

i) Le régime des Venture Capital Trusts (VCT)

Le régime des *Venture Capital Trusts* a été créé en 1995 pour encourager les particuliers à investir indirectement dans des sociétés en croissance, à travers un portefeuille diversifié de sociétés cotées en bourse. Chaque fonds peut investir au maximum 1 M£ par an dans chaque société et 70% au moins des investissements doivent être effectués dans des sociétés répondant à certains critères : (i) taille : les actifs de l'entreprise ne doivent pas dépasser 7 M£ avant la levée de fonds, 8 M£ post levée de fonds ; (ii) secteur : tout secteur sauf l'immobilier et le secteur financier.

Les investisseurs bénéficient d'une réduction d'impôt sur le revenu à hauteur de 30 % du montant souscrit pour les titres émis à compter de l'année fiscale 2006/07. Cette réduction peut être imputée sur l'impôt sur le revenu dû par l'investisseur, quel que soit le taux marginal d'imposition auquel il est soumis, dans la limite d'un plafond de souscription fixé à 200.000 £ par an. De plus, les dividendes attribués au titre des parts détenues dans le *Venture Capital Trust* sont exonérés d'impôt sur le revenu. Enfin, l'investisseur est exonéré d'impôt au titre des plus-values qu'il réalise lors de la cession des parts détenues dans le trust.

L'exonération des dividendes et celle des plus-values de cession sont accordées dans la limite de 200.000 £ d'acquisitions par an.

A la mi 2010, les VCT avaient levé, en 15 ans d'existence, 3,5 Mds£ investis dans 1.500 entreprises (source : HMRC).

ii) Le régime de l'Enterprise Investment Scheme (EIS)

Le régime de l'*Enterprise Investment Scheme*, mis en place en 1994, a pour objet de favoriser l'apport de capitaux par des personnes physiques à des entreprises commerciales, petites ou moyennes, auxquelles est attaché un risque de défaillance plus élevé que les sociétés cotées. A la différence des VCT, l'investissement se fait directement dans une entreprise et non par l'entremise d'un fonds. Les critères d'éligibilité des sociétés sont les mêmes que pour les VCT.

Une réduction d'impôt sur le revenu bénéficie aux personnes physiques qui souscrivent des parts dans une société éligible au dispositif. L'investissement dans la société doit être au minimum de 500 £ au titre de chaque année d'imposition. La réduction d'impôt est égale à 20% du prix d'acquisition des titres et vient en déduction de l'impôt dû par l'investisseur au titre de l'année fiscale au cours de laquelle l'investissement a été effectué. Le montant maximum de l'investissement réalisable est de 500 000 £, soit une réduction maximale de 100 000 £ par an si l'impôt dû est au moins égal à ce montant.

En outre, les plus-values sont exonérées d'impôt si le contribuable a bénéficié d'une réduction d'impôt au titre de la souscription de titres et que ces titres sont revendus après avoir été détenus pendant une période en général de 3 ans.

A la mi 2010, les EIS avaient levé, en plus de 15 ans d'existence, 6,3 Mds£ investis dans 14.500 entreprises (source : HMRC).

d) Promotion de l'accès des entreprises aux financements et de l'activité des investisseurs

Il s'agit d'améliorer les relations entre demandeurs et détenteurs de liquidités.

Créée en 2004 avec le soutien du gouvernement, la British Business Angels Association (BBAA) est une association professionnelle qui représente une centaine de membres, dont la majorité des *business angels* du pays ainsi que des cabinets d'audit et d'avocats, des banques, les Agences de développement régional, des universités et des décideurs politiques. Elle met à la disposition sur son site internet des ressources sur le capital risque.

- l'accès des PME et ETI cotées aux marchés financiers apparaît-il comme un sujet d'actualité ?

En juin dernier, le ministre de l'économie (*Business Secretary*), Vince Cable, a confié la rédaction d'un rapport sur les marchés financiers britanniques à l'économiste John Kay

(*Review into the UK equity markets, «the Kay review »*)³⁶. Le rapport devrait être publié en 2012 et aborder les thèmes de la gouvernance d'entreprise, des engagements entre entreprises et investisseurs et du rôle de la structure actuelle des marchés financiers britanniques dans la promotion d'un horizon décisionnel de long terme.

Par ailleurs, **une réforme des dispositifs EIS et VCT** mentionnés *supra* est actuellement en cours. A la suite de ses propositions formulées dans le budget 2011 (présenté le 23 mars), le gouvernement a en effet publié une consultation (ouverte jusqu'au 28 septembre) modifiant les dispositifs d'incitation à l'investissement dans les entreprises en croissance (Enterprise Investment Scheme – EIS et Venture Capital Trusts – VCT). Cinq principales modifications sont proposées :

- augmentation du taux de déduction fiscale pour l'EIS de 20% à 30% à compter d'avril 2011 ;
- relèvement du seuil maximal d'investissement autorisé pour les particuliers de 500.000£ à 1.000.000£ à compter d'avril 2012 ;
- la taille maximum des entreprises éligibles aux dispositifs EIS et VCT est relevée : seuil maximum de 250 salariés (contre 50 auparavant) et actifs de 15 M£ (contre 7 M£ auparavant)
- relèvement du seuil maximal d'investissement autorisé (hors particuliers) pour les entreprises éligibles à l'EIS et au VCT de 2 M£ à 10 M£ ;
- consultation sur l'opportunité de créer un dispositif spécifique pour les start-ups. Le dispositif BASIS serait spécifiquement à destination des business angels et serait dérivé du dispositif EIS. Les propositions sont assez peu précises sur ce point, mais chaque business angel ne pourrait détenir plus de 30% d'une même société.

Assimilables à des aides d'Etat, ces nouvelles dispositions seront soumises à l'approbation de la Commission européenne. Le gouvernement britannique devrait demander cette approbation d'ici la fin de l'année 2011, une fois tous les détails des dispositifs connus.

- les PME et ETI cotées sont-elles organisées (association représentative...) et sont-elles présentes dans les débats publics ? Quels sont leur ressenti et leurs attentes vis-à-vis de la cotation ?

Fondée en 1992, l'association à but non-lucratif *The Quoted Companies Alliance* (QCA) représente les PME et les ETI cotées à l'AIM et PLUS Markets afin de défendre leurs intérêts au Royaume-Uni et en Europe.³⁷

La QCA continue d'œuvrer en faveur d'une réglementation réduite pour la cotation des PME et ETI. Après avoir milité en faveur d'une telle évolution, elle s'est réjouie il y a un an de la décision de la Commission européenne d'alléger les contraintes pesant sur les petites entreprises cotées dans le cadre de la directive Prospectus : l'obligation de produire un prospectus préalable à une introduction en bourse s'applique aux entreprises levant plus de 5 M€ (auparavant ce seuil était de 2,5 M€) auprès de 50 investisseurs au plus (auparavant 100 investisseurs).

³⁶ <http://nds.coi.gov.uk/content/Detail.aspx?ReleaseID=420053&NewsAreaID=2>

³⁷ www.theqca.com/about-us/

Plus récemment, la QCA a proposé d'étendre l'« entrepreneurs relief » pour les investisseurs soutenant les entrepreneurs (conservant leurs actions pendant une durée minimale de trois ans): il s'agirait d'appliquer également le taux réduit d'imposition sur les plus-values aux investisseurs détenant moins de 5% du capital, une condition qui subsiste en l'état actuel.

Enfin, certains commentateurs de presse regrettent que la bourse londonienne soit parfois davantage au service des multinationales étrangères que des petites entreprises britanniques, qui ont parfois du mal à trouver une audience et des investisseurs sur leur propre marché.

- quels sont le ressenti et les attentes des investisseurs et des intermédiaires financiers vis-à-vis de la cotation des PME et ETI ?

Les investisseurs, comme les intermédiaires et les entreprises qui bénéficient de financements, regrettent la pénalisation de la cotation en bourse par rapport à l'emprunt bancaire/obligataire, les apports en capitaux propres ne bénéficiant pas de déductions fiscales et étant imposés plus lourdement que les obligations ou la dette.

Tableau 1 : historique de l'AIM

June 1995	Alternative Investment Market launched, with ten UK companies with an aggregate value of £82 million joining on the first day
February 2001	Introduction of AIM Rulebook, separate from London Stock Exchange Rules
October 2004	POS Regulations replaced with the Prospectus Directive - AIM becomes exchange-regulated
May 2005	The FTSE AIM Index series introduced to support trading in companies: FTSE AIM UK 50 Index FTSE AIM 100 Index FTSE AIM All-Share Index FTSE AIM All-Share Super Sector Indices
December 2005	Introduction of SETSmm trading platform
March 2006	Guidance Note for Mining, Oil and Gas Companies
February 2007	AIM Rules for Nominated Advisers AIM Rule 26 for companies to maintain an up to date website at all times
December 2008	Launch of AIM Italia
May 2009	Launch of Tokyo AIM
June 2009	AIM Note for Investing Companies
June 2009	Launch of the FTSE Environmental Opportunities UK AIM Index

Tableau 2 - Liste de sociétés ayant émis des *mini bonds*

	John Lewis	King of Shaves	Hotel Chocolat	Caxton FX
Type of business	Retailer	Razor manufacturer	Chocolate maker	Foreign exchange payments
Date	Apr 2011	Jun 2009	Jul 2010	Sep 2011
Deal value	£50m	£627,000	£4m	£4m
Coupon	6.50%	6.00%	6.72 or 7.29%	7.25%
Details	For sums of between £1,000 and £10,000, investors will receive over five years a 4.5% interest rate and a further 2% in vouchers that can be spent at Waitrose, its grocery chain	In return for £1,000 investment over three years, bondholders would receive 6% plus shaving products worth between £30 and £60 each year	Tasting club members offering £2,000 receive six chocolate boxes a year worth £18.95 a box. Those investing £4,000 receive 13 boxes for the year	7.25% annual coupon for any UK resident willing to invest a minimum of £2,000 to a maximum of £50,000 for four years
				Source: FT research

Tableau 3 : Calcul des frais d'admission auprès de l'AIM

To determine the admission fee:

- ◆ locate the market capitalisation band of the securities to be admitted in column (a)
- ◆ multiply any additional amount over the 'greater than' figure by the corresponding figure in column (b)
- ◆ add the result of this calculation to the maximum fee in the previous market capitalisation band in column (c).

In the event of an application being made where more than one line/class of security is being admitted, the market capitalisation of each class will be combined to give a total for the company.

Market capitalisation (£m)		Increment per £m (b)	Maximum fee (£) (c)
greater than (a)	less than or equal to		
0	5	Minimum fee	6,720
5	10	672.00	10,080
10	50	336.50	23,540
50	250	168.15	57,170
250	and above	74.50	75,810
		Maximum fee	75,810

VAT, currently at 20%, must be added to the fee derived for issuers where applicable.

An invoice for the admission fee will be raised at the time of admission. Payment of admission fees must be received **no later than 30 days after the date of such invoice**.

No admission fee is payable by AIM companies for further issues.

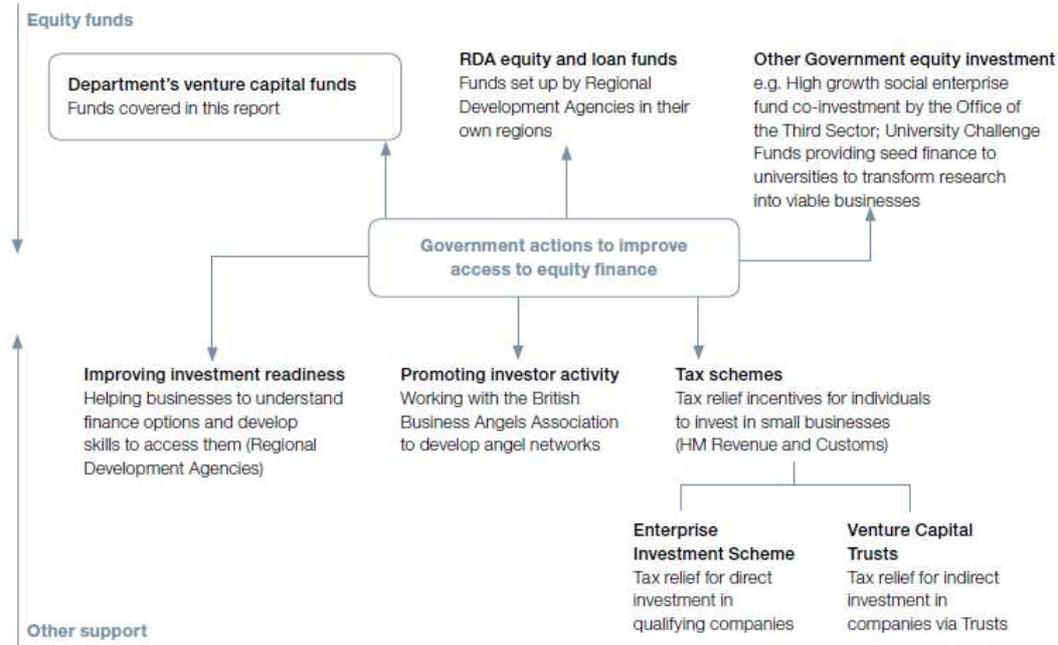
Tableau 4 : chiffres clés de l'AIM

Number of AIM companies	1,243
International AIM companies (by country of incorporation)	234
Aggregate market value	£60.5 billion
Total number of admissions	3,125
- UK	2,603
- International	522
Total capital raised	£67.5 billion
Total raised by new issues	£33.4 billion
Total raised by further issues	£34.1 billion
Transfers to Main Market	141
Number of admissions in 2010	27
Capital raised in 2010	£1.86 billion
- new	£328 million
- further	£1.53 billion
Number of Nomads	62
Value traded in 2009	£33.7 billion
Number of bargains in 2009	3,983,579
Number of Market Makers	49

Source: London Stock Exchange statistics May 2010

Tableau 5 : mesures gouvernementales en vue d'améliorer l'accès des entreprises au capital

Government actions to improve access to equity finance



Source: National Audit Office analysis, Department's Enterprise Strategy

NOTE

- 1 The National Endowment for Science, Technology and the Arts (NESTA) also invests in early stage businesses both directly and through funds. NESTA is an independent organisation with endowed funds of over £300 million. It does not receive general government funds to support its work, although some Departments provide funding or contract with NESTA for specific projects.

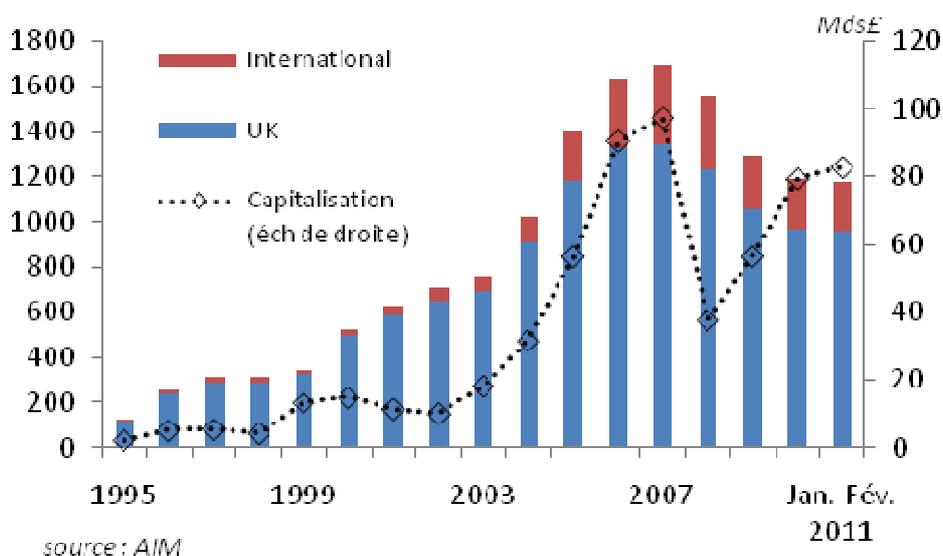
Tableau 6 : Emissions récentes sur l'AIM

Company Name:	Expected first day of trading:	Expected money raised:
Radiant Growth Investments Limited	20/09/2011	£6.3M
Continental Coal Limited	19/09/2011	Nil
Maghreb Minerals plc (to be renamed Fluormin plc prior to Admission)	15/09/2011	TBC
Xtract Energy plc	13/09/2011	£3M
Port Erin Biopharma Investments Limited	12/09/2011	£3M
Ceres Media International Plc	09/09/2011	£1M
Coral Products Plc	06/09/2011	£2.7M
MoneySwap plc	31/08/2011	£3.05M
Silvermere Energy plc	31/08/2011	£1.52M
Great Western Mining Corporation plc	18/08/2011	£0.9M
Dongfang Shipbuilding (Group) Company Limited	18/08/2011	Nil
Allanfield Group Plc	18/08/2011	£1.2M
Escher Group Holdings Public Limited Company (to be reregistered from Escher Group Holdings Limited prior to Admission)	08/08/2011	£15.4M

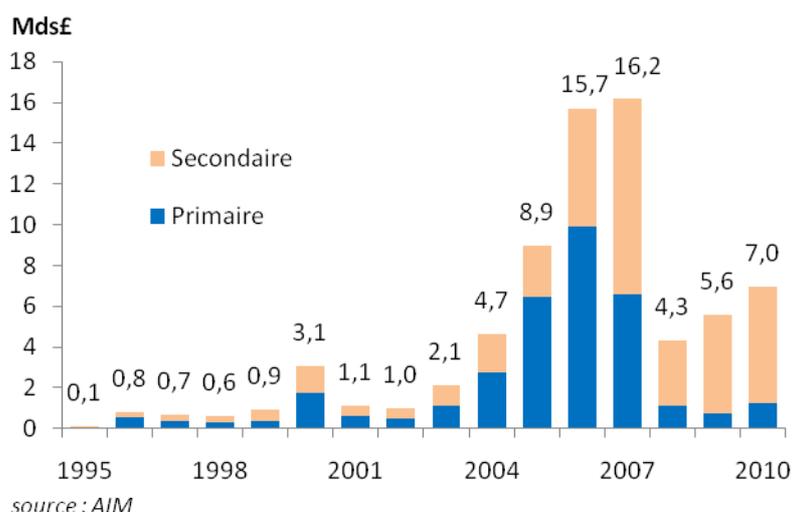
Moyenne des montants émis : 3,8 M£

Moyenne des montants émis (sans Escher Group Holdings) : 2,5M£

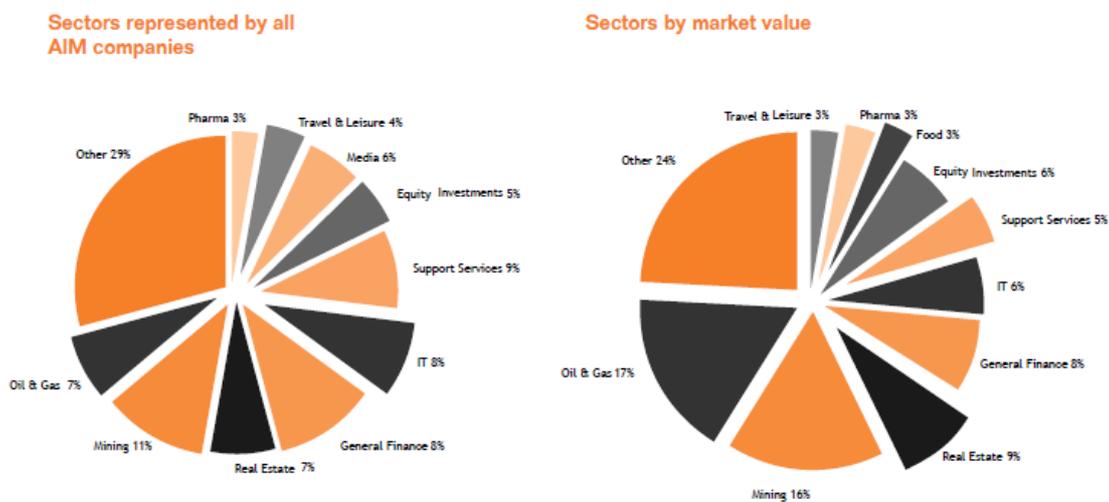
Graphique 1 : Nombre de sociétés cotées sur l'AIM, et capitalisation totale en Mds£



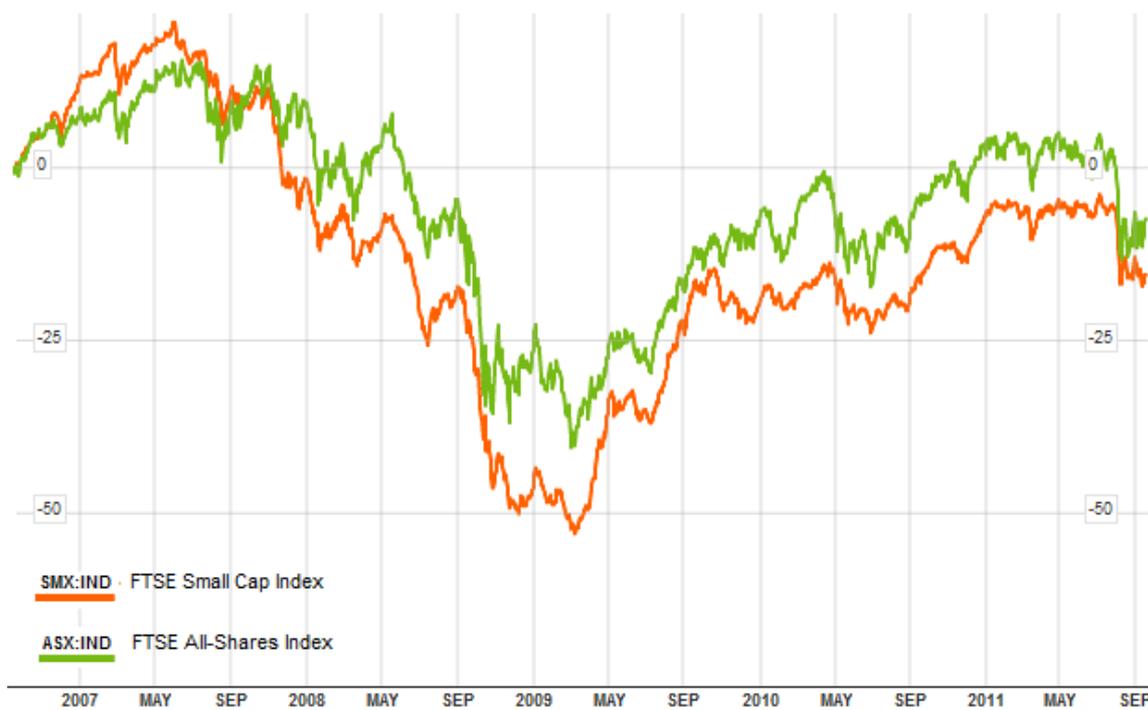
Graphique 2 : montants levés sur l'AIM (marchés primaires et marchés secondaires, Mds£)



Graphique 3 : poids des différents secteurs cotés à l'AIM



Graphique 4 : performances des indices FTSE Small Cap et FTSE All-Shares sur cinq ans



Suède

Q1/ Quels Organisation et fonctionnement général :

- comment sont organisés et structurés les marchés financiers dans votre pays ?

Les marchés financiers sont très développés en Suède (capitalisation boursière de 4.300 Mds SEK fin 2010) et les détenteurs d'actions sont très nombreux. Les marchés sont organisés en cohérence avec la directive européenne MiFid. Si deux marchés régulés (Nasdaq-OMX et NGM³⁸ Equity) et quatre plateformes d'investissement³⁹ (Aktietorget, First North, Nordic MTF, Burgundy) coexistent, Nasdaq-OMX est de loin le principal puisqu'il représente plus de 99 % de la valeur de marché des sociétés cotées (4.230 Mds SEK en 2010) avec 258 entreprises dont les plus importantes capitalisations : H&M (266 Mds SEK), Ericsson (219 Mds SEK), Nordea (209 Mds SEK), TeliaSonera (185 Mds SEK), Atlas Copco (160 Mds SEK), Volvo AB (146 Mds SEK)...

Le marché Nasdaq-OMX compte 113 participants qui doivent avoir une licence du superviseur financier (FI) pour opérer. En principe, les sociétés non financières peuvent obtenir le droit de participer à ce marché mais aucune ne le fait aujourd'hui. Les capitalisations sur ce marché sont réparties en trois catégories : Large Cap (au-delà d'1 Md€), Mid Cap (entre 150 M€ et 1 Md€) et Small Cap⁴⁰. Seules les sociétés dotées d'un capital de plus de 500.000 SEK (50 k€), soit un tiers des entreprises suédoises, peuvent faire l'objet d'une cotation.

- quelle est en particulier l'organisation de l'introduction, de la cotation et de la négociation des titres des PME et ETI sur les différents marchés (marchés réglementés, marchés organisés, marchés libres) ? En particulier, y a-t-il des marchés / plateformes spécialisés ou dédiés aux PME et ETI cotées ?

Le deuxième marché régulé de Suède, NGM Equity, s'est spécialisé dans les titres des PME et ETI. De même, la plateforme d'investissement First North, gérée par le marché régulé Nasdaq-OMX comme un marché alternatif (comme AIM à Londres), est dédiée aux petites entreprises. Même si la négociation des titres sur *First North* passe par le système d'information *INET Nordic* du Nasdaq-OMX et même si les mêmes informations (prix, volumes, ordres) sont publiées en temps réel à l'aide des mêmes canaux, le marché régulé Nasdaq-OMX n'assume pas la responsabilité de la surveillance des sociétés cotées sur *First North*, qui incombe pour chaque société à des « conseillers certifiés » (*certified advisers*). En février 2009, un nouveau segment de First North a été introduit, First North Premier qui comptait 99 sociétés fin 2010, avec les mêmes exigences comptables et d'information que celles du Nasdaq-OMX.

De même, les plateformes d'investissement Nordic MTF et Aktietorget se sont spécialisées dans les PME et comptaient fin 2010 respectivement 18 et 130 sociétés

³⁸ Nordic Growth Market.

³⁹ MTF.

⁴⁰ En suédois: *stora bolag, medelstora bolag et mindre bolag*.

cotées, avec la plus grosse capitalisation cotée sur ces marchés de seulement 4,2 Mds SEK (460 M€).

La plateforme d'investissement Burgundy est gérée par les principales banques et sociétés d'investissement nordiques. Burgundy (comme Turquoise ou Chi-X) n'a pas de cotation en propre et sert uniquement de plateforme d'échanges sur les marchés régulés nordiques (Nasdaq-OMX en Suède, au Danemark et en Finlande, Oslo Stock Exchange en Norvège et NGM Equity en Suède).

- l'accès des PME et ETI aux marchés est-il un enjeu important pour les différents opérateurs de marché, notamment en termes de budget, résultat et business plan (notamment moyens humains, proximité géographique, marketing et conseil) et en comparaison avec leur stratégie pour les capitalisations plus importantes ?

L'accès des PME et ETI aux marchés n'est pas un enjeu important pour le marché principal (Nasdaq-OMX) mais il s'agit en revanche du fonds de commerce des autres marchés.

- quelle est la tarification de l'introduction et de la cotation pour les PME et ETI et comment se compare-t-elle avec celle pour les capitalisations plus importantes ?

Nos interlocuteurs de *Nasdaq-OMX* et *First North* n'ont pas souhaité donner de détails mais nous ont confirmé que la tarification de l'introduction et de la cotation étaient fonction du montant de la capitalisation et faisaient l'objet d'une évaluation personnalisée pour chaque entreprise.

Q2/ Données concernant le financement des PME et ETI sur les années 2010 et 2011 et en perspective sur plusieurs années (1990-2011) :

- données sur les capitaux levés et nombre d'opérations (marché primaire, augmentation de capital, introductions) sur les marchés financiers ;

Activité sur le marché organisé Nasdaq-OMX

introductions) sur les marchés financiers ;

Activité sur le marché organisé Nasdaq-OMX

	2009	2010
volume de transactions (Mds SEK)	3 393	3 627
nombre de transactions (millions)	30,3	43,5

Introductions et capitaux levés sur Nasdaq-OMX et First North (spécialisé PME)

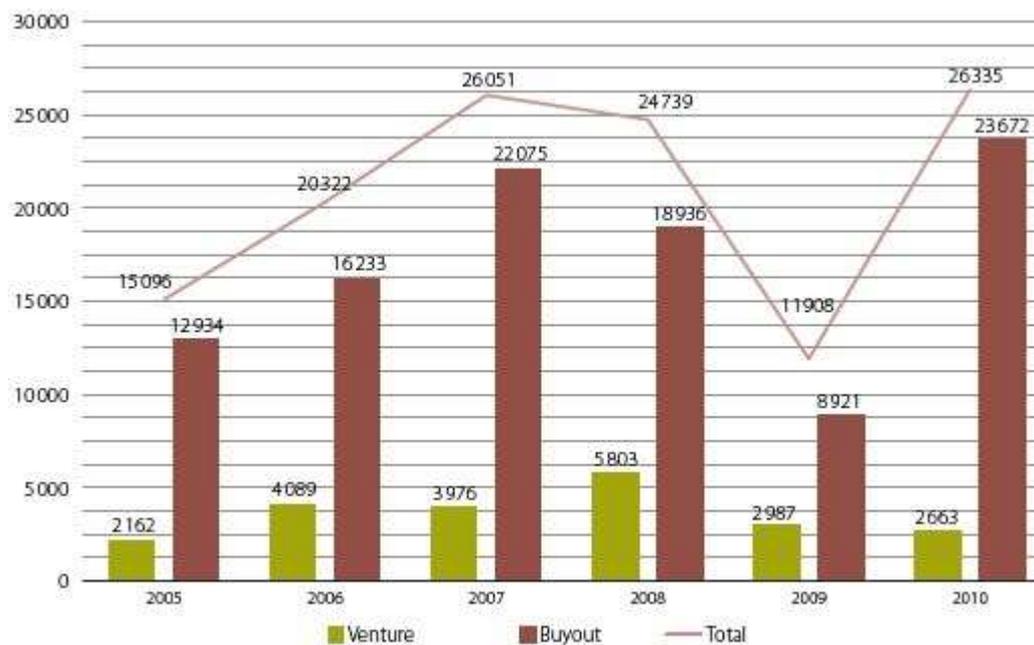
		2000	2001	2002	2003	2004	2005
OMX	introductions	46	24	10	4	10	9
	capitaux levés (MSEK)	96 780	2 800	8 665	0	4 275	4 322
First North	introductions	-	-	-	-	-	0
	capitaux levés (MSEK)	-	-	-	-	-	0

		2006	2007	2008	2009	2010	2011(p)
OMX	introductions	22	13	11	7	5	nd
	capitaux levés (MSEK)	13 857	6 157	227	101	4	nd
First North	introductions	38	38	12	5	9	10
	capitaux levés (MSEK)	240	424	17	0	17	3

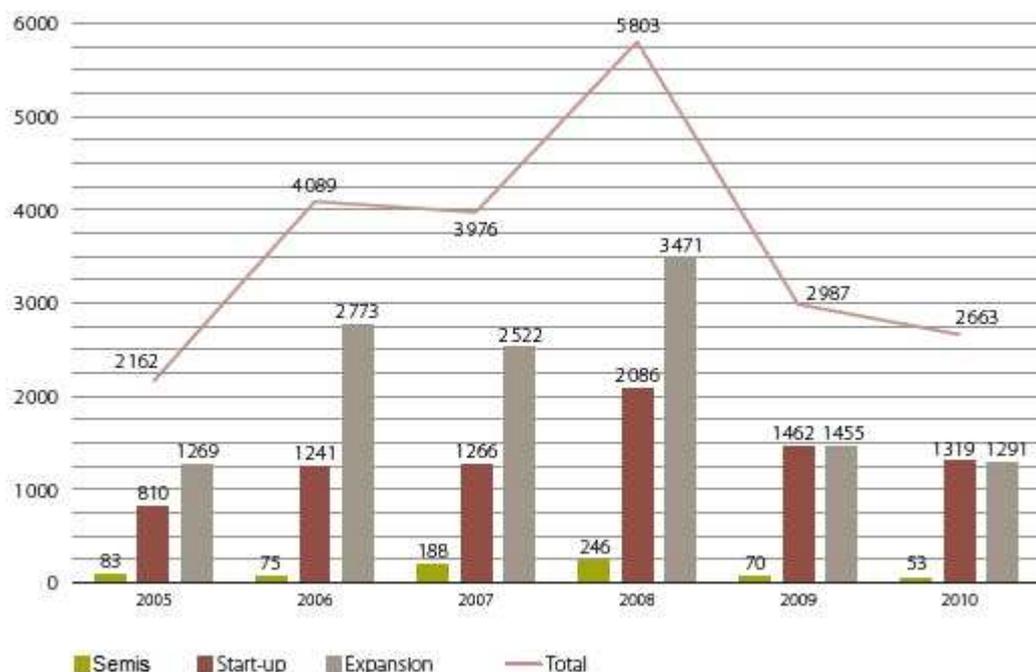
- comparaison avec les fonds levés par le capital investissement et par le crédit ;

Les fonds levés par le capital investissement représentent 26,3 Mds SEK en 2010 selon l'association suédoise des sociétés de capital-risque (*Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA*).

Graphique : Investissement décomposé entre venture et buyout (en MSEK)



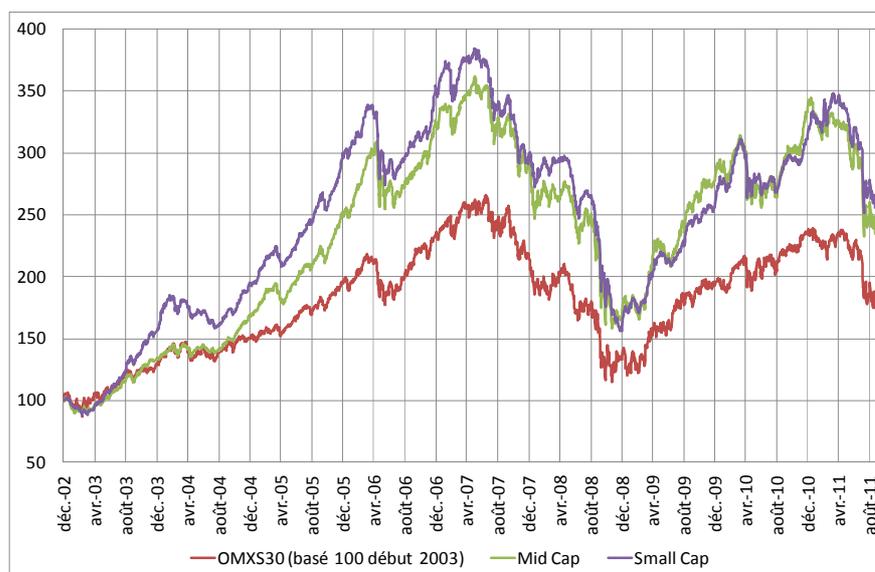
*Graphique : Investissement en phase de croissance (en MSEK)
(décomposition des investissements venture capital)*



L'encours des fonds levés sous forme de crédit représente 225 Mds SEK en 2010, soit une progression de +3,3 % par rapport à 2009, selon le rapport annuel de la Banque centrale sur les marchés financiers.

- comparaison des résultats (croissance, volatilité, rentabilité...) des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées ;

Selon nos différents interlocuteurs, il n'existe pas d'étude rigoureuse comparant les résultats des PME et ETI cotées par rapport aux autres entreprises cotées. Il est en revanche possible de comparer les performances des différents segments du marché OMX-Nasdaq : Large Cap (au-delà d'1 Md€), Mid Cap (entre 150 M€ et 1 Md€) et Small Cap. Les cours des PME et ETI sont plus volatiles que ceux des capitalisations les plus importantes mais affichent une meilleure performance sur le long terme.



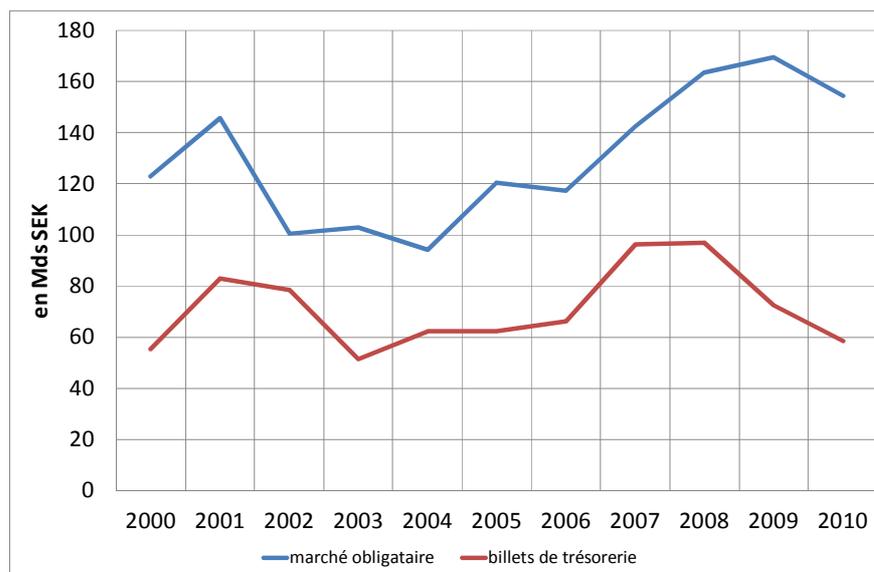
- comparaison des résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées ;

Selon nos différents interlocuteurs, il n'existe pas d'étude rigoureuse comparant les résultats des PME et ETI cotées avec ceux des PME et ETI non cotées. De nombreux fonds de placement spécialisés dans les PME (notamment au sein des grandes banques) soutiennent néanmoins dans leur prospectus que les produits qu'ils proposent offrent de meilleurs rendements.

- y a-t-il un marché obligataire développé pour les PME (données et montants par émetteurs – en moyenne -, pour le marché primaire, pour le marché secondaire) ? y a-t-il des émissions d'obligations groupées ?

Le marché obligataire *corporate* est peu développé en Suède (160 Mds SEK levés en 2010 contre 4.300 Mds SEK sur le marché action) et concentré sur les grands groupes.

Graphique : sources de financement des entreprises non financières (en Mds SEK)



Sources : Institut de la statistique (SCB) et Banque centrale de Suède (Riksbank)

Le marché obligataire pour les PME existe mais n'a pas une activité continue. Selon un interlocuteur du superviseur financier, la cause en est le manque de demande du public qui préfère l'investissement en actions. Pour autant, l'importante volatilité des cours boursiers et le besoin de stabilité de certains investisseurs de long terme (notamment les réserves du régime de retraite obligatoire de base, en comptes notionnels, largement placées en actions et dont les fluctuations en valeur de marché ont entraîné le déclenchement du mécanisme d'ajustement automatique, réduisant le niveau des pensions en 2010 et 2011) pourraient soutenir la demande pour les obligations.

Il n'y a pas d'émission d'obligations groupées en Suède.

Q3/ Action publique et des acteurs de place (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, entreprises de marché, régulateur, banque centrale, banques publiques) et ressenti :

- y a-t-il des dispositifs particuliers (législatifs, réglementaires, fiscaux, financement, communication) mis en place pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers ?

Il n'existe pas de dispositifs particuliers pour faciliter l'accès des PME et ETI aux marchés financiers. En revanche, lors de l'accession des PME et ETI aux marchés financiers au début des années 80, de nombreuses mesures (notamment fiscales) sont venues soutenir ce développement considéré aujourd'hui comme abouti.

- l'accès des PME et ETI cotées aux marchés financiers apparaît-il comme un sujet d'actualité ?

Depuis le début des années 80, un nombre importants de PME et ETI sont cotées sur les marchés financiers suédois et il ne s'agit donc plus d'un sujet d'actualité en Suède. Même si la question du développement des PME revient régulièrement dans les débats (sans jamais être au sommet de l'agenda politique), la question de l'accès au financement n'est pas jugée aussi centrale que celles des simplifications des formalités administratives.

- les PME et ETI cotées sont-elles organisées (association représentative...) et sont-elles présentes dans les débats publics ? Quels sont leur ressenti et leurs attentes vis-à-vis de la cotation ?

La confédération des entreprises suédoises, *Svensk Näringsliv*, représente essentiellement les grands groupes, très importants dans le tissu industriel suédois. La confédération *Företagarna*, 1^{ère} confédération patronale en termes de nombres d'entreprises membres (70.000), est la principale voix des PME et ETI dans le débat public. L'accès à la cotation ne figure pas parmi les 7 priorités pour lesquelles il reste beaucoup à faire selon cette confédération qui mentionne en revanche le développement du capital-risque et la réduction du fardeau administratif.

- quels sont le ressenti et les attentes des investisseurs et des intermédiaires financiers vis-à-vis de la cotation des PME et ETI ?

Les attentes des investisseurs vis-à-vis de la cotation des PME et ETI portent principalement sur l'harmonisation (par le haut) des réglementations des plateformes d'investissement. Selon un interlocuteur du superviseur financier, les investisseurs ne voient pas les différences, parfois subtiles, entre les cadres réglementaires définis par chaque MTF et ne les découvrent que lorsqu'un problème surgit. Certains appellent donc de leurs vœux un « level-playing field » des MTF en termes de protection des investisseurs.

Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier