



**Réponse de MiddleNext à la consultation du Comité d’Orientation Stratégique
sur le projet de création d’une Bourse de l’Entreprise**

Le 20 septembre 2012

Préambule :

MiddleNext accueille de manière favorable le rapport intermédiaire du Comité d’Orientation Stratégique pour la création d’une Bourse de l’Entreprise et apprécie que celui-ci ait été mis en consultation publique. MiddleNext souhaite apporter sa contribution à ce projet qui fait écho à ses multiples initiatives en faveur d’une réforme de l’écosystème boursier français.

Introduction :

La question du financement par le marché des PME et ETI françaises n’est pas nouvelle. De nombreux rapports – Rapport Giami/Lefèvre (juillet 2009) ; Small Business Act (mars 2010) ; Création de l’Observatoire du financement des PME-ETI par le marché (juillet 2010) ; Rapport Rameix/Giami (février 2012) - ont pointé les causes structurelles profondes de la « panne » du financement de ces entreprises par le marché et les défaillances de l’organisation du marché boursier en France.

Par ailleurs, les effets du JOBS Act américain, publié en avril 2012 dans l’objectif de promouvoir l’emploi et stimuler la création d’entreprise en assouplissant les obligations et la réglementation, creusent un peu plus l’écart compétitif avec notre économie.

L’enjeu est de taille. Aujourd’hui, le crédit bancaire couvre 90% des besoins de financement des entreprises en Europe. Or celui-ci va structurellement se raréfier du fait des nouvelles contraintes qu’impose Bâle III, alors même que le secteur de l’assurance se désengage des marchés actions et obligations (Solvency II). Par ailleurs, la structure de la fiscalité de l’épargne favorise aujourd’hui systématiquement l’épargne court-terme garantie.

Il est donc urgent de réagir et de redynamiser les marchés financiers de PME et ETI, entreprises les plus créatrices d’emplois et de croissance en France, en redéfinissant l’organisation de ces marchés.

Pour cela, la Bourse de l’Entreprise doit avoir un objectif ambitieux, aligné sur l’intérêt général à long terme, et libéré d’une logique de rentabilité court termiste. Il s’agit de prendre véritablement en compte les modèles économiques des différents acteurs de l’écosystème boursier (émetteurs, investisseurs, brokers, analystes indépendants, opérateur de marché...) et de proposer des solutions adaptées, réalistes et viables financièrement pour tous. Bien entendu, la Bourse de l’Entreprise doit être rentable, mais les exigences de rentabilité doivent rester modestes.

1. Une bourse spécialisée, dédiée aux PME et ETI

Nous soutenons la filialisation de l'activité valeurs moyennes qui rassemblerait les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros, soient les compartiments B, C et Alternext, tout en gardant la distinction entre le marché réglementé et le marché régulé.

Atteindre une masse critique dès le début

Le fait de partir d'une cote initiale importante et attractive permettra de maximiser les chances de succès dès le démarrage. Nous souhaitons que soit précisée la possibilité technique de transférer en masse l'ensemble des entreprises concernées car cela nous paraît un enjeu majeur d'atteindre cette masse critique dès le début.

Une bourse de proximité

Par ailleurs, la France doit être la priorité absolue du projet. Le démarrage de la nouvelle bourse ne doit en aucun cas être conditionné à un démarrage européen.

Il est d'ailleurs à noter que les logiques d'animation de marchés sont totalement différentes en fonction des pays et même en fonction des régions. C'est la raison pour laquelle nous insistons pour que la Bourse de l'Entreprise soit présente en région, avec des représentants insérés dans le maillage local des professionnels du monde des affaires, à même d'attirer des investisseurs locaux.

En outre, l'ambition européenne ne doit pas être le prétexte d'une gouvernance pléthorique et inefficace.

Des moyens et équipes dédiés

La principale valeur ajoutée d'une bourse dédiée aux valeurs moyennes, outre l'équilibre économique satisfaisant pour les acteurs, sera la visibilité des émetteurs. Les moyens dédiés et ancrés localement devront permettre une meilleure qualité de service, l'organisation de réunions investisseurs, de la prospection, l'animation du tissu local etc.

2. Quels objectifs à 5 ans ?

Le rapport pose un certain nombre de recommandations, mais nous constatons qu'il manque des éléments clés qui permettraient de donner de la chair à cette ambition. Concrètement, il nous paraît indispensable de disposer d'éléments chiffrés de la part de l'opérateur boursier qui s'engagerait sur :

- a. Un nombre d'entreprises cotées à 3 et 5 ans
- b. Des volumes de capitaux levés à cet horizon
- c. Une offre obligataire attractive
- d. Un calendrier précis et rapide d'exécution
- e. Une définition de la part et de la place de chacun des acteurs de l'écosystème en termes de droits et de devoirs : entreprise de marché, brokers, investisseurs, émetteurs...

3. Business plan à 5 ans de Nyse Euronext

Pour étayer la crédibilité du projet, nous demandons instamment que les associations de place puissent examiner un business plan (éventuellement à tiroirs) avant le Haut Comité de Place qui se réunira d'ici le mois novembre.

Les points suivants sont pour nous clés pour garantir la réussite du projet :

- a. Moyens humains, en particulier les moyens dédiés à la prospection et au support avec une ventilation précise entre Paris et les capitales régionales
- b. Tarification et moyens financiers, en particulier les moyens commerciaux et marketing
- c. Moyens logistiques
- d. Compte de résultat prévisionnel
- e. Coût de facturation à cette nouvelle bourse de l'infrastructure technique, étant entendu que celle-ci doit être du « juste » niveau (infrastructure calée sur les besoins réels des valeurs moyennes)

4. Capital – Actionnariat

Si l'ambition est bien de mettre en place un outil performant et pérenne de financement des PME et ETI, nous considérons qu'il est primordial qu'il y ait une recombinaison actionnariale avec des actionnaires impliqués dans le développement du marché et apporteurs de valeur dans une logique globale d'intérêt général.

Nous préconisons donc une ouverture du capital, avec une participation majoritaire (51%) d'acteurs institutionnels ou d'acteurs de place, garants d'un alignement durable de la Bourse de l'Entreprise sur l'intérêt général de financement du développement des PME et ETI en France.

À ce titre, nous nous félicitons que la Caisse Des Dépôts ait d'ores et déjà donné son accord de principe à une prise de participation, même s'il est souhaitable qu'elle ne reste pas l'unique actionnaire aux côtés de NYSE Euronext.

5. Quelle gouvernance ? Élément crucial

La gouvernance est pour nous l'enjeu majeur de la réussite de la Bourse de l'Entreprise.

Nous souhaitons une gouvernance efficiente où les différents acteurs de la place seraient représentés avec une description précise des règles de vote et des pouvoirs.

Nous souhaitons en particulier que l'organe de gouvernance puisse examiner les éléments de gestion et influencer sur cette dernière. Dans cet esprit, nous sommes favorables à ce que la forme juridique soit à conseil d'administration, plutôt qu'à directoire et conseil de surveillance, un conseil de surveillance n'ayant pas vocation à s'immiscer dans la gestion.

6. Questions en suspens

Certaines questions ne sont pas abordées par le rapport telles que :

- L'analyse financière indépendante
- L'ouverture, hors PSI, du marché secondaire
- La faisabilité juridique du transfert automatique des sociétés cotées sur les compartiments B et C d'Euronext vers une nouvelle structure juridique.

D'autres en revanche nous paraissent très secondaires face à l'urgence, comme le marché d'acclimatation ou le market-making.

Conclusion :

L'écosystème boursier des PME et ETI est profondément affaibli.

Nous confirmons, ainsi que nous l'avons rappelé à plusieurs reprises, que ce projet a notre préférence par rapport à des solutions alternatives¹. Il est toutefois impératif de le faire aboutir rapidement, afin de régénérer à court terme une dynamique de cotation des PME et ETI en France, sans attendre une nouvelle dégradation de notre écosystème valeurs moyennes.

Bien entendu les enjeux de la Bourse de l'Entreprise ne peuvent être dissociés d'une réflexion sur un cadre réglementaire spécifique et sur la mise en place d'outils fiscaux adaptés (non nécessairement onéreux) et favorisant une réallocation de l'épargne vers un financement long terme dédié aux PME et ETI.

Nous attendons des engagements précis sur le suivi du projet et demandons officiellement que les associations représentatives soient associées étroitement à ce suivi.

¹ Par exemple, la possibilité d'une joint-venture avec la bourse de Stuttgart (à l'instar de la Finlande) ou d'un partenariat avec le London Stock Exchange, en capitalisant sur les expériences anglaise et italienne.