

NOVEMBRE 2020

# LA BOURSE COMME LEVIER DE LA RELANCE

**12 PROPOSITIONS**  
pour faciliter le financement  
des entreprises par les marchés

## **Xavier Girre**

*Président du collège Entreprises  
de Paris EUROPLACE  
Directeur exécutif groupe  
en charge des finances, EDF*

## **Anthony Attia**

*Président-directeur général,  
Euronext Paris  
Membre du Directoire  
d'Euronext N.V.*

## **Thibaut Bechetoille**

*Président, CroissancePlus*

*Rapporteurs :*

**Roland Frack**  
**Arnaud de Bresson**

# LA BOURSE COMME LEVIER DE LA RELANCE

---

## 12 PROPOSITIONS

pour faciliter le financement  
des entreprises par les marchés

### Xavier Girre

Président du collège Entreprises de Paris EUROPLACE  
Directeur exécutif groupe en charge des finances, EDF

### Anthony Attia

Président-directeur général, Euronext Paris  
Membre du Directoire d'Euronext N.V.

### Thibaut Bechetoille

Président, CroissancePlus

Rapporteurs :

**Roland Frack**  
**Arnaud de Bresson**

# SOMMAIRE

4	<b>INTRODUCTION</b>
5	<b>MISE EN PERSPECTIVE</b>
6	<b>SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS</b>
8	<b>I. DES DIFFICULTÉS DE FINANCEMENT PAR LA BOURSE ACCÉLÉRÉES PAR LE DÉCLIN DE LA RECHERCHE</b>
8	<b>1. Les PME et ETI françaises ne se tournent plus vers la Bourse qu'en dernier recours</b>
8	<b>2. Un phénomène de sélection adverse qui nuit à la crédibilité de la place</b>
9	<b>3. L'affaiblissement de la recherche, un accélérateur de déclin</b>
9	La couverture des PME-ETI en Bourse est historiquement faible
9	Deux autres facteurs récents de fragilisation, l'un conjoncturel, l'autre réglementaire
9	Un effet majeur sur la liquidité et l'attractivité des titres
10	<b>4. La Bourse et la crise sanitaire : une opportunité de renouveau</b>
10	Un regain d'intérêt pour les modèles d'affaires innovants chez les investisseurs
10	Un regain d'intérêt des investisseurs particuliers pour la Bourse
10	Repositionner la Bourse au cœur du rôle de financement des entreprises
10	L'attention progresse sur la finance à impact
11	<b>II. SORTIR DE L'IMPASSE PAR UN CHOC DE CONFIANCE : CRÉDIBILITÉ, TRANSPARENCE ET LIQUIDITÉ</b>
11	<b>1. Créer un choc de confiance : la crédibilité</b>
11	Développer la pratique des investisseurs <i>cornerstone</i>
12	Faire émerger des véritables fonds pré-IPO à l'échelle européenne
13	Faciliter l'investissement d'acteurs européens et promouvoir les <i>success stories</i>
15	<b>2. Plus de transparence et liquidité par le développement de la recherche</b>
15	Développer la recherche sponsorisée
15	Améliorer la distribution de la recherche indépendante et sponsorisée
16	Adapter le cadre réglementaire
17	Promouvoir les marchés de capitaux et assurer leur préservation
17	Vers la Bourse à impact
18	<b>A PROPOS DES AUTEURS</b>

La période que nous vivons renforce la nécessité pour l'Europe de consolider sa position pour contribuer au dialogue international et préserver sa souveraineté, dans l'esprit des orientations tracées par le discours récent du Président de la République à la Sorbonne.

L'Europe est la première économie du monde. Elle doit participer à dessiner la scène économique mondiale et se donner tous les moyens, aujourd'hui, de relancer sa croissance dans le contexte de la crise du Covid19, qui a un impact majeur sur l'activité économique et les entreprises, comme les ménages.

Dans le contexte du ralentissement économique et de la montée très forte de la dette, même si les mécanismes d'accompagnement déployés, notamment par les banques, ont un caractère très positif, la mise en place effective de l'Union des marchés de Capitaux est une priorité. Les orientations contenues dans le Plan d'actions européen, présenté par la nouvelle Présidente Ursula Von der Leyen, vont dans ce sens, avec des priorités fortes sur les développements de l'épargne longue, l'assouplissement des contraintes prudentielles aujourd'hui pénalisantes sur l'investissement de long terme et la facilitation de l'accès au marché boursier, notamment pour les PME, comme le renforcement des fonds propres des entreprises. Il est essentiel que ces priorités soient portées aujourd'hui au niveau politique le plus élevé et que soit prise en compte la nécessité de consolider l'industrie financière européenne, dont le rôle est clé pour la relance de la croissance et la consolidation de notre souveraineté.

De même, l'accélération de la finance durable, dans l'ensemble de ses composantes, environnementale, mais aussi sociale, est une priorité pour la réorientation de notre modèle économique post-crise, c'est l'objet du Green Deal Européen, comme de l'action énergique développée dans ce domaine par la place de Paris, notamment via l'entité Finance for Tomorrow de Paris EUROPLACE.

Le présent rapport, qui associe les entreprises de la place de Paris, au travers du Collège Entreprises de Paris EUROPLACE, de Croissance Plus et d'Euronext, formule 12 propositions concrètes pour réaccélérer les développements de la Bourse, au niveau français et européen, canal indispensable du financement des entreprises, y compris des PME/ETI, aux côtés des financements bancaires du capital-investissement, et confirmer le rôle de la Bourse comme levier de la relance, y compris de l'accélération de l'économie durable, qui mobilise aujourd'hui les gouvernements, comme les acteurs industriels.

Il en va du financement de nos entreprises, y compris des PME/ETI, dans les années à venir, de la reprise de la création d'emplois et de la maîtrise des filières et des compétences essentielles à la croissance économique et au bien-être de nos concitoyens.

## INTRODUCTION



**Xavier  
Girre**  
Président du  
Collège Entreprises



**Augustin  
de Romanet**  
Président de  
Paris EUROPLACE

## MISE EN PERSPECTIVE

Le nombre d'introductions en Bourse décline partout dans le monde et notamment en France, où l'attrition de la cote se poursuit, avec 29 entreprises introduites à Paris en 2019 - dont 9 avec levée de fonds - contre 35 retraits. La crise du Covid19 risque d'accélérer encore ce processus. Depuis début mars 2020, 17 OPA ont été enregistrées, contre seulement 13 nouvelles introductions. Pourtant, la Bourse reste le vecteur de financement le plus efficace pour les entreprises suffisamment matures. S'assurer du dynamisme des marchés est un enjeu majeur pour renforcer les fonds propres des entreprises à l'issue de la crise du Covid-19 et assurer leur développement à long terme.

Parmi les causes de ce phénomène, le rapport Tibi<sup>1</sup> a montré que pour certains secteurs, comme les sciences de la vie, l'introduction en Bourse arrive parfois trop tôt dans le développement de la société faute d'accès au capital-investissement (*private equity*). Introduites prématurément, ces entreprises se retrouvent rapidement en difficulté avec une faible capitalisation qui intéresse peu les investisseurs institutionnels, une communication financière rendue difficile par le manque de maturité des *business models* et aggravée par une couverture de recherche insuffisante, un flottant très réduit conduisant à une faible liquidité du segment. Ce mauvais départ en Bourse se poursuit souvent par la cession de tout ou partie de leurs titres par les investisseurs de référence, ce qui accroît encore la volatilité du titre. Ces difficultés affectent la réputation de la place et ont tendance à éloigner les entreprises qualifiées de la Bourse.

Pour pallier cette situation, il est nécessaire de réarticuler le capital-investissement et la Bourse, le premier devant accompagner les entreprises pour permettre de développer une offre de titres de qualité prêts à la cotation, les seconds devant tenir leurs promesses auprès des entreprises et des investisseurs en matière de transparence et de liquidité.

Le capital-investissement doit, en particulier, permettre d'accroître la maturité des entreprises en développement avant qu'elles n'accèdent à la Bourse. C'est pourquoi il est nécessaire de développer le marché du financement pré-IPO et la pratique d'investisseur « *cornerstone* », dont le rôle doit être de crédibiliser les parcours des entreprises jusqu'à la cotation et pendant les premières années qui suivent leur entrée en Bourse.

Une fois l'offre de titre renforcée, la Bourse doit être en mesure de tenir ses promesses de transparence et de liquidité, afin de garantir l'efficacité des échanges et rester attractive. Les acteurs de la place soulignent que la réforme MIF 2 a déstabilisé les bureaux de recherche qui sont pourtant les artisans de la performance informationnelle de la Bourse. Relancer l'économie de la recherche, en s'appuyant sur les propositions du plan d'action de l'AMF<sup>2</sup>, notamment celles relatives à la recherche sponsorisée, est fondamental pour créer les conditions d'une transparence et d'une liquidité différenciantes, indispensables à l'attractivité de la Bourse dans la durée.

<sup>1</sup> P. Tibi, Financer la quatrième révolution industrielle, juillet 2019

<sup>2</sup> AMF, Plan d'action en faveur de la recherche en investissement, janvier 2020

# SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS

## PROPOSITION N°1

Promouvoir la pratique de l'investisseur pilier sur la place de Paris, afin de faciliter les prochaines introductions en Bourse.

## PROPOSITION N°2

Appeler le gouvernement à transposer rapidement la directive 2019/1160 qui rénove la directive OPCVM.

## PROPOSITION N°3

Souligner, dans le cadre de l'European Act, la nécessité urgente de :

- Accélérer la mise en place des mesures d'harmonisation fiscale et réglementaire, qui faciliteront l'établissement de grands fonds de capital-développement européens et lèveront les freins à la cotation intra-communautaire ;
- Adapter le mandat du produit d'épargne paneuropéen retraite récemment créé, afin de l'orienter vers l'investissement en actions.

## PROPOSITION N°4

Encourager la création de fonds de type cross-over en Europe et notamment en France :

1. Encourager la création de fonds public-privé au niveau européen, tels qu'étudiés par le Fonds européen d'investissement ;
2. S'assurer que, parmi les fonds Tibi labellisés, figurent des fonds cross-over dans une proportion significative.

## PROPOSITION N°5

Créer des passerelles entre le monde du coté et du non coté :

1. Parcours mixtes VC / gestion d'actifs dans les écoles de commerce pour préparer une génération au métier exigeant d'investisseur pré-IPO ;
2. Développer une offre de formation pour les directeurs de participation des fonds de Private equity et les familiariser avec la Bourse, notamment via le programme PShare d'Euronext ;
3. Sur le modèle américain, encourager la création d'équipes spécialisées au sein même des gestionnaires d'actifs et accompagner les fonds de private equity dans leur démarche vers le coté.

## PROPOSITION N°6

Améliorer l'information disponible sur les PME-ETI en favorisant la publication volontaire d'informations financières brutes standardisées, en vue d'abaisser les barrières à l'entrée sur le marché du financement pré-IPO.

## PROPOSITION N°7

Promouvoir les succès afin de contribuer à encourager la cotation des pépites technologiques :

1. Inscrire la promotion de la French Tech cotée dans les objectifs de la French Tech, avec l'introduction de dispositifs de visibilité et de soutien ad-hoc ;
2. Soutenir la création d'un label pour les pépites industrielles, dans le sillage du French Tech 120/Next 40 ;
3. Prendre position pour une harmonisation des soutiens publics à destination des PME-ETI phares, cotées ou non cotées.

### PROPOSITION N°8

Demander des mesures de simplification de l'organisation des marchés primaires européens :

1. Créer un mécanisme européen d'appel public à l'épargne ;
2. Eliminer les obstacles européens aux cotations transnationales (fluidifier le passporting, faciliter la conservation/ règlement-livraison de valeurs étrangères, faciliter la libre négociation des titres via les broker etc.).

### PROPOSITION N°9

Mettre en place des mesures visant à renforcer la recherche au service des sociétés cotées :

- Développer la recherche sponsorisée et participer au nom du collège Entreprises de Paris EUROPLACE, conjointement avec le collège Investisseurs, à l'élaboration d'une charte ;
- Participer à l'établissement d'une future plateforme numérique de la distribution de la recherche ;
- Réunir les acteurs de la gestion passive pour réfléchir à une contribution directe et ou indirecte au financement de la recherche, éventuellement par le financement d'une plateforme de distribution de la recherche ;
- Inciter Bpifrance à accompagner le ou les entrepreneurs qui se saisiront de l'opportunité business associée à l'établissement de la plateforme numérique de distribution de la recherche.

### PROPOSITION N°10

Dans le cadre de l'*European Action Plan*, prioriser les dispositions suivantes :

- Réouvrir la directive Mifid pour réexaminer les conditions de développement de la recherche en finance en Europe, pour accompagner dans les meilleures conditions les entreprises cotées, et notamment les PME-ETI cotées ;
- Assouplir les contraintes prudentielles sur l'investissement à long terme, notamment à travers la revue de Solvency 2 pour les assurances Et en utilisant la flexibilité contenue dans Bâle 3 pour les banques, il s'agit d'une priorité essentielle ;
- Rééquilibrer la fiscalité de l'épargne appliquée aux produits de taux sans risque et à l'épargne investie en actions, mettre en place une fiscalité d'avantage orientée vers l'encouragement à la détention du capital à long terme, tant au plan français qu'europpéen.
- Faciliter l'accès au marché boursier pour les PME : simplifier les règles de cotation et créer un fonds de soutien à l'introduction des PME en bourse.

### PROPOSITION N°11

Etudier la création d'une commission/entité, au sein de Paris EUROPLACE, dédiée à la promotion des marchés de capitaux efficients dans le débat public.

### PROPOSITION N°12

Intégrer les enjeux sociaux et environnementaux comme catalyseurs de la redynamisation de la Bourse :

1. Mettre en place des règles du jeu équitables en matière de bonnes pratiques liées à la gouvernance, la parité, etc. entre entreprises cotées et non cotées, permettant aussi d'abaisser les barrières à la cotation («level playing field») ;
2. Créer un dispositif permettant d'identifier les opérations de financement en capitaux propres visant des projets/actifs responsables ;
3. Encourager l'accès d'entreprises éco-responsables à la Bourse ;
4. Catégoriser les entreprises résolument engagées dans une démarche responsable, afin d'accroître la demande des investisseurs.

# I. DES DIFFICULTÉS DE FINANCEMENT PAR LA BOURSE ACCÉLÉRÉES PAR LE DÉCLIN DE LA RECHERCHE

## 1. Les PME et ETI françaises ne se tournent plus vers la Bourse qu'en dernier recours.

De nombreux rapports documentent à la fois les difficultés des PME à se financer pour leur troisième tour de table pré-IPO et la concurrence entre la Bourse et le capital-investissement<sup>3</sup>.

La Bourse offre en théorie de nombreux avantages qu'il n'est pas inutile de rappeler. Elle est un mode de financement plus « démocratique », qui par ses garanties de transparence offre à chaque entreprise les mêmes « chances » de financement. Le coût de financement est inférieur, du fait de l'atténuation des risques (information, liquidité, sécurité juridique...), les opérations de fusion-acquisition sont facilitées, la gestion mieux surveillée, la performance boursière participe à la promotion des produits auprès des consommateurs. En revanche, la Bourse suppose une transparence – contrepartie de la liberté managériale du dirigeant – qui peut être considérée comme un handicap concurrentiel<sup>4</sup>. Elle est soumise à des contraintes réglementaires qui peuvent être considérées comme trop lourdes et non adaptées aux PME-ETI. L'ouverture du capital à des tiers investisseurs emporte des conséquences sur la gouvernance et le contrôle de la société, comme c'est le cas cependant pour le capital-investissement.

Le capital-investissement (private equity) s'est beaucoup développé ces dernières années. Encore récemment, la

startup Mirakl a eu recours à des fonds de private equity pour réaliser sa levée record de 300 M\$. Comme cela a été identifié dans de multiples analyses, la souplesse, la confidentialité, l'accompagnement et les niveaux de valorisation offerts par l'investissement privé sont des avantages importants pour les entreprises, notamment les plus petites. Si certains dirigeants regrettent l'immixtion des fonds dans l'activité de l'entreprise, parfois jugée intrusive, l'arbitrage entre coût de financement et flexibilité est souvent jugé à l'avantage de ce dernier.

Ainsi, en 2019, 20,9 Mds€ (+12% vs. 2018) de capitaux ont été levés par le private equity en France<sup>5</sup> et 25 Mds€ sur les marchés. Parmi ces levées, les IPO n'ont concerné que 9 entreprises et représenté 2,6 Mds€, un chiffre certes en hausse par rapport à 2018 (+1 Md€), mais largement soutenu par les cotations de La Française des Jeux (1,88 Md€) et Verallia (888M€).

Cette tendance n'est pas propre à la France. En 2019, les fonds levés lors d'introductions en Bourse dans le monde ont atteint 188,8 Mds\$, soit 10 % de moins qu'en 2018. Et, en Europe, 2019 est la pire année depuis six ans.<sup>6</sup>

## 2. Toutes les entreprises n'arrivent pas, cependant, à trouver des fonds pour les accompagner. Un phénomène de sélection adverse nuit à la crédibilité de la place.

En raison des biais décrits plus haut et des conditions de marché difficiles de ces deux dernières années, parmi les candidats à la cotation figurent des sociétés n'ayant pas réussi à lever auprès d'acteurs privés les fonds dont elles avaient besoin. Cette antisélection se traduit par des petites levées de fonds et des parcours difficiles. En 2019, seulement 384M€ ont été levés par 10 PME sur Euronext Growth, soit un ticket moyen de 38 M€.

Insuffisamment matures, souffrant d'un manque de crédibilité, les valeurs qui cotent trop tôt échouent souvent en Bourse et affaiblissent la crédibilité de la

place. Ce phénomène, identifié pour les entreprises technologiques, peut être étendu à l'ensemble des entreprises.

Si la place de Paris compte de nombreuses success stories de sociétés cotées, ces quelques parcours heurtés entraînent des effets de communication indésirables autour de la Bourse, alors que celle-ci a vocation à attirer les champions français et/ou européens.

<sup>3</sup> Voir notamment le rapport Tibi (2019), AFG (2019), Villeroy de Galhau (2015), de Marigny (2015), CNI (2014).

<sup>4</sup> X. Mahieux, « Choix du financement externe en fonds propres des PME et ETI », Revue d'économie financière, 2016.

<sup>5</sup> France Invest, Activité des acteurs français du capital-investissement, 2019.

<sup>6</sup> Laurence Boisseau, « Introductions en Bourse : 2019 est la pire millésime depuis trois ans », Les Echos, 2 janvier 2020.



### 3. L'affaiblissement de la recherche, un accélérateur de déclin.

#### LA COUVERTURE DES PME-ETI EN BOURSE EST HISTORIQUEMENT FAIBLE.

La corrélation entre couverture des valeurs par les bureaux de recherche et capitalisation boursière des entreprises est documentée dans une étude de l'Amafi sur la couverture des entreprises par la recherche<sup>7</sup>. Selon cette étude, les valeurs de capitalisation comprises entre 10 et 150 M€ sont en moyenne couvertes par moins d'un analyste, tandis que celles dont la capitalisation est comprise entre 1 et 5 Mds€ sont en moyenne couvertes par presque 10 analystes. La couverture des valeurs françaises de moins de 1 Md€ de capitalisation s'est globalement dégradée entre fin 2005 et 2017.

L'étude de l'Amafi pointe par ailleurs deux facteurs de fragilité sur la couverture des petites et moyennes valeurs :

- L'offre est essentiellement assurée par les acteurs locaux,
- L'offre est plus fortement concentrée : les 3 prestataires les plus actifs représentent 40% de l'offre sur les valeurs de moins de 1 Md€ de capitalisation.

Parmi les causes structurelles de ce phénomène, le rapport Tibi pointe le volume d'échange trop faible pour garantir un montant suffisant de commissions et une attention sérieuse de la part des gestionnaires d'actifs.

Les petites entreprises, plus fragiles en Bourse, sont par ailleurs structurellement mal couvertes pour des raisons fondamentales liés à leur taille, des conditions qui seront difficiles à faire évoluer.

#### DEUX AUTRES FACTEURS RÉCENTS DE FRAGILISATION, L'UN CONJONCTUREL, L'AUTRE RÉGLEMENTAIRE.

Sur le plan conjoncturel, l'AMF identifie dans son rapport que la faiblesse de la demande de capitaux dans un contexte déflationniste, conjuguée au développement de la gestion passive, a limité la demande de recherche sur le marché. L'offre de capitaux est donc cruciale et les travaux engagés pour diriger l'épargne vers l'investissement en actions doivent impérativement être accélérés.

Sur le plan réglementaire, MIF 2 a découplé recherche et courtage faisant de ce dernier un marché à part entière qui peine à trouver son modèle économique. Ce mouvement, engagé dès les années 2000 au Royaume-Uni avec le rapport Myners<sup>8</sup> et progressivement intégré à la réglementation européenne, avait pour objectif de limiter les risques de conflit d'intérêt afin de protéger les investisseurs. Il consiste en la restriction, voire en l'interdiction pour les prestataires de services de gestion

de percevoir des incitations (« *inducement* » en anglais) incompatibles avec les intérêts de leurs clients.

Cette réglementation a pour effet de créer un marché de la recherche distinct de celui du courtage, avec ses prix, ses acheteurs et ses vendeurs, mais surtout globalement de réduire la production et l'utilisation de cette recherche, notamment sur les entreprises de taille petite et moyenne, ce qui constitue un handicap important, au moment où l'objectif serait d'accroître leur accès au marché.

Ainsi, selon l'AMF, l'essentiel des parties prenantes de la place de Paris considère que la réforme a, de fait, encore fragilisé les capacités de production d'analyse financière. En 2019, leur chiffre d'affaires aurait ainsi reculé de 20 à 30 %<sup>9</sup>. Sous l'effet de l'attrition des revenus, le secteur se concentre. De quelques 700 en 2000, le nombre d'analystes est passé à 500 en 2005 puis 232 aujourd'hui sur la place de Paris. Après Oddo BHF et Natixis, à l'été 2018, MainFirst Bank a repris les activités de Raymond James à Paris et à Londres. D'autres rapprochements pourraient suivre.

#### UN EFFET MAJEUR SUR LA LIQUIDITÉ ET L'ATTRACTIVITÉ DES TITRES.

Une étude universitaire, commandée par l'Ofem<sup>10</sup>, confirme statistiquement la corrélation entre degré de couverture et liquidité des titres. Lorsque le nombre d'analystes augmente d'une unité, le spread bid-ask diminue de 2,7% dans l'une des régressions étudiées. Le mécanisme à l'œuvre serait conforme à l'a priori théorique : une augmentation (diminution) de la couverture des firmes augmenterait (réduirait) l'information publique disponible, ce qui réduirait (augmenterait) les asymétries d'information et diminuerait (augmenterait) ainsi le spread bid-ask.

De même, la liquidité des titres est l'un des avantages fondamentaux de la Bourse dont les petites entreprises bénéficient moins que les autres. La dégradation de l'offre de recherche asséchant encore la liquidité de ces titres, et la recherche déclinant en particulier sur les petites entreprises (aucun bureau de recherche financière ne couvre un titre de moins de 10 millions d'euros de capitalisation), la mise en place de MiFID 2 entraîne une limitation de l'accès à la Bourse pour les petites et moyennes entreprises.

<sup>7</sup> Amafi, Analyse financière, Etude sur la couverture des valeurs françaises par les bureaux de recherche de 2005 à 2017, septembre 2018.

<sup>8</sup> P. Myners, Institutional Investment in the United Kingdom, HM Treasury, mars 2001.

<sup>9</sup> Laurence Boisseau, « L'hémorragie d'analystes financiers menace la Bourse de Paris », Les Echos, 12 février 2020.

<sup>10</sup> OFEM, étude Galanti et al « Rôle des analystes sur l'attractivité et la liquidité des PME-ETI », février 2018.

## 4. La Bourse et la crise sanitaire : une opportunité de renouveau.

La crise du Covid-19 a freiné la dynamique naissante observée début 2020 sur la place de Paris et pourrait être de nature à amplifier le cercle vicieux décrit *supra* si aucune action n'était engagée. Elle présente toutefois des opportunités intéressantes, avec notamment un regain d'intérêt pour les modèles d'affaires innovants chez les investisseurs et un afflux d'investisseurs individuels. L'enjeu de relance de la Bourse se trouve renforcé par le besoin en fonds propres des entreprises.

### UN REGAIN D'INTÉRÊT POUR LES MODÈLES D'AFFAIRES INNOVANTS CHEZ LES INVESTISSEURS.

La crise a été marquée par une rapide rotation du capital au sein même de la classe d'actifs actions qui a bénéficié aux entreprises innovantes (Tech et santé) et à revenus/trésorerie résilients (énergie et services d'intérêt public), avec des performances jusqu'à 4 fois supérieures aux autres secteurs.

Comme lors des crises de 2000 et 2008, 80% des premières opérations de levées secondaires concernent des entreprises dont l'innovation sera un vecteur de croissance et donc de rendement. Les entreprises de la Tech et de la santé ont ainsi levé 1 Md€ en dépit des difficiles conditions de marché.

Ce regain d'intérêt pour la Tech et la santé constitue une excellente opportunité de recréer un narratif positif autour de la Bourse par l'arrivée de « pépites » françaises de l'innovation sur les marchés.

### UN REGAIN D'INTÉRÊT DES INVESTISSEURS PARTICULIERS POUR LA BOURSE.

Entre fin février et début avril, 580 000 investisseurs particuliers ont acheté des actions du SBF 120, dont plus de 150 000 nouveaux investisseurs selon l'AMF. Ces primo-investisseurs en Bourse ont un profil plus jeune que la moyenne des investisseurs particuliers et prennent plus de risques.

### REPOSITIONNER LA BOURSE AU CŒUR DU RÔLE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES.

Le scénario médian du service d'économie de la Banque Européenne d'Investissement (BEI) estime que les entreprises européennes perdraient en chiffre d'affaires entre 4% et 8% d'équivalent de leurs actifs, soit entre 1900 Mds€ et 3400 Mds€ à l'échelle européenne<sup>11</sup>. La dette des entreprises françaises a par ailleurs franchi les 1800 Mds€, un niveau historique alimenté notamment par les 120 Mds€ de Prêts Garantis par l'Etat distribués pendant la crise. La pression inédite sur les notations

confirme un déséquilibre : selon S&P, le nombre d'avis de dégradations potentielles (perspectives négatives, *credit watch*) s'élevait à 1287 fin avril, contre 1028 en avril 2009 en pleine crise financière. Le besoin de financement en fonds propres est donc pressant pour nombre d'entre elles.

Par ailleurs, l'observation<sup>12</sup> des crises récentes montre que les investisseurs boursiers soutiennent les entreprises cotées par le biais de *capital secours* via des levées sur les marchés secondaires. La Bourse peut ainsi être une solution pour les entreprises ponctuellement affectées par la crise, mais dont le business model est durablement générateur de valeur.

### L'ATTENTION PROGRESSE SUR LA FINANCE À IMPACT.

La crise sanitaire s'est accompagnée d'une intensification de l'attention portée aux questions environnementales, sociales et de gouvernance.

Accroître l'offre de capitaux à destination des entreprises qui contribuent aux objectifs de développement durable de l'ONU et faciliter l'accès aux marchés de capitaux pour cleantech/greentech innovantes font partie des solutions pour redynamiser la Bourse.

<sup>11</sup> Debora Revoltella, Laurent Maurin, Rozália Pál, *EU firms in the post-COVID-19 environment: Investment-debt trade-offs and the optimal sequencing of policy responses*, 2020.

<sup>12</sup> Étude d'Euronext démontrant qu'au premier rang des secteurs ayant levé le plus de capitaux post-crisis figurent les secteurs directement affectés par la crise (Technologie et Télécommunication en 2000, Finance et Immobilier en 2008).

## II. SORTIR DE L'IMPASSE PAR UN CHOC DE CONFIANCE : CRÉDIBILITÉ, TRANSPARENCE ET LIQUIDITÉ

Sortir des difficultés actuelles demande de réarticuler, sans les opposer, les rôles du capital-investissement et de la Bourse dans le financement des entreprises.

Il est sûrement illusoire, compte tenu de ce qui précède, de penser que les petites entreprises sont toutes destinées à accéder rapidement à la Bourse. Introduire des entreprises trop petites expose l'ensemble du marché à un risque de crédibilité et ne convient pas forcément aux contraintes (flexibilité, confidentialité) de ces dernières.

Cela va par ailleurs à rebours de ce qui a pu être constaté aux Etats-Unis où les entreprises à succès se sont introduites en Bourse de plus en plus tardivement : l'âge moyen d'introduction des entreprises américaines soutenues par des fonds de capital-innovation est passé de quatre ans et demi sur la période 1990-2001 à six ans et demi sur la période 2002-2017<sup>13</sup>, allongement allant de pair avec l'essor du capital investissement. Facebook

s'est introduit avec une valorisation de 104 Mds\$ après 8 ans d'existence.

Le rapport Tibi met en exergue le rôle de sélection et d'accompagnement joué par les fonds « pré-IPO », qui captent une partie de la valeur qui se réalise habituellement sur le marché en accompagnant les entreprises et en sécurisant leur cotation. Une étude<sup>14</sup> montre d'ailleurs que les entreprises ayant bénéficié d'une levée pré-IPO réussissent mieux en Bourse que les autres<sup>15</sup>.

Nous souscrivons à cette analyse et estimons que les deux points clefs sont (I.1) celui de la crédibilité de la cote par la sélectivité et l'accompagnement des entreprises et (I.2) la création des conditions d'une réussite en Bourse, grâce à une recherche de qualité et une liquidité satisfaisante.

### 1. Créer un choc de confiance : la crédibilité.

Beaucoup d'initiatives ont été prises pour renforcer la crédibilité des candidats à la Bourse. Le recours à des « Key Advisor » a été rendu obligatoire, le statut de « Listing Sponsor » a été créé pour la cotation sur Euronext Growth. Des initiatives d'accompagnement ont été établies, comme TechShare et FamilyShare. On peut également citer la task force de l'AMF qui accompagne les entreprises<sup>16</sup>.

Une voie qui semble la plus structurelle pour restaurer la crédibilité est de développer la pratique de l'accompagnement par des fonds *cornerstone*, afin d'aller dans le sens d'un renforcement de la sélectivité de l'accès à la Bourse.

#### DÉVELOPPER LA PRATIQUE DES INVESTISSEURS CORNERSTONE.

Très répandu en Suède ou à Hong Kong, où cette pratique est règlementée depuis 2010, le recours aux « *cornerstone investors* » n'est pas encore très développé

sur les marchés européens. Il consiste à allouer une partie du capital proposé à certains investisseurs avant même la construction du livre d'ordres. Ils apparaissent dans le prospectus, souscrivent au prix d'introduction et sont généralement engagés sur une période de lock-up. Ils disposent en contrepartie d'un siège au conseil d'administration. Jouissant d'une excellente réputation, ces investisseurs facilitent l'opération lui apportant publicité et crédibilité.

En Europe, la pratique se développe depuis 10 ans. En 2011, l'IPO de Glencore est réalisée en ayant recours à des investisseurs piliers, en l'espèce un fonds d'Abu Dhabi, des *hedge funds* et des banques suisses<sup>17</sup>.

A Paris, cette pratique n'est pas règlementée mais elle se développe. Elle se rencontre surtout dans les petites opérations, notamment de biotech<sup>18</sup>, mais également pour de plus grosses comme Verallia en 2019. Pour cette introduction, la plus importante à Paris depuis 2017 hors La Française des Jeux, avec 888M€ levés, Bpifrance et

<sup>13</sup> Rapport Tibi d'après la National Venture Capital Association.

<sup>14</sup> Atlas Venture, novembre 2014.

<sup>15</sup> Selon cette étude, sur 94 introductions d'entreprises du domaine de la santé entre 2013 et 2014, les 24 entreprises ayant reçu un financement pré-IPO avaient un multiple de valorisation médian supérieur de 128%, au moment de la cotation, à celui d'entreprises n'ayant pas reçu un tel financement.

<sup>16</sup> AMF, « La task-force dédiée de l'AMF au plus près des PME : bilan des rencontres de l'année 2018 », Déc. 2018.

<sup>17</sup> Florent Le Quintrec, « Des introductions en Bourse d'un genre nouveau en Europe », AGEFI, 2020.

<sup>18</sup> Martine Charbonnier (AMF), citée par l'AGEFI en 2017.

Brasil Warrant Administração se sont engagés à jouer le rôle d'investisseur pilier avec une durée de lock-up d'un an, contre 6 mois habituellement.

Le rapport Tibi recommande de faire de cette pratique une pratique de place, ce qui permettrait d'apporter les garanties nécessaires pour regagner la confiance des investisseurs. Nous souscrivons à cette proposition tout en soulignant que les fonds piliers doivent être des fonds d'une taille et d'une crédibilité suffisantes pour jouer pleinement leur rôle et avoir l'appétit pour le faire. Or comme le souligne le rapport Tibi, ou avant lui le rapport Villeroy de Galhau<sup>19</sup>, en France, il existe peu de fonds *late stage* ou *cross-over* spécialisés dans l'accompagnement des entreprises en Bourse. La mise en œuvre de cette pratique requiert donc d'autres actions développées *infra*.

#### PROPOSITION N°1

Promouvoir la pratique de l'investisseur pilier sur la place de Paris, afin de faciliter les prochaines introductions en Bourse.

#### FAIRE ÉMERGER DES VÉRITABLES FONDS PRÉ-IPO À L'ÉCHELLE EUROPÉENNE.

Une condition à cette proposition est l'émergence de fonds d'investissement de taille critique capables de jouer ce rôle. Les tickets moyens investis dans les entreprises aujourd'hui ne sont pas à la hauteur du développement de l'industrie financière française, avec une moyenne d'environ 1,5 M\$ par entreprise contre 11 M\$ aux Etats-Unis et 7 M\$ en Israël (cf. graphique *infra*).

Pour cela il faut favoriser le développement de l'écosystème du venture capital et du capital développement en agissant à l'échelle européenne.

#### Créer les conditions réglementaires

Face au constat de l'insuffisante taille des fonds, le rapport Villeroy de Galhau se proposait de développer des fonds à taille européenne. Cette proposition mérite d'être reprise et développée.

La directive 2019/1160 et le règlement 2019/1156 ont modifié les directives OPCVM (2009/65) et AIFM (2011/61) pour harmoniser les exigences, interdire aux Etats d'obliger les gestionnaires à avoir une présence locale, établir des principes communs quant aux frais de courtage, prévoir la création d'une base de données sur la commercialisation transfrontalière des produits.

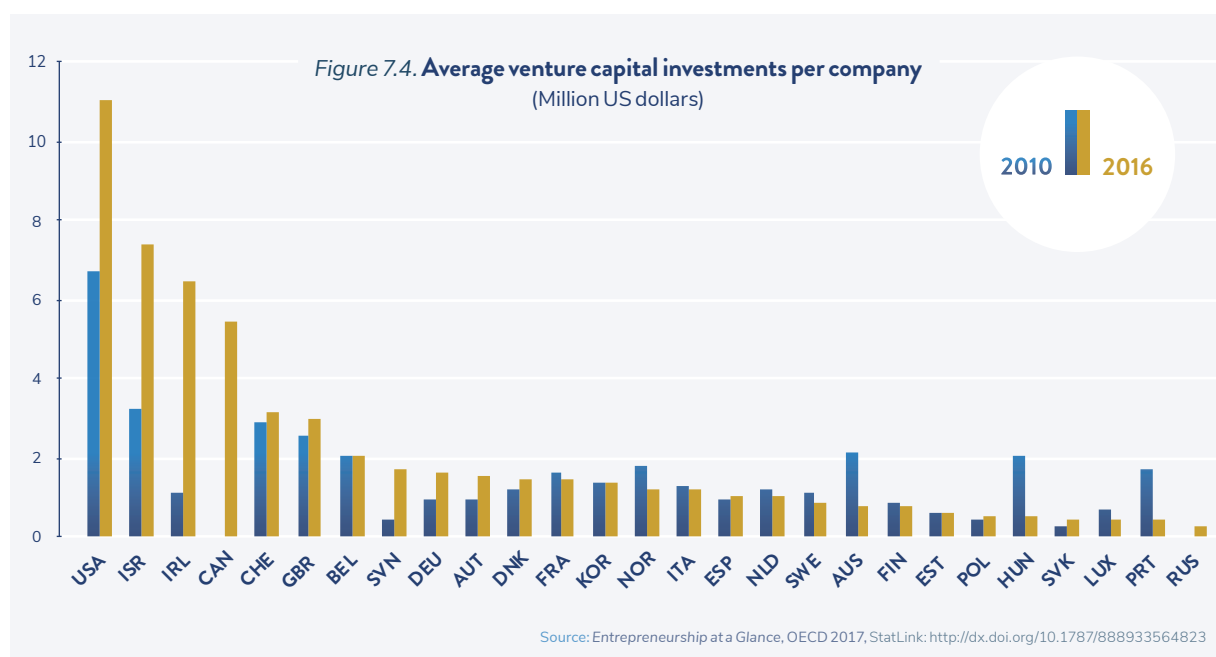
Les Etats membres doivent maintenant transposer la directive avant le 2 août 2021. Il importe de mettre en place une adoption accélérée des textes de transposition.

#### PROPOSITION N°2

Appeler le gouvernement à transposer rapidement la directive 2019/1160 qui rénove la directive OPCVM.

Par ailleurs, dans la suite des réflexions menées au *High-Level Forum* sur l'Union des marchés de capitaux (UMC), et aujourd'hui dans le cadre de l'*European Action Plan*, de nouvelles étapes vers l'harmonisation réglementaire et fiscale sont proposées pour à la fois faciliter l'établissement de grands fonds de capital-développement européen et faciliter la cotation intra-communautaire. Nous considérons l'ensemble de ces propositions visant à harmoniser le marché des capitaux d'un point de vue fiscal et réglementaire comme essentielles<sup>20</sup>.

Par ailleurs, le règlement 2019/1238 du 20 juin 2019 qui a institué un produit paneuropéen d'épargne-retraite



<sup>19</sup> F. Villeroy de Galhau, Le financement de l'investissement des entreprises, septembre 2015.

<sup>20</sup> A new vision for Europe's capital markets, Interim report of the High-Level Forum on the CMU, Janvier 2020.

individuelle (PEPP) va dans le bon sens. Ce fonds pourrait recevoir un mandat de gestion imposant d'investir dans des poches actions *late-stage* en contrepartie d'une garantie de la Banque Européenne d'Investissement. Cela se rapprocherait de l'idée de « Fonds européen d'épargne et d'investissement » mise en avant par Jacques de Larosière et les membres de l'Euro 50 Group en 2014<sup>21</sup> et relayée par le rapport Villeroy de Galhau.

Cette proposition doit également être portée dans le cadre de l'Action Plan Européen.

### PROPOSITION N°3

Souligner, dans le cadre de l'European Act, la nécessité urgente de :

- Accélérer la mise en place des mesures d'harmonisation fiscale et réglementaire, qui faciliteront l'établissement de grands fonds de capital-développement européens et lèveront les freins à la cotation intra-communautaire ;
- Adapter le mandat du produit d'épargne paneuropéen retraite récemment créé, afin de l'orienter vers l'investissement en actions.

### Encourager la création de fonds cross-over

La pratique de marché visant à stimuler l'activité d'investisseurs *cornerstone* s'appuie souvent sur des fonds publics/privés. En sanctuarisant les capitaux destinés à faire le lien entre financement privés et financement par les marchés, on assure la disponibilité de l'offre en capital pour la transition privé/public. Les premiers fonds de type *cross-over* ont émergé aux Etats-Unis vers la fin des années 1980 et ont significativement contribué à l'essor des IPO du secteur technologique. En France, seuls quelques fonds se positionnent sur la thématique.

### PROPOSITION N°4

Encourager la création de fonds de type *cross-over* en Europe et notamment en France :

1. Encourager la création de fonds public-privé au niveau européen, tels qu'étudiés par le Fonds européen d'investissement ;
2. S'assurer que, parmi les fonds Tibi labellisés, figurent des fonds *cross-over* dans une proportion significative.

### Structurer et intensifier la formation

Un autre levier essentiel pour le développement de ces fonds est l'amélioration de la formation. La valeur d'un fond pré-IPO réside autant dans la connaissance du

marché coté, vers lequel l'entreprise se dirige (la plupart des fonds pré-IPO aux Etats-Unis sont gérés par des gestionnaires d'actifs cotés) et une connaissance technique approfondie de l'activité de l'entreprise. Les entreprises peuvent participer à renforcer les compétences dans ce domaine pour accroître l'impact des futurs fonds.

### PROPOSITION N°5

Créer des passerelles entre le monde du coté et du non coté :

1. Parcours mixtes VC / gestion d'actifs dans les écoles de commerce pour préparer une génération au métier exigeant d'investisseur pré-IPO ;
2. Développer une offre de formation pour les directeurs de participation des fonds de Private equity et les familiariser avec la Bourse, notamment via le programme PShare d'Euronext ;
3. Sur le modèle américain, encourager la création d'équipes spécialisées au sein même des gestionnaires d'actifs et accompagner les fonds de private equity dans leur démarche vers le coté.

### FACILITER L'INVESTISSEMENT D'ACTEURS EUROPÉENS ET PROMOUVOIR LES SUCCESS STORIES.

#### Améliorer l'information disponible sur le tissu des PME-ETI

Il est important de rendre l'information financière des PME-ETI plus lisible. La Banque de France publie déjà une cotation spécifique pour les PME qui va dans ce sens. Une plus grande harmonisation dans la publication et la mise à disposition des comptes en Europe est souhaitable. Nous reprenons ici le rapport Demarigny<sup>22</sup> qui se propose de favoriser la publication volontaire d'informations financières brutes standardisées (états financiers périodiques audités, etc...) par les start-up, les PME et ETI cotées et non cotées. Toutefois, cette publication doit rester optionnelle pour ne pas imposer de contraintes supplémentaires à des entreprises qui n'en verraient pas l'intérêt compte tenu de leur profil.

### PROPOSITION N°6

Améliorer l'information disponible sur les PME-ETI en favorisant la publication volontaire d'informations financières brutes standardisées, en vue d'abaisser les barrières à l'entrée sur le marché du financement pré-IPO.

<sup>21</sup> E. Alphanéry, J. de Larosière, O. Garnier, D. Gros, T. Meyer, Proposition de fonds européen d'épargne et d'investissement, Euro 50 Group, mars 2014.

<sup>22</sup> F. Demarigny, 25 recommandations pour une unions des marchés de capitaux, mai 2015.

### Renforcer la promotion des pépites technologiques françaises

Il est important d'améliorer l'information disponible sur les PME-ETI phares avant et après leur cotation afin de consolider leur visibilité auprès d'investisseurs et ainsi soutenir leur accès au financement. L'initiative French Tech 120/Next 40 pour valoriser les startups françaises va dans ce sens mais se concentre sur les entreprises technologiques et non cotées. Il est nécessaire de diversifier ces labels pour promouvoir la visibilité des succès qui aboutissent à la cotation, notamment pour continuer l'accompagnement de ces entreprises qui viendraient sur les marchés.

#### PROPOSITION N°7

Promouvoir les succès afin de contribuer à encourager la cotation des pépites technologiques :

1. Inscrire la promotion de la French Tech cotée dans les objectifs de la French Tech, avec l'introduction de dispositifs de visibilité et de soutien ad-hoc ;
2. Soutenir la création d'un label pour les pépites industrielles, dans le sillage du French Tech 120/Next 40 ;
3. Prendre position pour une harmonisation des soutiens publics à destination des PME-ETI phares, cotées ou non cotées.

### Lever les barrières à un financement pan-européen des PME-ETI

Les bénéficiaires de la Bourse, tels que perçus par les entreprises non cotées (cf. *supra*), peuvent être décuplés par une dimension européenne, autant en termes de liquidité/accès investisseurs qu'en termes de crédibilité. L'accès d'investisseurs européens au capital de PME-ETI cotées françaises et la visibilité qui en découle sont aujourd'hui inhibés par des contraintes techniques liées à la cotation, la post-cotation et la réglementation.

#### PROPOSITION N°8

Demander des mesures de simplification de l'organisation des marchés primaires européens :

1. Créer un mécanisme européen d'appel public à l'épargne ;
2. Eliminer les obstacles européens aux cotations transnationales (fluidifier le passporting, faciliter la conservation/règlement-livraison de valeurs étrangères, faciliter la libre négociation des titres via les broker etc.).

## 2. Plus de transparence et liquidité par le développement de la recherche.

Parmi les arguments qui justifient une introduction en Bourse figure avant tout la meilleure efficacité du marché, qui permet une meilleure valorisation et une baisse du coût de financement.

Or, l'efficacité de la Bourse par rapport aux autres financements est liée à la transparence et à la liquidité. Ce sont donc là les deux « services » fondamentaux qu'attendent les entreprises qui vont se coter en Bourse et les investisseurs.

Attirer les entreprises suffisamment mûres (cf. *infra*) et les investisseurs vers la Bourse requiert donc d'assurer tout d'abord un haut degré de performance informationnelle, ce qui est le rôle en particulier de la recherche.

La réglementation MiFID 2 avait pour objectif de créer un marché de la recherche distinct de celui du courtage afin d'éviter tout risque de conflit d'intérêt et protéger les investisseurs. Cette réglementation pose, aujourd'hui, un certain nombre de difficultés rappelées *supra*, avec notamment le déclin de la production et de l'utilisation de cette recherche, au moment où il s'agit d'orienter les entreprises – notamment les petites et moyennes entreprises – vers les financements de marché. La Commission Européenne a admis le principe d'une réouverture de cette directive, mais en fixant le calendrier au 3<sup>e</sup> trimestre 2021. Il importe qu'un groupe de travail soit organisé pour élaborer nos recommandations de la place de Paris dans la perspective de cette réouverture du texte européen.

Dans l'immédiat, un rapport de référence sur ce sujet a été remis à l'AMF en janvier 2020<sup>23</sup> et donne lieu à un plan d'action pour la place de Paris<sup>24</sup>. Nous souscrivons à l'objectif général de relance de la recherche sur la base des recommandations de ce plan d'action de l'AMF.

### DÉVELOPPER LA RECHERCHE SPONSORISÉE.

Une première piste pour relancer l'économie de la recherche est celle de la « recherche sponsorisée », c'est-à-dire payée par l'émetteur.

La recherche financée par les émetteurs est obligatoire dans certains pays, comme l'Italie ou le Royaume-Uni, où les régulateurs imposent aux émetteurs de payer une analyse sur leur titre. Elle est en développement en France, où 368 contrats étaient recensés mi-2019 contre 289 fin 2017<sup>25</sup>.

L'indépendance de cette recherche peut, cependant, être mise en cause par les investisseurs, même si c'est la pratique pour la notation des titres de dette. Il faut donc rassurer les acteurs du marché pour développer cette pratique.

L'établissement d'un cadre sous la forme d'une charte et

d'un contrat-type, comme le propose l'AMF, est la bonne voie. Le collège Entreprises de Paris EUROPLACE, aux côtés du collège Investisseurs, pourrait être utile pour approfondir cette discussion et élaborer cette charte. Le collège se propose donc de participer à la concertation que va lancer l'AMF et de réagir sur le texte que la SFAF<sup>26</sup> a déjà rédigé.

### AMÉLIORER LA DISTRIBUTION DE LA RECHERCHE INDÉPENDANTE ET SPONSORISÉE.

#### Organiser le marché de la recherche indépendante

Un autre angle de réflexion de l'AMF est d'étendre la distribution de l'analyse financière. L'AMF propose d'établir une plateforme qui permettrait de mutualiser les coûts de recherche entre investisseurs.

Cette idée semble à préciser. Nous en faisons ici notre propre interprétation. Afin de mutualiser les coûts, cette plateforme pourrait fonctionner par abonnement permettant un accès illimité à la recherche disponible. Les bureaux de recherche seraient rémunérés au nombre de clic sur leurs contenus, ce qui permettrait une rémunération qui se rapprocherait, dans sa distribution par titre couvert, de celle connue antérieurement et fondée sur le volume d'échange.

Les deux questions principales à résoudre étant celle de la propension des acteurs à payer et celle de la facturation, ces plateformes numériques répondraient à l'enjeu puisqu'elles faciliteraient l'un et l'autre, un peu à la manière dont les plateformes audiovisuelles (Netflix, Deezer...) ont permis de réinsérer le consommateur de contenus multimédia dans le circuit économique.

La libre distribution de la recherche sponsorisée suppose qu'un équilibre soit trouvé pour permettre la soutenabilité des *business models* existants. Aujourd'hui, deux modèles existent : les notes d'analyse financière peuvent être payées en totalité par l'émetteur et sont alors librement diffusables, ou les notes sont payées en partie par l'émetteur et en partie par la base d'investisseurs du broker. La diffusion est alors naturellement limitée. Il est essentiel que les dispositions à venir sur la distribution de la recherche sponsorisée intègrent ces contraintes économiques sous peine de renforcer les coûts supportés par les émetteurs ou d'altérer encore la couverture en analyse des valeurs moyennes.

#### Faire contribuer la gestion passive

Le plan d'action de l'AMF rappelle que la gestion passive ne participe pas à la mécanique de formation des prix et, qu'à ce titre, elle participe à un phénomène de « passager clandestin » dans lequel elle bénéficie de la

<sup>23</sup> J. Eli-Namer et T. Giami, *Relancer la recherche après MIF 2*, AMF, janvier 2020.

<sup>24</sup> AMF, *Plan d'action en faveur de la recherche en investissement*, janvier 2020.

<sup>25</sup> Laurence Boisseau, « MiFID 2 : le gendarme boursier vole au secours de l'analyse financière », Les Echos, 28 j. 2020.

<sup>26</sup> Société Française des Analystes Financiers.

recherche sans y contribuer. Nous nous positionnons donc favorablement sur la proposition de lancer un travail au niveau européen sur la façon dont la gestion passive peut participer au financement de la recherche.

Au-delà d'un véhicule fiscal, qui sera long, complexe et incertain, dans sa mise en œuvre, une autre piste serait de réunir les grands acteurs de la gestion passive pour leur proposer une contribution forfaitaire à la plateforme (cf. *supra*).

### Apporter un soutien public ciblé

Le plan d'action de l'AMF propose d'établir un parallélisme entre soutien financier public à l'innovation et recherche sur les petites entreprises innovantes, afin de faire bénéficier à cette recherche des programmes de financement de Bpifrance.

Comme il a été évoqué *supra*, l'objectif global étudié dans ce rapport est de parvenir à ce que les entreprises accèdent à la cote à un stade de maturité, et donc à une taille supérieure (même si le lien entre taille et maturité n'est pas toujours vérifié).

En revanche, la plateforme évoquée dans le paragraphe précédent pourrait être utilement accompagnée, par exemple par des garanties de Bpifrance auprès des entrepreneurs qui feront une proposition business, afin de rémunérer la mission de « service public » que représente une telle activité.

#### PROPOSITION N°9

Mettre en place des mesures visant à renforcer la recherche au service des sociétés cotées :

- Développer la recherche sponsorisée et participer au nom du collège Entreprises de Paris EUROPLACE, conjointement avec le collège Investisseurs, à l'élaboration d'une charte ;
- Participer à l'établissement d'une future plateforme numérique de la distribution de la recherche ;
- Réunir les acteurs de la gestion passive pour réfléchir à une contribution directe et ou indirecte au financement de la recherche, éventuellement par le financement d'une plateforme de distribution de la recherche ;
- Inciter Bpifrance à accompagner le ou les entrepreneurs qui se saisiront de l'opportunité business associée à l'établissement de la plateforme numérique de distribution de la recherche.

#### ADAPTER LE CADRE RÉGLEMENTAIRE

L'AMF propose dans son plan d'action de faire évoluer plusieurs dispositions du cadre réglementaire de MiFID 2.

Plusieurs propositions semblent aller dans le bon sens, comme l'introduction d'un concept de « conditions commerciales raisonnables » ou l'instauration d'un régime adapté pour les établissements de recherche indépendante, dont l'activité ne devrait pas, par construction, être impactée par la nouvelle réglementation. Ce sujet est une haute priorité.

Par ailleurs, il est également essentiel de poursuivre les efforts de réorientation de l'épargne vers l'investissement en actions. A ce titre, il est indispensable de desserrer les contraintes de capitaux propres pesant sur les assureurs lorsqu'ils investissent en actions, dans le cadre de la révision en cours de Solvency 2. C'est pourquoi Paris EUROPLACE appuie fortement la position de l'industrie de l'assurance dans sa réponse à la consultation européenne sur la réouverture de Solvency 2, concernant l'assouplissement des contraintes de capitaux propres pour l'investissement en actions des entreprises, comme la position des banques françaises concernant les assouplissements indispensables de la réglementation Bâle 3.

De même, comme Paris EUROPLACE le rappelle depuis plusieurs années, la fiscalité de l'épargne doit être rééquilibrée entre les produits de taux sans risque et l'épargne investie en actions. Une fiscalité d'avantage orientée vers l'encouragement à la détention du capital à long terme est indispensable, tant au plan français qu'europpéen, et constitue une nécessité de premier plan pour accélérer notamment la relance des financements en fonds propres des entreprises, au sortir de la crise.

#### PROPOSITION N°10

Dans le cadre de l'*European Action Plan*, prioriser les dispositions suivantes :

- Réouvrir la directive Mifid pour réexaminer les conditions de développement de la recherche en finance en Europe, pour accompagner dans les meilleures conditions les entreprises cotées, et notamment les PME-ETI cotées ;
- Assouplir les contraintes prudentielles sur l'investissement à long terme, notamment à travers la revue de Solvency 2 pour les assurances Et en utilisant la flexibilité contenue dans Bâle 3 pour les banques, il s'agit d'une priorité essentielle ;
- Rééquilibrer la fiscalité de l'épargne appliquée aux produits de taux sans risque et à l'épargne investie en actions, mettre en place une fiscalité d'avantage orientée vers l'encouragement à la détention du capital à long terme, tant au plan français qu'europpéen.
- Faciliter l'accès au marché boursier pour les PME : simplifier les règles de cotation et créer un fonds de soutien à l'introduction des PME en bourse.



## PROMOUVOIR LES MARCHÉS DE CAPITAUX ET ASSURER LEUR PRÉSERVATION.

Aujourd'hui, plusieurs groupes dont l'objectif est de sauvegarder les intérêts de place de Paris coexistent. Aucun de ces groupes n'a pour véritable mission de représenter les marchés de capitaux et prendre position pour défendre leur rôle afin d'assurer le maintien de leurs bénéfices pour l'économie (cf. *supra*).

La mise en place d'un tel groupe permettrait notamment de dédier des ressources à la sauvegarde des marchés de capitaux, pour les bénéfices d'utilités publiques.

### PROPOSITION N°11

Etudier la création d'une commission/entité, au sein de Paris EUROPLACE, dédiée à la promotion des marchés de capitaux efficaces dans le débat public.

## VERS LA BOURSE À IMPACT.

Le renforcement des préoccupations en matière sociale et environnementale dans le sillage de la crise sanitaire induit une exigence accrue vis-à-vis des demandeurs de capitaux, cotés ou non cotés. Les attentes de bonne gouvernance (politiques de rémunération), d'égalité des chances (parité, etc.) et d'engagement environnemental doivent être revues pour les sociétés cotées ou non cotées.

De même, il est nécessaire d'orienter davantage de capitaux vers des actifs à contribution positive aux plans social et environnemental tout rétribuant/reconnaissant les efforts des acteurs pleinement engagés dans la construction du monde de demain.

### PROPOSITION N°12

Intégrer les enjeux sociaux et environnementaux comme catalyseurs de la redynamisation de la Bourse :

1. Mettre en place des règles du jeu équitables en matière de bonnes pratiques liées à la gouvernance, la parité, etc. entre entreprises cotées et non cotées, permettant aussi d'abaisser les barrières à la cotation («level playing field ») ;
2. Créer un dispositif permettant d'identifier les opérations de financement en capitaux propres visant des projets/actifs responsables ;
3. Encourager l'accès d'entreprises éco-responsables à la Bourse ;
4. Catégoriser les entreprises résolument engagées dans une démarche responsable, afin d'accroître la demande des investisseurs.

## A PROPOS DES AUTEURS



### Xavier GIRRE

Président du collège Entreprises de Paris EUROPLACE  
Directeur exécutif groupe en charge des finances, EDF

**Xavier Girre** est Directeur Exécutif en Charge de la Direction Financière du Groupe EDF depuis 2016 et Président du collège Entreprises de Paris EUROPLACE depuis 2019. De 2011 à 2015 il a été Directeur Général adjoint en charge des finances du Groupe La Poste et Président du directoire de XAnge Private Equity. De 1999 à 2011, au sein du groupe Veolia Environnement, Xavier Girre a été Directeur Général adjoint en charge des finances de Veolia Transport et de Veolia Propreté, ainsi que directeur des risques et de l'audit du groupe Veolia. Xavier Girre est également administrateur indépendant de FdJ et de CNIM.



### Anthony ATTIA

CEO, Euronext Paris  
Membre du Managing Board d'Euronext

**Anthony Attia** est membre du Directoire d'Euronext N.V., Président-directeur général d'Euronext Paris et responsable des activités de cotation, des relations et services aux émetteurs et du post-marché pour le groupe Euronext.

Il a occupé les fonctions de Directeur Exécutif en charge des Opérations de Marché d'Euronext de 2004 à 2008. En 2008, il a pris en charge la conception et le déploiement d'UTP – Universal Trading Platform, la plateforme commune de négociation pour l'ensemble des marchés de NYSE Euronext en Europe et aux Etats-Unis. Basé à New York de 2009 à 2013, il a occupé le poste de Directeur de Cabinet du Président de NYSE Euronext.

Anthony Attia est administrateur et membre du Comité d'Audit de LCH S.A, administrateur de Euroclear Holding SA/NV., Président du Conseil d'Administration de LiquidShare.



### Thibaut BECHETOILLE

Président, CroissancePlus

**Thibaut Bechetoille** possède un diplôme d'ingénieur (ENSIMAG) et un Executive MBA d'HEC. Il débute sa carrière dans la Silicon Valley chez Bridge Communications. Après sa fusion avec 3Com, il devient Directeur Marketing pour l'Europe du Sud. Il est ensuite Directeur Général de Wellfleet, puis de Bay Networks France, puis Directeur des Opérations EMEA de Nortel Enterprise Solutions. En 1999, il fonde Maiaah!, un opérateur de services de réseaux privés virtuels où il occupe la direction générale jusqu'au rachat par Easynet en 2002. Après avoir rejoint Qosmos en 2005 il refonde la société en la positionnant sur le marché du logiciel de Network Intelligence, sur lequel elle occupe une position de leader mondial. En Décembre 2016, il cède Qosmos à la société ENEA, un groupe mondial sur le marché des composants logiciels pour les réseaux.

Thibaut Bechetoille est fortement impliqué dans le développement de l'entrepreneuriat en France, notamment au sein de Croissance Plus et de Réseau Entreprendre. En Juin 2019, il est élu Président de Croissance Plus.



**croissanceplus**  
GRANDIR ENSEMBLE

PARIS  
**EUROPLACE**

 **EURONEXT**



**Palais Brongniart**  
28, place de la Bourse  
75002 Paris – France



[paris-europlace.com](http://paris-europlace.com)