



Ministère des finances et des comptes publics

**RAPPORT DU GOUVERNEMENT SUR LA CREATION DE
PLATEFORMES DE COTATION REGIONALES OU DE BOURSES
REGIONALES**

*présenté en application de l'article 172 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015
pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques*

Table des matières

Introduction	3
I. La réglementation des marchés d'instruments financiers en France et en Europe	4
1. Marché primaire : obligation d'information auprès du public	4
2. Marché secondaire : typologie et organisation des plateformes de négociation en Europe	5
3. L'articulation entre marché et post-marché	8
4. Les obligations des sociétés cotées	8
5. Le régime des abus de marché	10
II. Les initiatives existantes pour faciliter l'accès aux PME / ETI aux financements de marché en région	12
1. Enternext	12
2. Lyon place d'échange.....	15
3. Financement participatif.....	17
4. Facilitation du capital investissement et du capital risque	18
5. Tableau récapitulatif des initiatives actuelles.....	19
III. Eléments de comparaison internationale.....	20
1. Allemagne	20
2. Espagne	22
3. Royaume-Uni	24
IV. Perspectives d'évolution des financements de marché pour les PME / ETI en région.....	26
1. Les limites des initiatives actuelles	26
2. Pistes d'évolution possibles	28
Annexes	30
Bibliographie.....	30
Listes des personnes rencontrées.....	31
Etude statistique du biais régional dans le financement participatif sous forme de prêts	32

Introduction

L'article 172 de la loi n° 2015-990 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques impose qu'avant le 6 février 2016 le Gouvernement remette au Parlement un rapport portant sur « la création de plateformes de cotation régionales ou de bourses régionales dans chaque métropole régionale, en hexagone et dans les outre-mer, afin de fournir un outil de circuits courts de financement régional. ».

Dans ce cadre, les services du ministère des finances et des comptes publics et du ministère de l'économie, de l'industrie et du numérique ont préparé le présent rapport sur le fondement d'entretiens avec des acteurs impliqués dans le développement des écosystèmes de financement en région : investisseurs, entreprises, intermédiaires de marché, régulateurs, etc. afin de mieux cerner les enjeux associés à la création de tels circuits courts de financement régional. Une attention particulière a été portée à la réglementation en vigueur sur les marchés d'instruments financiers, tant au niveau national qu'euro péen, pour évaluer la compatibilité des schémas envisageables pour le développement d'éventuelles plateformes de cotation régionales ou bourses régionales. Enfin, un exercice de comparaison internationale a été mené pour évaluer dans quelle mesure d'autres Etats membres de l'Union européenne connaissent une organisation différente de leurs marchés d'instruments financiers, notamment dans leurs dimensions régionales.

Le présent rapport rappelle ainsi dans une première partie le cadre réglementaire applicable aux marchés d'instruments financiers en France et en Europe, au niveau du marché primaire (offres au public) et du marché secondaire (obligations des plateformes de négociation, régime des abus de marché, etc.). La deuxième et la troisième partie présentent les initiatives existantes pour faciliter l'accès des financements de marché, et plus généralement des financements désintermédiés en fonds propres, au niveau des régions, en France et dans un échantillon de pays européens voisins de la France (Allemagne, Espagne et Royaume-Uni). Enfin, les limites et les perspectives d'évolution des financements de marché en région pour les PME / ETI sont évoquées dans la dernière partie du rapport.

I. La réglementation des marchés d'instruments financiers en France et en Europe

Les conditions d'organisation et de fonctionnement qui pourraient exister au niveau de plateformes de cotation ou de bourses régionales doivent respecter le cadre réglementaire qui s'impose aux financements de marché en France, souvent en raison d'obligations européennes. Aussi convient-il de rappeler ce cadre, pour ancrer le débat par rapport aux concepts existants.

1. Marché primaire : obligation d'information auprès du public

Le marché primaire des instruments financiers peut être défini comme le lieu de rencontre entre les émetteurs et les investisseurs dans toute opération de souscription ou d'achat d'instruments financiers. Parmi les opérations de marché primaire, on trouve par exemple les introductions en bourse, dans lesquelles des entreprises proposent des titres de leur capital à des investisseurs en vue d'une cotation sur une bourse, ou les adjudications des OAT par l'Agence France Trésor, durant lesquelles les spécialistes en valeur du Trésor se portent acquéreurs selon un système d'enchères d'instruments de dette publique.

Dans un légitime souci de protection des investisseurs, qui peuvent être soumis à une asymétrie d'information de la part des émetteurs d'instruments financiers sur le marché primaire, la réglementation financière encadre l'information communiquée au marché. La directive européenne de 2003 concernant l'établissement d'un prospectus obligatoire pour les offres au public a normalisé au niveau européen le contenu du document permettant aux investisseurs de prendre une décision d'investissement raisonnée. Si des réflexions sont actuellement en cours au niveau européen, dans le cadre de l'initiative de la Commission européenne pour l'Union des marchés de capitaux, afin de simplifier certains aspects du prospectus, son principe même n'est pas remis en cause, en raison de l'importance de disposer d'une information standardisée et fiable sur les instruments financiers pour les investisseurs.

En droit interne, c'est l'article L. 412-1 du code monétaire et financier qui pose le principe de l'obligation de publication d'un document d'information lors : (i) d'une offre au public ou (ii) d'une admission aux négociations sur un marché réglementé.

Des régimes dérogatoires à l'établissement d'un prospectus obligatoire existent toutefois afin de ne pas inutilement pénaliser le financement désintermédié des entreprises, notamment celles de plus petite taille, en sortant de la définition des offres au public certaines opérations, comme prévu dans l'article L. 411-2 du code monétaire et financier.

Ainsi, les placements privés de titres financiers, auprès d'un groupe de moins de 150 investisseurs, ou les placements de titres auprès d'investisseurs qualifiés¹, ne donnent pas lieu à l'établissement d'un prospectus obligatoire, les investisseurs étant réputés faire les diligences nécessaires. De même, des obligations allégées sont prévues pour les offres au public d'un montant limité, en cohérence avec les seuils établis au niveau européen. C'est sur cette deuxième dérogation que repose le régime du financement participatif en titres financiers en France, pour lequel des offres proposées par l'intermédiaire de conseillers en

¹ Aux termes de l'article D. 411-4 du code monétaire et financier.

investissement participatif ou d'un site internet d'un prestataire de services d'investissement sont disponibles sans établissement de prospectus à condition que le montant de l'offre soit inférieur à un million d'euros² et que les titres ne soient pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.

D'un point de vue plus opérationnel, ces exigences imposent que les instruments financiers, tant de dette que de capital, proposés par d'éventuelles plateformes de cotations régionales ou bourses régionales, fassent l'objet d'un prospectus, avec les contraintes que cela peut emporter, sauf à ce que ces plateformes se spécialisent sur des montants d'une taille réduite, sans admission au négociation sur un marché secondaire, comme c'est déjà le cas aujourd'hui du financement participatif. On pourrait aussi imaginer des schémas d'intermédiation selon lesquels seraient mis en relation un nombre d'investisseurs qualifiés autour d'un projet d'investissement dans une entreprise donnée pour rester sous le seuil dérogatoire du placement privé.

Éléments clés : l'offre au public de titres financiers, élément clé du marché primaire, est marquée par la publication d'un document d'information standardisé au niveau européen, le prospectus.

D'éventuelles bourses régionales devront donc s'y conformer, sauf à ce que l'offre soit : (i) réservée à un nombre limité d'investisseurs ou à des investisseurs qualifiés, ou (ii) d'un montant limité (inférieur à 1 M€ pour le financement participatif, 5 M€ pour les autres formats d'offre). En aucun cas, les titres bénéficiant de ce régime dérogatoire ne peuvent ensuite être admis aux négociations sur une plateforme de négociation.

2. Marché secondaire : typologie et organisation des plateformes de négociation en Europe

Par opposition au marché primaire qui organise la rencontre entre émetteurs et investisseurs, le marché secondaire organise la rencontre entre investisseurs disposant de stratégies différentes pour un même instrument sans que l'émetteur de l'instrument ne soit directement concerné. C'est le marché secondaire qui permet aux investisseurs de gérer la liquidité de leur portefeuille en facilitant la vente ou l'achat d'instruments financiers correspondants à leur besoin, sans qu'il ne soit nécessaire d'attendre une opération sur le marché primaire. L'organisation d'un marché secondaire d'instrument financier facilite d'ailleurs en retour l'efficacité du marché primaire en donnant de la visibilité aux investisseurs sur leur horizon d'investissement et sur leurs scénarios de sortie.

Historiquement, l'organisation des marchés secondaires s'est structurée autour de bourses physiques (Palais Brongniart à Paris ou Palais du commerce à Lyon par exemple) au sein desquelles se rencontraient les agents de changes, seuls autorisés à transmettre les ordres des clients. Les technologies de l'information ont profondément modifié cette organisation, avec l'apparition des marchés électroniques dès la fin des années 1970³. Le moteur d'appariement (*matching engine*) électronique des opérateurs de marché a alors remplacé la corbeille comme

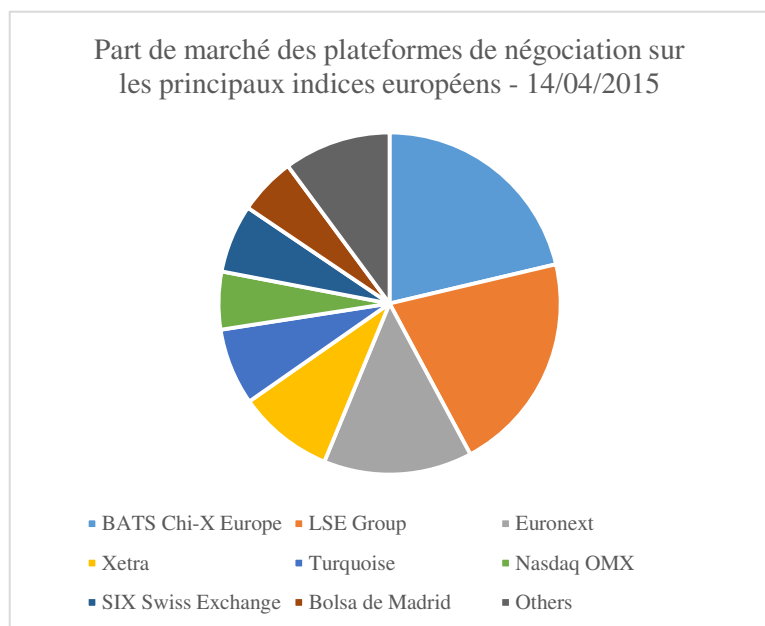
² Comme prévu par l'article D. 411-2 du code monétaire et financier.

³ Voir par exemple *Regulated Exchanges : Dynamic Agents of Economic Growth*, World Federation of Exchanges and Centre for European Policy Studies, Oxford University Press, 2010, pour une présentation des évolutions des bourses en Europe et en Amérique du Nord.

lieu de confrontation de l'offre et de la demande. Les contraintes de localisation des intermédiaires sont alors devenues moins importantes, permettant l'intermédiation directe d'ordres à distance. Seule la latence dans les stratégies à très haute fréquence justifie encore que certains participants de marché valorisent une proximité géographique des serveurs des bourses.

La régulation financière a accompagné ce changement technologique dans l'organisation des marchés d'instruments financiers, notamment avec la première directive européenne sur les marchés d'instruments financiers en 2004 (directive 2004/39/CE dite MiFID I). Cette directive a posé le principe d'une mise en concurrence des bourses historiques par une nouvelle catégorie de plateformes de négociation, les systèmes multilatéraux de négociation, afin de faire baisser les coûts de transactions et de faire émerger des plateformes de négociation pan-européennes, sur lesquelles des titres historiquement admis aux négociations sur des bourses différentes pourraient être échangés. Si l'analyse de l'effet de la baisse des coûts de transaction est difficile à établir, la baisse des frais de transaction sur les plateformes s'étant accompagnée d'une hausse du coût de recherche de la liquidité dans un environnement concurrentiel, il est établi que sur les valeurs les plus échangées, la plateforme de négociation qui dispose de la plus grande part de marché au niveau européen (BATS-ChiX, cf. figure ci-dessous) est un acteur qui propose des actions de l'ensemble des pays de l'Union européenne.

Cependant, l'organisation des marchés européens, notamment actions, a aussi été perturbée par MiFID I, par exemple avec l'augmentation des transactions non transparentes (*dark trading*) et des transactions de gré-à-gré, hors plateformes de négociation. La directive révisée MiFID II, accompagnée du règlement MiFIR, permettra de corriger ces conséquences inattendues de la régulation européenne à compter de son entrée en application, en limitant les dérogations aux obligations de transparence sur les marchés actions et en instituant une obligation de négociation sur plateformes de négociation des actions (ainsi que de certaines classes d'instruments dérivés). Il convient de noter que ces deux dispositions sont présentes dans le règlement MiFIR, d'application directe en droit interne.



Ce rappel du cadre historique et européen apparaît utile pour préciser les formes juridiques que pourraient prendre d'éventuelles bourses régionales, conformément aux orientations suivantes :

- L'article 1(7) de la directive MiFID II impose que tout système au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des actions peuvent interagir soit agréé en tant que marché réglementé (catégorie de plateforme la

plus robuste, souvent héritière des bourses historiques) ou système multilatéral de négociation (plateforme aux exigences moins fortes, créée par MiFID I). Un système qui aboutirait fonctionnellement au même résultat de confrontation d'intérêts acheteurs et vendeurs sans disposer d'agrément serait immédiatement interdit.

- L'article 23 du règlement MiFIR prévoit que toute transaction sur actions se déroule soit sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, soit sur un internalisateur systématique. Un internalisateur systématique est un prestataire de service d'investissement qui interpose systématiquement son compte propre face aux ordres de ses clients. A tout ordre à l'achat ou à la vente d'un client sur un instrument financier correspond ainsi respectivement une position vendeuse ou acheteuse de l'internalisateur systématique. Les volumes aujourd'hui traités sur internalisateurs systématiques sont faibles, l'essentiel des transactions sur actions se déroulant sur des systèmes multilatéraux. A noter que les titres échangés sur un internalisateur systématique doivent par ailleurs toujours être admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.
- Le principe prévalant au niveau européen étant celui d'une mise en concurrence, rien n'empêche l'émergence de nouvelles plateformes de négociation d'un point de vue réglementaire, notamment de bourses régionales, à condition que les conditions d'agrément et d'exercice de l'activité soient satisfaites. En droit interne, ce sont les articles L. 421-1 et suivants du code monétaire et financier qui régissent les conditions de fonctionnement des marchés réglementés et les articles L. 424-1 et suivants pour les systèmes multilatéraux de négociation. Ces règles de fonctionnement vont être renforcées par MiFID II et MiFIR, notamment pour mieux encadrer les acteurs qui mettent en œuvre des stratégies de négociation algorithmique, y compris à haute fréquence. Les internalisateurs systématiques, les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociations sont tous supervisés par l'Autorité des marchés financiers, et doivent respecter, outre le code monétaire et financier, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Enfin, il convient de souligner que la directive MiFID II, dans son article 33, crée un nouveau label pour certains systèmes multilatéraux de négociation, celui de marché de croissance des PME. Un système multilatéral de négociation peut être reconnu comme un marché de croissance des PME à condition que la moitié des entreprises dont les actions sont admises aux négociations sur le système ait une capitalisation boursière inférieure à 200 M€. Pour le moment peu d'avantages sont associés à ce label, mis à part le fait qu'une entreprise dont les actions sont admises aux négociations sur un marché de croissance de PME peut refuser que ses actions soient négociées sur un autre marché de croissance de PME.

Eléments clés : les règles sur l'organisation des marchés secondaires en Europe imposeraient à d'éventuelles bourses régionales de prendre l'une des formes juridiques suivantes : (i) marché réglementé fonctionnant conformément aux articles L. 421-1 et suivants du code monétaire et financier, (ii) système multilatéral de négociation fonctionnant conformément aux articles L. 424-1 et suivants du même code, y compris avec le label « marché de croissance de PME », (iii) éventuellement (mais moins approprié, car les titres doivent déjà être admis aux négociations par ailleurs sur une plateforme) internalisateur systématique fonctionnant conformément aux articles L. 425-1 et suivants du même code.

3. L'articulation entre marché et post-marché

Une fois les opérations de marché dénouées, le traitement opéré par les infrastructures de post-marché est essentiel pour assurer un transfert effectif de la propriété des titres entre le vendeur et l'acheteur.

A cet égard, les transactions peuvent d'abord passer par une chambre de compensation, qui, grâce à l'opération juridique de novation, va s'interposer entre les parties aux transactions sur la plateforme de négociation pour devenir acheteur de tous les vendeurs et vendeur de tous les acheteurs. L'opération de compensation est particulièrement nécessaire quand le marché est très actif et comporte de nombreux participants, ou dans le cas des instruments dérivés pour lesquels la gestion du risque durant la durée de vie de l'instrument (potentiellement de plusieurs années) est cruciale.

Une fois les positions nettes des différents participants de marché connues, soit par l'intermédiaire d'une chambre de compensation, soit, dans le cas de plus petites plateformes, directement par le gestionnaire de la plateforme, les titres sont effectivement transférés entre les comptes-titres des participants de marché concernés contre remise d'espèces. Ce mécanisme de règlement-livraison de titres est normalement assuré par un dépositaire central de titres qui dispose de la vue consolidée de l'ensemble des positions prises par ses adhérents. Il convient d'ailleurs de noter que le règlement européen concernant les dépositaires centraux de titres⁴ (dit CSDR) prévoit dans son article 3 que l'inscription en compte des titres chez un dépositaire central de titres soit imposée pour tous les titres qui connaissent une transaction sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.

Au niveau français, si les titres financiers sont dématérialisés, i.e. ne sont matérialisés que par une inscription en compte conformément à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier, cette dématérialisation n'est pas nécessairement synonyme d'inscription en compte au format électronique. L'obligation d'inscription en compte par un dépositaire central de titres pour les titres négociés sur plateformes impose donc des développements informatiques supplémentaires à la fois entre la plateforme et le dépositaire et entre les membres de la plateforme et le dépositaire. Le légitime encadrement du mécanisme de règlement livraison de titres conduit ainsi à complexifier l'organisation des marchés secondaires.

Eléments clés : la gestion du dénouement effectif des transactions se déroulant sur des plateformes de négociation nécessite des mécanismes robustes. Si le recours à une chambre de compensation n'est pas obligatoire, l'obligation d'inscription en compte chez un dépositaire central de titres impose une complexité supplémentaire dans l'organisation du marché secondaire pour d'éventuelles bourses régionales.

4. Les obligations des sociétés cotées

Des obligations d'informations périodiques et spécifiques sont imposées aux sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur plateformes afin de garantir un niveau de

⁴ Règlement (UE) n°909/2014 du Parlement européen et du Conseil.

communication au marché qui soit satisfaisant, dans le but de maximiser le niveau d'information utile au mécanisme de formation du prix.

Les obligations d'information à la charge d'une société cotée ne s'appliquent pas qu'au moment de l'émission d'actions ou d'autres instruments financiers, conformément au régime présenté en 1. Tout au long de son existence, si ses titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la société devra produire une information dite « réglementée ». Cette information comprend deux volets : la communication régulière relative à l'évolution de l'entreprise (information dite « périodique ») et la communication ponctuelle concernant des événements importants dans la vie de l'entreprise (information dite « permanente »).

Au titre de l'information périodique, l'entreprise doit donc produire des états financiers qui doivent être publiés et diffusés au marché sur une base régulière, qui peut différer suivant le type de plateforme (système multilatéral de négociation ou marché réglementé) tout en restant dans le cadre défini au niveau européen par la directive Transparence révisée (2013/50/UE). Les normes comptables imposées pour ces états financiers peuvent aussi différer suivant le type de plateforme, entre IFRS ou normes comptables nationales. La société cotée doit ainsi publier chaque mois le nombre total de droits de vote et le nombre d'actions composant le capital social s'ils ont varié par rapport à ceux publiés antérieurement. Les pactes d'actionnaires doivent également faire l'objet d'une information puisque toute clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises sur un marché réglementé, et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de votes de la société, doit être transmise à la société concernée et à l'Autorité des marchés financiers qui porte cette information à la connaissance du public.

Au titre de l'information permanente, toute information susceptible d'avoir une influence sur le cours de l'action doit être publiée par l'émetteur et mise à disposition du marché au plus vite, dès la clôture des négociations en continu. Cette diffusion d'information doit être faite de manière sincère et non-trompeuse envers le marché, notamment avec une estimation, le cas échéant, de l'impact de cette information sur les indications précédemment communiquées au marché. Doivent être publiées toute modification des droits attachés aux différentes catégories d'actions, ainsi que toute modification des conditions d'émission susceptible d'avoir une influence sur les droits des porteurs d'instruments financiers autres que des actions. Enfin, les émetteurs doivent communiquer à l'Autorité des marchés financiers tout projet de modification de leurs statuts.

Outre ces obligations d'information, des obligations déclaratives pèsent également sur les sociétés cotées. Lorsque les personnes exerçant des fonctions dirigeantes au sein d'une société cotée envisagent de réaliser des opérations telles que les acquisitions, cessions, souscriptions ou échanges d'actions ou d'instruments financiers émis par la société cotée, elles doivent le déclarer à l'Autorité des marchés financiers, par voie électronique, dans un délai de cinq jours de négociation avant leur réalisation. En outre, lorsque la société cotée ou une personne exerçant des fonctions dirigeantes vient à détenir, dans le cadre d'opérations de rapprochement ou d'acquisition par exemple, des titres d'une autre société cotée et de ce fait réalise un franchissement de seuil⁵, elle informe cette dernière au plus tard avant la clôture des

⁵ Les niveaux des seuils sont fixés au vingtième, au dixième, aux trois vingtièmes, au cinquième, au quart, aux trois dixièmes, au tiers, à la moitié, aux deux tiers, aux dix-huit vingtièmes et aux dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote.

négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de détention. Le franchissement du seuil du tiers entraîne l'obligation de déposer un projet d'offre publique d'achat pour 100 % des titres. Une telle obligation existe également lorsqu'une personne morale ou physique qui détient déjà un nombre de titres compris entre le tiers et 50 % augmente sa participation d'au moins 1 % en moins de 12 mois consécutifs. Le prix fixé pour l'achat de ces titres doit être un "prix équitable", au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre sur une période de douze mois précédant le dépôt de l'offre publique.

Des obligations déclaratives pèsent également en matière de gouvernance. Les sociétés cotées doivent notamment rendre compte de leur politique de rémunération, ainsi que des conventions réglementées.

Enfin, des obligations d'archivage des informations communiquées au public sur plusieurs années (en général 5 à 10 ans) pèsent sur les sociétés cotées.

Eléments clés : l'admission aux négociations de leurs actions sur une plateforme emporte de nombreuses conséquences pour les entreprises, notamment au niveau de l'information financière périodique, de l'information financière permanente, des rapports obligatoires, et du régime des offres (OPA / OPE / etc.). Dans le cadre d'éventuelles bourses régionales qui prendraient la forme de plateformes de négociation, ces obligations devront évidemment aussi être respectées par les entreprises qui y seraient cotées.

5. Le régime des abus de marché

Le dernier aspect, mais non des moindres, de la réglementation des marchés d'instruments financiers qui s'appliquerait à d'éventuelles bourses régionales est celui de la prévention et de la répression des abus de marché. Les objectifs de la prévention et de la répression des abus de marché sont doubles : il s'agit d'une part de protéger les investisseurs pour leur éviter des pertes ou d'être lésés dans leurs intérêts et d'autre part de préserver la confiance collective dans le bon fonctionnement des marchés, sans laquelle les marchés ne peuvent fonctionner.

La réglementation en matière d'abus de marché vise ainsi à éviter (i) que les acteurs en situation d'asymétrie d'information par rapport au marché ne cherchent à en tirer un profit personnel (régime des délits d'initiés), (ii) que des acteurs mal intentionnés n'induisent en erreur le marché en diffusant des fausses informations, le plus souvent dans le but d'en tirer un profit personnel, et (iii) que des comportements manipulateurs ne viennent fausser le mécanisme de formation des prix, avec par exemple un flux d'ordre excessif ayant pour seul objectif un encombrement du marché (*spoofing*) ou l'envoi d'ordres immédiatement annulés dans le carnet d'ordre pour tromper les anticipations des autres participants dans le but de faire décaler le marché (*layering*). Cette réglementation procède à la fois de textes européens (directive MAD et règlement MAR sur les abus de marché) et de textes nationaux, qui ont pu être précisés et améliorés par la pratique du superviseur et par la jurisprudence.

D'éventuelles bourses régionales seraient aussi soumises à ces dispositions, essentielles au bon fonctionnement des marchés et à la préservation de la confiance des investisseurs. Les obligations qui pèseraient alors sur les sociétés cotées, et leurs dirigeants, notamment en matière de prévention des délits d'initiés, devront faire l'objet d'une pédagogie

particulièrement forte pour que les attentes du superviseur soient satisfaites. Les interventions des dirigeants de la société sur leurs titres seront ainsi particulièrement surveillées, le risque de délit d'initié étant élevé. De même, la communication financière d'une entreprise cotée doit faire l'objet d'un fort niveau de confidentialité avant d'être diffusée au marché, imposant une organisation rigoureuse au sein de l'entreprise.

Éléments clés : l'admission aux négociations sur une éventuelle bourse régionale soumet les titres de l'entreprise cotée au régime des abus de marché, notamment au niveau de la prévention des délits d'initiés et de la diffusion d'informations non trompeuses. La bonne gestion de ce risque d'abus de marché impose une organisation rigoureuse des informations au sein de l'entreprise.

II. Les initiatives existantes pour faciliter l'accès aux PME / ETI aux financements de marché en région

Le cadre réglementaire applicable à d'éventuelles bourses régionales ayant été rappelé, il importe de présenter les initiatives existantes visant à faciliter le développement des financements de marché en région. Les grandes entreprises françaises opérant toutes au moins à échelle nationale, et le plus souvent à l'échelle européenne ou mondiale, cette partie se concentre avant tout sur les PME / ETI, qui sont a priori plus dépendantes des écosystèmes locaux de financement, leur direction financière étant le plus souvent située dans leur région d'activité.

1. Enternext

Enternext est une filiale du groupe Euronext N.V., créée en 2013 et spécialisée dans la promotion et la commercialisation des solutions de marché auprès des émetteurs PME / ETI. Il ne s'agit donc pas d'une plateforme de négociation dédiée, les entreprises d'Enternext pouvant être admises aux négociations soit sur Alternext (système multilatéral de négociation du groupe Euronext) soit sur les marchés réglementés, héritiers des bourses historiques, d'Euronext Paris, Amsterdam, Bruxelles ou Lisbonne dans les compartiments B et C (capitalisation boursière respectivement inférieure à 1 Md et 150 M d'euros).

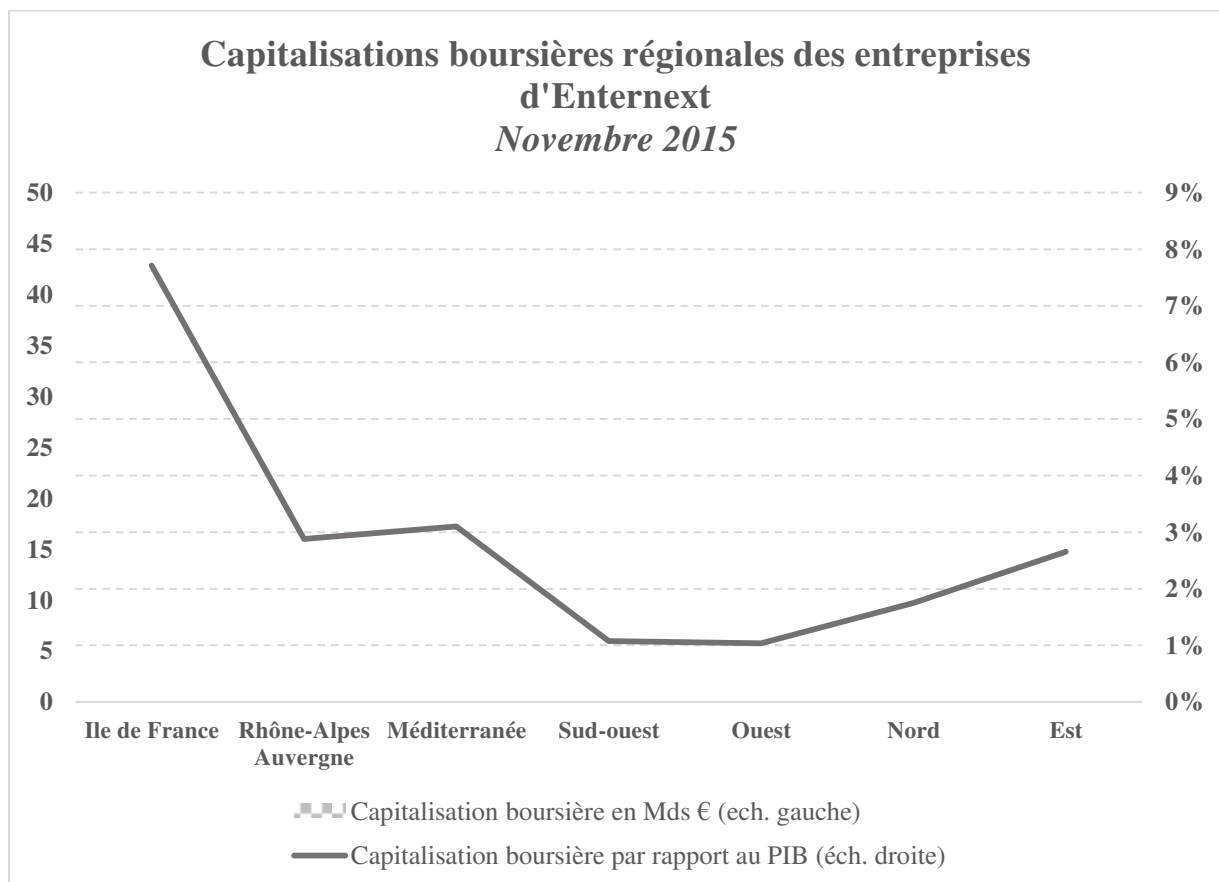
L'enjeu est double pour Enternext : (i) susciter un flux d'introductions en bourse de la part de ces émetteurs PME / ETI pour continuer à développer la cote d'Euronext, et (ii) promouvoir les actions des sociétés PME / ETI déjà cotées pour assurer leur visibilité auprès des investisseurs, et si possible faciliter l'accompagnement du financement de leur croissance. Dans le stock des sociétés Enternext, toute société aujourd'hui cotée sur les compartiments B et C d'Euronext ou sur Alternext sont éligibles aux services proposés par Enternext, ce qui explique que le stock des sociétés d'Enternext soit nettement supérieur au flux d'introduction en bourse sur les plateformes d'Euronext depuis 2013.

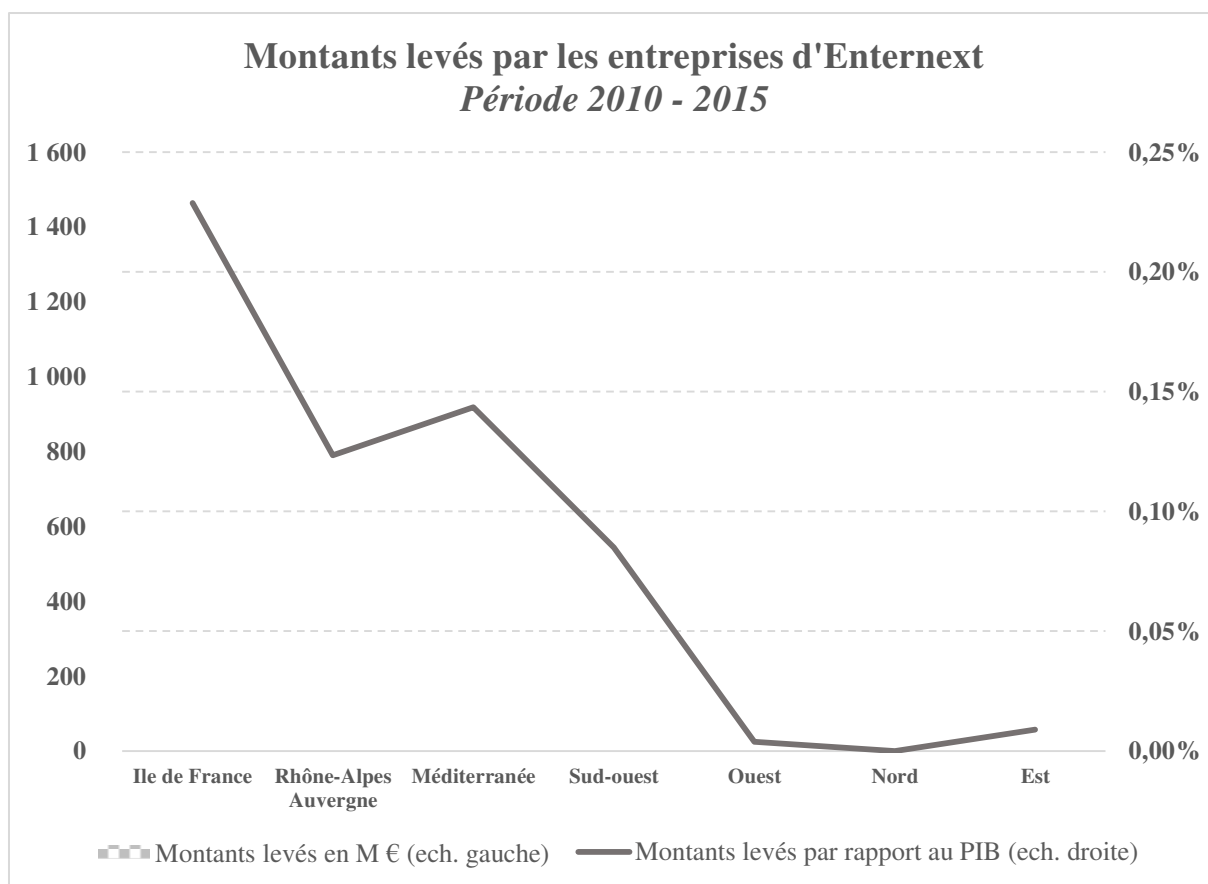
Au niveau français, Enternext dispose de bureaux en région (la France hors Ile-de-France étant découpée en 6 grandes régions par Enternext, seule la région « grand Est » ne dispose pas encore de représentant) et organise des conférences sur l'accès aux marchés dans de nombreuses métropoles régionales afin de sensibiliser les entreprises en région, notamment les PME / ETI, aux solutions qui peuvent être apportées par les financements de marché. Les deux graphiques ci-après montrent respectivement le stock des entreprises d'Enternext dans les différentes régions françaises (en capitalisation boursière) et le flux des entreprises d'Enternext (en montants levés sur la période 2010-2015).

Si l'on constate une évidente surreprésentation de l'Ile-de-France, tant au niveau du stock que du flux, légèrement diminuée une fois les statistiques corrigées du biais de la taille de l'économie régionale en divisant par le PIB, on constate aussi, de manière plus intéressante, une disparité marquée entre les différentes régions. Ces chiffres permettent de distinguer quatre types d'organisation du financement des PME / ETI par les plateformes d'Enternext dans les régions françaises :

- Le schéma « stock et flux importants » : c'est le cas des régions Méditerranée et Rhône-Alpes Auvergne, qui connaissent toujours une dynamique d'introduction en bourse et qui disposent d'un héritage industriel important s'agissant de PME / ETI cotées.
- Le schéma « stock important, flux inexistant » : c'est le cas des régions Nord et Est, dont les PME / ETI n'ont que très marginalement profité de nouveaux accès aux marchés financiers, mais qui disposent d'un stock historique d'entreprises cotées.
- Le schéma « stock faible, flux importants » : c'est le cas de la région Sud-Ouest qui, malgré un retard important sur le stock, parvient à disposer d'un nombre élevé de nouveaux entrants.
- Le schéma « stock et flux faibles » : c'est le cas de la région Ouest, qui ne dispose ni de PME / ETI historiquement cotées, ni d'un flux de nouveaux entrants sur la période récente.

Seule une analyse économétrique plus poussée pourrait permettre de mieux identifier les facteurs explicatifs de ces différences entre régions, mais il semble intuitivement qu'une partie des divergences peuvent être expliquées par les différences dans les tissus économiques et dans les dynamiques économiques passées et récentes des régions concernées. Il convient par ailleurs de rappeler que les émissions secondaires de titres par les sociétés déjà cotées ne sont pas présentes dans les graphiques ci-dessous, ce qui peut conduire à sous-estimer le réel apport des financements de marché aux entreprises en région qui sont déjà cotées.





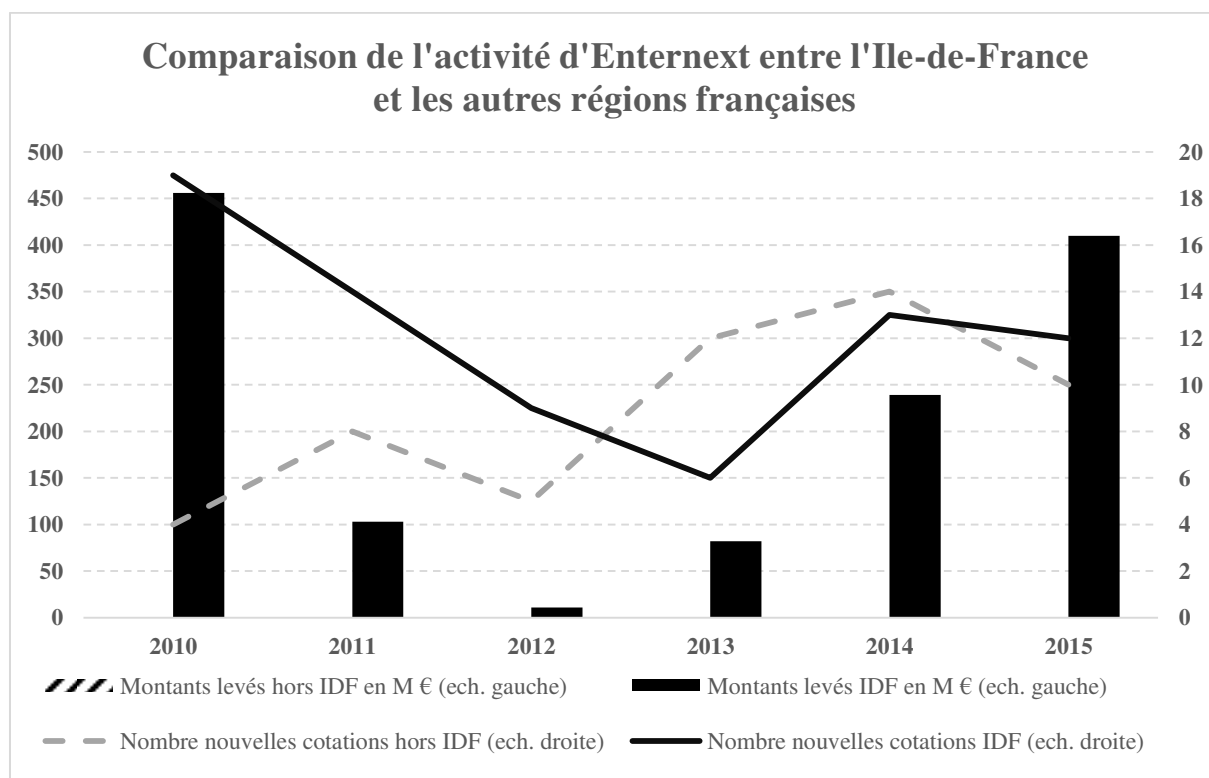
Outre la réouverture de bureaux en région par Enternext depuis 2014, alors qu'Euronext avait fermé les différents bureaux héritiers des bourses régionales au milieu des années 2000, des initiatives ciblées sont mises en place par Enternext auprès des PME / ETI, qu'elles soient à Paris ou en région. On peut ainsi relever un programme en partenariat avec l'Ecole Polytechnique et HEC Paris, destiné à accompagner durant un an les dirigeants de société qui ne sont pas encore cotés dans leur stratégie de financement, sans nécessairement que cela ne débouche sur une introduction en bourse de leur entreprise.

S'agissant des sociétés déjà cotées, Enternext a mis en place un programme d'analyse financière périodique avec Morningstar, un cabinet d'analyse financière, afin de donner plus de visibilité à ces entreprises auprès des investisseurs, alors que les PME / ETI européennes souffrent d'un manque chronique d'analyse financière.

Enfin, des initiatives plus spécifiquement en lien avec le secteur Tech, qui représente un gisement d'introduction en bourse intéressant, ont été récemment prises par Enternext, plus de 330 sociétés d'Enternext au niveau européen appartenant à ce secteur. La création du label Tech au printemps 2015 pour les valeurs Tech d'Enternext doit aussi contribuer à renforcer la visibilité de ces entreprises.

S'il est encore trop tôt pour juger de l'effet de ces différentes initiatives d'Enternext, le graphique suivant montre un certain rééquilibrage entre introductions en bourses de PME / ETI hors Ile-de-France par rapport aux PME / ETI d'Ile-de-France, à la fois au niveau du nombre de nouvelles sociétés cotées et au niveau des montants levés par ces sociétés. Le maintien dans la durée de ce rééquilibrage pourra permettre d'éventuellement confirmer

l'efficacité des mesures mises en œuvre par Enternext pour mieux attirer sur les marchés d'Euronext les PME / ETI présentes en région.



Eléments clés : Enternext propose une offre de services commerciaux aux PME / ETI dans le but de faciliter leur cotation sur les plateformes de négociation françaises et européennes du groupe Euronext. Des bureaux ont récemment été ouverts en région (à Marseille, Bordeaux, Nantes et Lyon pour le moment) afin d'être davantage présents auprès des écosystèmes locaux de financement. La dynamique d'introduction en bourse hors Ile-de-France semble s'être améliorée depuis 2010.

2. Lyon place d'échange

Annoncée à l'automne 2013 et officiellement lancée en juillet 2014 par la cotation d'une première entreprise, Lyon place d'échange est l'initiative la plus aboutie en France de développement d'une bourse en région, avec une plateforme de cotation dédiée aux PME / ETI de la région Rhône-Alpes. L'idée de base de cette initiative est de fournir une solution de financement en fonds propres pour des entreprises établies, potentiellement valorisées jusqu'à 10 M€, en recourant au marché plutôt qu'à des fonds de capital investissement, potentiellement plus directifs dans les choix stratégiques de l'entreprise. La CCI Rhône-Alpes ainsi que l'association Lyon place financière et tertiaire ont porté ce projet, en cherchant à capitaliser à la fois sur leur lien privilégié avec le tissu économique régional (dans le cas de la CCI) et avec les métiers du financement et du chiffre (audit et comptabilité) présents à Lyon (dans le cas de Lyon place financière et tertiaire).

L'organisation technique retenue par Lyon place d'échange a été de passer un contrat de délégation de service auprès d'AM France, une entreprise d'investissement française basée à Paris et qui opère le système multilatéral de négociation Alternativa. La plateforme Lyon

place d'échange est ainsi un compartiment dédié de ce système multilatéral de négociation, afin de bénéficier de l'expertise technique existante de la plateforme. AM France participe aussi à la mise sur le marché des entreprises admises aux négociations sur sa plateforme, en organisant l'opération de placement de titres sur le marché primaire. Les montants envisagés pour ces offres permettent de se placer dans un régime dérogatoire à la directive prospectus comme évoqué au 1 du I.

La liquidité du marché secondaire est ensuite organisée d'une manière appropriée pour des titres de PME / ETI à faible capitalisation boursière, dont le flottant est par nature peu important et donc avec une liquidité particulièrement réduite. Alternativa organise des enchères périodiques sur les titres admis aux négociations sur la plateforme, en prenant pour point de départ pour ces enchères une fourchette de prix évaluée par un expert indépendant.

Lyon place d'échange propose aux PME / ETI de la région Rhône-Alpes de procéder à des augmentations de capital en levant entre 200 k€ et 1 M€. En raison des montants envisagés, il apparaît que l'outil s'adresse avant tout aux entreprises de taille limitée, l'intérêt pour une PME /ETI déjà établie et en forte croissance de procéder à une augmentation de capital d'un tel montant apparaissant réduit. L'accompagnement des entreprises souhaitant être admises aux négociations sur Lyon place d'échange se fait à la fois par la CCI et par AM France. Des sessions périodiques de liquidité sont ensuite organisées pour les entreprises admises aux négociations, sur un format semestriel ou bimestriel, comme expliqué ci-dessus.

Deux entreprises ont été admises aux négociations sur Lyon place d'échange depuis juillet 2014 :

- La société Euroglass⁶ : fabricant de surfaceuses et d'équipements de patinoire, a levé 600 k€ en juillet 2014 en inaugurant la plateforme de Lyon place d'échange. L'entreprise avait un chiffre d'affaires de plus de 2,2 M€ en 2015.
- La société Processium⁷ : spécialiste des procédés industriels pour la chimie et les biotechnologies, a levé 550 k€ sur Lyon place d'échange en juin 2015. L'entreprise avait un chiffre d'affaire de plus de 2,5 M€ en 2014.

Les objectifs annoncés aux débuts de l'initiative⁸, avec un objectif de plus de 5 introductions annoncées avant la fin 2014, et une cinquantaine dans les trois ans, ne semblent donc pas avoir été tenus.

Il convient de noter que sur le segment classique d'Alternativa, qui lui, concerne l'ensemble des régions françaises, l'activité est plus importante, avec plus de vingt sociétés déjà admises aux négociations sur la plateforme depuis sa création en 2007, pour un montant total de fonds levés de plus de 30 M€.

⁶ <http://investir.lesechos.fr/marches/actualites/euroglass-premiere-entreprise-cotee-sur-la-place-d-echange-de-lyon-983802.php>

⁷ <https://www.processium.com/levee-de-fond-et-introduction-sur-place-dechange-alternativa>

⁸ http://www.lesechos.fr/07/10/2013/LesEchos/21537-111-ECH_place-d-echange--un-nouveau-marche-pour-les-pme-lyonnaises.htm

Eléments clés : Lyon place d'échange propose une plateforme de cotation régionale reposant sur un système multilatéral de négociation pour des montants levés inférieurs à 1 M€. Deux entreprises ont été admises aux négociations sur ce système depuis juillet 2014, pour un montant total de 1,15 M€ levés.

3. Financement participatif

D'une apparition récente dans la chaîne de financement en fonds propres des entreprises françaises, le financement participatif peut éventuellement servir de support à une organisation d'un marché primaire de titres financiers pour les entreprises d'une région donnée.

Pour rappel, le cadre réglementaire du financement participatif en titres en France a été mis en place par une ordonnance entrée en application en octobre 2014, qui a créé le statut des conseillers en investissements participatifs (CIP), autorisés à intermédiaire sur un site internet des offres de titres, tant que l'offre ne dépasse pas un montant de 1 M€ et que les titres ne soient pas admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation ou un marché réglementé.

Ce nouveau cadre réglementaire a accompagné un développement important de ce mode de financement, avec plus de 29 CIP agréés par l'Autorité des marchés financiers et enregistrés auprès de l'Organisme pour le registre des intermédiaires en assurance (ORIAS), et des montants levés de 24 M€ au premier semestre 2015, en croissance de 167% par rapport au premier semestre 2014 (les titres étaient alors intermédiés par des acteurs non régulés, ou adoptant un statut de conseiller en investissement financier).

Parmi ces 29 CIP, en reprenant la typologie des régions d'Enternext (cf. partie 1 du présent II), l'Île de France est à nouveau surreprésentée, avec 18 CIP, et cette région est suivie respectivement par la région Ouest (4 CIP), la région Sud-Ouest (3 CIP), la région Méditerranée (2 CIP), et enfin par la région Auvergne Rhône Alpes et par la Guadeloupe (1 CIP chacune). La dynamique entre les différentes régions est donc là aussi hétérogène au niveau des plateformes. Pour autant il convient de rappeler que s'agissant de plateformes opérant sur Internet, la proximité géographique entre les équipes techniques opérant la plateforme de financement participatif et les entreprises utilisatrices n'exerce pas nécessairement une forte influence. C'est ainsi que des projets français ont pu être financés avec succès par des plateformes de financement participatif américaines (plutôt sur des schémas de dons avec contrepartie pour des raisons réglementaires) quand le secteur était moins développé en France.

Des partenariats ont pu être mis en place entre certaines plateformes de CIP et des associations ou des autorités régionales dans le but de favoriser la proximité dans les schémas de financement participatif, sur le modèle de plateformes de cotation régionales qui ne pourraient accéder au marché secondaire.

C'est par exemple le cas de Wiseed, une plateforme située à Toulouse qui a déjà facilité plus de 40 M€ de levées de fonds depuis sa création en 2008, qui participe à une initiative conjointe avec la CCI Rhône-Alpes de financement participatif régional pour les entreprises

rhônalpines⁹. Cette initiative, connue sous l'appellation *Crowd Avenue*, propose de mettre en relation des entreprises innovantes de la région cherchant à lever des fonds jusqu'à 1 M€ avec des investisseurs a priori intéressés par des investissements dans cette région. Les entreprises sont amenées vers la plateforme par l'intermédiaire des relais de la CCI Rhône-Alpes. Plusieurs entreprises ont déjà pu lever des fonds par l'intermédiaire de *Crowd Avenue*. Il n'est cependant pas aisé de savoir si cette présentation des projets par l'intermédiaire d'une sous-catégorie régionale d'une plateforme déjà établie facilite le processus de levée de fonds pour les entreprises. On peut d'ailleurs relever que certaines plateformes proposent déjà des filtres « régionaux » dans la recherche des projets à financer, sans qu'elles se présentent comme des plateformes de financement participatif à vocation régionale.

A titre plus anecdotique, une rapide analyse statistique est présentée en annexe pour tenter d'identifier un éventuel biais régional dans le cadre du financement participatif sous forme de prêts. Cette analyse n'identifie pas de tel biais régional.

Eléments clés : les plateformes de financement participatif peuvent faciliter la mise en œuvre des solutions régionales de levées de fonds pour les entreprises, comme le montre l'expérience de *Crowd Avenue* en région Rhône-Alpes. L'apport d'une présentation par région des projets n'est pas encore établi pour améliorer les conditions de financement des entreprises.

4. Facilitation du capital investissement et du capital risque

La mise en relation d'entreprises en recherche de financement en fonds propres avec des investisseurs désireux d'accompagner la croissance de ces entreprises peut être organisée sans passer par les infrastructures de marché usuelles et par le formalisme d'une offre au public de titres financiers.

Concrètement, cette mise en relation peut s'opérer dans les incubateurs d'entreprises innovantes, au sein de club de business angels, ou par l'intermédiaire de salons dédiés. La dimension régionale peut alors être importante dans cette phase pour laquelle la confiance et la connaissance mutuelle entre interlocuteurs est clé.

C'est par exemple le cas de l'initiative *Start West*¹⁰ de Nantes Atlantique place financière et du réseau RETIS, qui organise une fois par an un salon du capital risque et du capital investissement, au sein duquel des entreprises sélectionnées des régions Bretagne et Pays de la Loire peuvent venir présenter leurs projets de développement à une communauté d'investisseurs expérimentés : investisseurs institutionnels, *family offices*, business angels, etc. Les entreprises qui peuvent ainsi susciter l'intérêt d'investisseurs peuvent ensuite rentrer plus formellement en relation avec ces derniers afin d'initier une levée de fonds sous la forme d'un placement privé d'actions par exemple. Plus de 460 projets auraient ainsi été présentés au cours des éditions successives de *Start West* depuis 2001, aboutissant à des financements de plus de 300 M€.

⁹ <https://www.wiseed.com/fr/cercles/crowdavenue-lyon-rhone-alpes>

¹⁰ <http://www.start-west.com/>

Eléments clés : des rencontres organisées afin de rapprocher les investisseurs présents en région avec les entreprises en recherche de financement peuvent faciliter le développement des financements de capital investissement et de capital risque en région.

5. Tableau récapitulatif des initiatives actuelles

	Enternext	Lyon place d'échange	Crowd Avenue	Start West
Population cible	PME / ETI entre 50M€ et 1Mds de capitalisation boursière	PME établie pouvant représenter jusqu'à 10M€ de capitalisation boursière, avec des levées de fonds limitées à 1M€	Jeunes entreprises innovantes à forte croissance cherchant à lever jusqu'à 1M€	Jeunes entreprises innovantes en recherche de fonds
Présence en région	Bureaux à Lyon, Marseille, Bordeaux et Nantes. Lille est couverte depuis Paris	Présence à Lyon, avec l'appui de la CCI Rhône-Alpes et de l'association Lyon place financière et tertiaire	Présence à Lyon en lien avec la CCI Rhône-Alpes.	Présence en régions Loire-Atlantique et Bretagne, en lien avec l'association Nantes Atlantique place financière, et le réseau RETIS.
Marché primaire	<u>Sur Euronext</u> : Etablissement d'un prospectus conformément au droit européen <u>Sur Alternext</u> : Etablissement d'un document d'information un peu plus souple que le prospectus	Régime dérogatoire à l'établissement d'un prospectus. AM France organise l'opération de placements de titres	Régime du financement participatif français, le conseiller en investissement participatif Wiseed organise la levée de fonds.	Les investisseurs participant au salon Start West sont des investisseurs qualifiés ou des investisseurs agissant dans le cadre d'un placement privé.
Marché secondaire	Euronext (compartiments B et C) a un statut de marché réglementé. Alternext est un système multilatéral de négociation	Alternativa, système multilatéral de négociation opéré par AM France, exploite la plateforme du marché secondaire	<i>Non applicable</i>	<i>Non applicable</i>
Post marché	Passage par une chambre de compensation (LCH. Clearnet SA) et recours au service du dépositaire central de titres Euroclear France	Ni chambre de compensation ni dépositaire central de titres. Le règlement européen CSDR va imposer l'utilisation d'un dépositaire central de titres	<i>Non applicable</i>	<i>Non applicable</i>

III. Eléments de comparaison internationale

Dans le cadre de ce rapport, une étude comparative internationale a été conduite par les services économiques de la direction générale du Trésor à Londres, Berlin et Madrid afin de mieux comprendre comment s'organisent les marchés d'instruments financiers dans d'autres pays de l'Union européenne, pour savoir si dans un cadre réglementaire équivalent d'autres modèles que celui d'une grande centralisation des lieux de cotation peuvent exister.

Les cas de l'Espagne, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, trois Etats-membres de l'Union européenne dont les marchés d'instruments financiers sont diversement développés, et disposant de modes d'organisation économique différents de la France, sont en effet particulièrement intéressants.

1. Allemagne

Outre la bourse de Francfort (Deutsche Börse), qui concentre les plus importantes sociétés cotées allemande au sein de l'indice DAX, il existe cinq bourses régionales en Allemagne :

- *Börse Stuttgart* à Stuttgart ;
- *Bayerische Börse AG* à Munich ;
- *Börse Düsseldorf* à Düsseldorf ;
- *BÖAG Börsen AG* qui exploite à la fois les bourses de Hanovre et de Hambourg ; et
- *Tradegate Exchange GmbH* à Berlin :

Une sixième bourse existait auparavant à Brême, la *Bremer Wertpapierbörse*, jusqu'à sa fermeture définitive en 2007.

Les bourses régionales allemandes ne couvrent pas l'ensemble des instruments financiers, mais se sont au contraire lancées dans une stratégie de spécialisation :

- *Börse Stuttgart* s'est spécialisée dans la négociation de certificats et de warrants pour les particuliers. Un marché pour les obligations de PME, Bondm, a aussi été mis en place par *Börse Stuttgart* en 2010, mais il fermera en 2019 en raison de plusieurs faillites d'entreprises qui avaient émis des obligations.
- *Bayerische Börse AG* propose un spectre large d'instruments financiers (à l'exception des certificats), avec un segment pour des obligations de PME, M:access, depuis novembre 2011. 17 000 titres peuvent être négociés à la bourse de Munich.
- *Börse Düsseldorf* est une place spécialisée dans les échanges d'actions de Rhénanie du Nord-Westphalie pour les particuliers. Elle propose notamment les actions du DAX sans différence entre le cours acheteur moyen et le cours vendeur moyen. Des obligations, des fonds et des ETF y sont également négociés, représentant au total 15 000 titres.
- *BÖAG Börsen AG* (pour Hanovre et Hambourg) est spécialisée dans les fonds immobiliers ouverts. Des titres souverains allemands, des actions, des certificats et des obligations d'entreprises y sont aussi négociés, représentant un total 14 000 titres, dont 5 500 fonds. En 2011, un segment pour les entreprises du Mittelstand,

Mittelstandsbörse Deutschland, a été ouvert pour faciliter l'accès des PME-PMI aux marchés des capitaux (placement d'actions, émission d'obligations).

- *Tradegate Exchange GmbH* (Berlin) est une plateforme spécialisée dans les actions étrangères pour les particuliers, mais elle propose également des obligations, des fonds d'investissement, des certificats et des ETF. Au total en 2015 sont négociés à la bourse de Berlin 8 700 titres (dont 3 700 actions, 1 600 obligations, 1 900 fonds d'investissement et 1 500 *Exchange Traded Products*).

Le tableau ci-dessous récapitule les volumes échangés sur les différentes bourses allemandes pour les différentes catégories d'instruments financiers :

En Md€	Actions	Dérivés	Obligations	Fonds	Total
<i>Deutsche Börse</i>	1 067,7	16,3	10,6	133,6	1259,6
<i>Börse Stuttgart</i>	14,7 (2013 : 14,9)	40 (2013 : 40)	23,1 (2013 : 25)	10 (2013 : 8)	87,8 (2013 : 89 ; 2012 : 90)
<i>Bayerische Börse</i>					6,5 (2013 : 6,5)
<i>Börse Düsseldorf</i>					28 (2013 : 35 ; 2012 : 42 ; 2011 : 50) ¹¹
<i>BÖAG Börsen AG (Hambourg et Hanovre)</i>				1,1 (Hambourg) + 5 (Hanovre)	9,4 (2013 : 23,5 ; 2012 : 27) ¹²
<i>Tradegate Exchange GmbH</i>	46,3 (2013 : 41,2)		1,3 (2013 : 1,5)	3,3 (2013 : 2,4)	51,1 (2013: 45,3 ; 2012 : 33,9) ¹³

S'agissant d'éventuels liens capitalistiques entre ces 5 bourses régionales et *Deutsche Börse*, seule la bourse de Berlin est liée à la bourse de Francfort, *Deutsche Börse* détenant 75% de *Tradegate Exchange GmbH*. *BÖAG Börsen AG* appartient à deux associations (*eingetragene Vereine*), que sont *Verein der Mitglieder der Hanseatischen Wertpapierbörse in Hamburg e.V.* et *Niedersächsische Börse zu Hannover e.V.* La bourse de Munich appartient à l'association du commerce munichois (*Münchener Handelsverein e.V.*). La bourse de Stuttgart a une structure similaire, elle est détenue à 100% par la *Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e. V.* Depuis 2001, *Börse Düsseldorf* est une société anonyme, issue de la *Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf e.V.*

Les bourses régionales sont supervisées par une autorité de supervision boursière locale (*Börsenaufsichtsbehörde*) qui se trouve généralement au sein du ministère des Finances ou de l'Economie du Land. Les bourses régionales sont soumises à la loi relative aux activités

¹¹ <https://www.boerse-duesseldorf.de/presse/pressemitteilungen?y=2012> ; <https://www.boerse-duesseldorf.de/presse/pressemitteilungen?id=842&y=2013>

¹² http://www.boersenag.de/dms/pdf_downloads/pressemeldungen_pdf/Jahresueckblick_2013/PM_Jahresueckblick_2013.pdf

¹³ http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/de/notescontent/dbg_nav/press/10_Latest_Press_Releases/55_TradeGate/INTEGRATE/mr_pressreleases?notesDoc=682A16D370BA185AC1257DC7003F4B1B&newstitle=tradegateexchangeerneutwichtig&location=press

boursières (*BörsG*). Les autorités de supervision leur délivrent donc les autorisations d'exercer et contrôlent la régularité de leur activité.

Le superviseur national, la BaFin, est chargé, quant à lui, du contrôle des acteurs sur les marchés boursiers (délits d'initiés, manipulations de marchés, etc...) qui sont soumis à la loi sur les transactions des valeurs mobilières (*WpHG*). De manière générale, les compétences de la BaFin se sont accrues au cours des dix dernières années au travers du transfert progressif de certaines compétences des Länder à la BaFin, comme par exemple pour la compétence d'approbation des prospectus des autorités locales à la BaFin dans le cadre de la transposition de la directive prospectus.

Les bourses régionales perdent toutes en importance au niveau des volumes échangés, sauf la place de Berlin, qui voit son volume de transactions croître depuis sa création en 2010, ce dernier ne représentant toutefois que 4 % de celui de Deutsche Börse. Selon les interlocuteurs du service économique de l'Ambassade de France à Berlin, les bourses régionales ne sont pas appelées à se développer et resteront, au mieux, cantonnées sur des segments particuliers, tel celui des certificats à Stuttgart ou celui de la cotation d'entreprises locales (Düsseldorf). Le segment des obligations du *Mittelstand* s'est développé à partir de 2010/2011 (cf. tableau sous « commentaires »), mais après plusieurs échecs, notamment celui de la bourse de Stuttgart, est probablement appelé à rester au stade de niche.

Jusqu'à présent, les bourses régionales allemandes ne jouent aucun rôle dans le développement du financement participatif. Ce sont encore deux domaines très distincts, sachant par ailleurs que le volume représenté par le financement participatif reste très faible par rapport aux volumes de transaction des bourses, même régionales. Comme en France, le financement participatif bénéficie d'une dérogation à la directive prospectus, dérogation qui exclut de fait une admission aux négociations en bourse.

Éléments clés : les bourses régionales en Allemagne (hors Francfort) sont un héritage de l'organisation fédérale, et se sont spécialisées dans des instruments autres que les actions (fonds cotés, certificats, etc.) pour continuer à se développer. Elles proposent aussi souvent de négocier sur le marché secondaire des titres admis aux négociations à Francfort. Leur contribution au financement en actions des PME / ETI apparaît dès lors très limitée.

2. Espagne

En Espagne, il serait inapproprié d'opposer la bourse de Madrid aux autres bourses du pays (Bilbao, Valence, Barcelone). Certes, la bourse de Madrid concentre la majeure partie des ordres transmis en Espagne. Mais les quatre bourses espagnoles sont complètement interconnectées à travers le « Système d'Interconnexion Boursier » espagnol, qui est lui-même détenu à parts égales par ces quatre bourses.

Cette interconnexion, entamée en 1989 à travers la loi des marchés de valeurs et accélérée en 2002 suite à la création de Bolsas y Mercados Espanoles (BME), qui détient et rassemble toutes ces bourses, permet à un membre de marché enregistré auprès de la bourse de Madrid par exemple, de passer des ordres sur la bourse de Barcelone.

Il existe donc une unité de cours et une unité dans les opérateurs de marché qui font du système boursier espagnol un système boursier unique, bien qu'il repose sur des bourses

régionales historiques. Selon des interlocuteurs chez BME, cette configuration (système unifié + antennes en régions) permet de maintenir un lien de proximité physique entre les investisseurs régionaux et les marchés financiers et de respecter la tradition espagnole de décentralisation. Mais dans les faits, il n'existe qu'un marché boursier unique, consolidé sous le nom de BME. En plus des bourses régionales, cette holding opère entre autres les marchés alternatifs actions et obligations (MAB et MARF), les marchés de produits dérivés ou les marchés dédiés à la dette publique.

Lien capitalistique entre les bourses régionales et la principale bourse du pays :

Les bourses régionales sont intégralement détenues par BME. BME est elle-même cotée sur le marché espagnol. Selon les chiffres communiqués par BME, le capital social de la compagnie est détenu à 65 % par des actionnaires institutionnels contre 35 % d'actionnaires particuliers. Par nationalité des actionnaires, le capital social est détenu à 65 % par des actionnaires espagnols contre 35 % d'actionnaires étrangers. Les interlocuteurs du service économique de Madrid ont précisé que les principales banques espagnoles figurent parmi les actionnaires majeurs de BME, qui ne diffuse cependant pas l'identité de ses actionnaires.

Volumes traités, capitalisation et introduction en bourse sur l'ensemble des marchés boursiers espagnols :

Compte-tenu du fait que les marchés régionaux espagnols sont pleinement unifiés, la distinction entre les ordres passés sur la bourse de Barcelone, de Valence, de Madrid ou de Bilbao n'a pas véritablement de sens.

Cependant, les chiffres publiés par BME permettent d'estimer que 884 Md€ d'actions ont été négociés sur les marchés, un résultat en hausse de 26% par rapport à 2013. Sur cette somme, 176 Md€ ont été négociés à la bourse de Barcelone, et 77 Md€ à la bourse de Valence. Les chiffres sont inconnus pour les bourses de Madrid (estimation à plus de 550 Md€) et Bilbao. Le nombre de transactions réalisées s'inscrit également en hausse à 71 millions (+ 46 % par rapport à 2013).

A titre informatif, le tableau ci-dessous regroupe le montant des ordres négociés sur différents types de produits financiers sur les marchés de BME au cours de l'année 2013 :

Actions	704 Md€
Obligations d'entreprises	1 285 Md€
Dette publique	5 007 Md€
Contrats futurs	22 493 Md€
Contrats options	32 117 Md€

Les introductions en bourse et augmentations de capital ont pour leur part permis aux entreprises de se financer à hauteur de 36 Md€ en 2014 (31 Md€ en augmentations de capital et 5 Md€ en introductions en bourse). 13 entreprises se sont lancées sur les marchés boursiers (7 sur le marché principal et 6 sur le marché alternatif boursier destiné aux ETI (MAB)) tandis que 185 opérations d'augmentation de capital ont été menées (130 sur le marché principal et 55 sur le MAB).

Les bourses régionales sont toutes supervisées par la CNMV (Commission Nationale des Marchés de Valeurs), l'équivalent espagnol de l'AMF.

Il convient par ailleurs de noter que l'Espagne vient de réglementer les plateformes de financement participatif (loi 5/2015 de financement entrepreneurial du 27 avril 2015). Ce texte n'évoque aucun lien entre les plateformes de financement participatif et les places boursières régionales. BME porterait un regard intéressé sur le financement participatif.

Eléments clés : le système boursier espagnol a une nature hybride : certes, il existe des bourses régionales, mais ces bourses régionales disposent d'une faible indépendance les unes par rapport aux autres. Les quatre bourses régionales espagnoles sont complètement unifiées et permettent à un acteur de marché présent sur l'une d'entre elles de traiter sur l'ensemble de ces places. Les bourses régionales espagnoles sont ainsi davantage l'héritage d'une conception décentralisée de l'économie que le fruit d'une volonté politique ou économique forte de développer des marchés alternatifs régionaux.

3. Royaume-Uni

Il n'existe plus de plateformes de cotation régionales au Royaume-Uni depuis l'intégration des onze dernières plateformes régionales dans le London Stock Exchange en 1973 (la bourse de Liverpool a toutefois continué à avoir des activités limitées jusqu'en 1991). Une plateforme, Investbx, a été lancée en 2007 à Birmingham, mais a fermé en 2011 compte tenu du faible nombre d'introductions en bourse (seulement 3 en 4 ans).

En juillet 2010, le ministère britannique de l'économie (BIS) avait évoqué dans une consultation sur le financement de la reprise économique la création à nouveau de bourses régionales, afin de développer le financement aux entreprises. Des interrogations étaient toutefois formulées sur les inconvénients en termes de liquidité de telles bourses régionales, conformément à la citation ci-dessous tirée de la consultation de l'époque :

« Some commentators have proposed regional stock exchanges to help develop regionally focused sources of business finance. Such an approach might, however, fragment liquidity and narrow the pool of investors available to each SME. The Government is interested in views on regional stock exchanges and how these could be made to work successfully, overcoming liquidity issues ».

L'idée, qui était soutenue par le vice premier ministre Nick Clegg et le ministre de l'économie Vince Cable (tous deux libéraux démocrates), a été abandonnée en raison du peu d'intérêt du monde des affaires. Un quart des répondants à la consultation ont abordé le sujet, la quasi-majorité estimant que cela poserait des « problèmes graves de liquidité », comme le montre la citation suivante :

« Almost all responses to the Green Paper that mentioned regional stock exchanges (around a quarter) did not favour the introduction of Regional Stock Exchanges stating concerns that such exchanges would suffer from serious liquidity problems and were not an appropriate solution to the problem of supplying finance to small businesses at a regional level ».

La question n'est que très occasionnellement évoquée depuis. Elle a cependant été à nouveau abordée dans la presse avant le référendum sur l'Écosse en septembre 2014, dans le cadre d'analyses sur le secteur financier d'une Écosse indépendante.

L'idée de recréer des bourses régionales est aussi évoquée occasionnellement dans la presse galloise ou écossaise. Elle n'est toutefois quasiment pas reprise au niveau politique, à l'exception du parti libéral démocrate gallois, qui proposait la mesure dans son programme pour les élections locales de 2011. Son poids politique au Pays de Galles reste limité (5 sièges sur 60 à l'assemblée nationale galloise).

Éléments clés : alors même que le financement de l'économie britannique est marqué par un important rôle des financements de marché, y compris pour les PME / ETI, il n'y a aucune bourse régionale active au Royaume-Uni.

IV. Perspectives d'évolution des financements de marché pour les PME / ETI en région

1. Les limites des initiatives actuelles

Les initiatives présentées dans la partie II, que ce soit la présence d'Enternext dans les régions, la plateforme Lyon place d'échange, voire le financement participatif en région, se heurtent à plusieurs difficultés qui peuvent expliquer le caractère encore relativement modeste de leur contribution aux financements de marché dans les fonds propres des PME / ETI françaises.

Le problème de l'accès des PME au marché

Tout d'abord, au-delà de la question des financements accessibles en région, un problème partagé au niveau de l'ensemble du pays, tant en Ile-de-France que hors Ile-de-France, est celui des difficultés d'accès des PME / ETI aux financements de marché. Ces difficultés ne constituent pas une spécificité française, comme le montrent les réflexions portées par la Commission européenne dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux, et elles ont déjà été largement documentées¹⁴.

Les coûts d'accès à une plateforme et les coûts de maintien sur le marché sont relativement indépendants de la taille de l'entreprise, impliquant dès lors que l'accès au marché soit proportionnellement plus cher pour une entreprise levant un montant moins élevé de fonds. Ces coûts procèdent des obligations présentées en partie I, notamment au niveau de l'établissement d'un prospectus, du respect des obligations des sociétés cotées (avec l'organisation interne que cela suppose), de la prévention des abus de marché, et des frais annuels versés à la plateforme pour maintenir le titre sur le système. A cet égard, le modèle d'affaire des gestionnaires de plateformes reposant sur les économies d'échelle, on peut craindre qu'une multiplication de plateformes en concurrence sur le même segment de marché n'aboutisse *in fine* à renchérir le coût de cotation des entreprises, les plateformes devant amortir leurs coûts fixes sur un nombre plus restreint d'entreprises.

Les règles imposées pour l'accès au marché sont certes coûteuses pour les entreprises, mais il paraît inopportun de chercher à les contourner pour les PME / ETI, au risque de susciter la défiance des investisseurs envers ces valeurs et de ne pas fournir l'information utile au marché pour permettre un mécanisme approprié de formation du prix. Des initiatives ont toutefois été prises aux niveaux français et européen pour chercher à rendre plus proportionnées certaines contraintes s'appliquant aux PME / ETI dans leur accès aux marchés. Par exemple la révision, en cours au niveau européen, de la directive prospectus devrait permettre de simplifier le contenu de ce document de référence. Dans tous les cas, sauf à imaginer des approches totalement nouvelles de l'évaluation du prix des PME /ETI cotées, par exemple par des méthodes statistiques¹⁵ ou en comptant sur l'évaluation de la foule dans le cas du financement participatif, les coûts fixes resteront relativement incompressibles,

¹⁴ Voir par exemple : *Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier*, G. Rameix et T. Giami, novembre 2011.

¹⁵ Le site Altavalue propose ce genre d'outils d'évaluation en conjuguant l'expertise d'Alphavalue, cabinet d'analyse financière indépendant situé à Paris, avec les bases de données d'Altarex.

limitant d'autant le recours aux financements de marché pour les levées de fonds de taille plus modeste.

S'agissant de la critique récurrente sur le manque de liquidité des titres des PME / ETI, il est important de déterminer si cela est dû aux caractéristiques propres de ces valeurs, une émission de moindre montant étant source d'un plus faible flottant. La question est donc de savoir si, corrigés du flottant, les volumes échangés sur ces valeurs sont réellement plus faibles que sur les titres des grandes entreprises. Pour essayer de répondre simplement à cette question, le tableau suivant présente les caractéristique du ratio volume moyen échangé sur flottant pour les titres admis aux négociations sur les plateformes du groupe Euronext (Alternext et les compartiments A, B et C d'Euronext). On constate que le ratio est en effet sensiblement inférieur pour les valeurs d'Enternext que pour les capitalisations boursières les plus élevées (deux premières lignes), et surtout pour les entreprises qui disposent d'un flottant limité (strictement inférieur à 10 M€, ce qui reste important pour les sociétés d'Enternext) par rapport aux autres.

<i>Evaluation du ratio volume moyen échangé sur flottant</i>		
	Moyenne	Ecart-type
Compartiment A	0.303%	0.227%
Enternext	0.223%	0.301%
Flottant supérieur à 10 M€	0.336%	0.333%
Flottant inférieur à 10 M€	0.174%	0.224%

En clair, cette première approche de l'évaluation de la liquidité semble effectivement confirmer une situation plus problématique pour les PME / ETI, une fois corrigée de la taille de leurs émissions. Les solutions pour susciter plus de liquidité sur ces valeurs sont diverses, avec par exemple la mise en place de contrats de liquidité, une meilleure couverture en recherche pour attirer plus d'investisseurs, ou, à titre plus expérimental, un programme d'écartement des pas de cotation aux USA sur les valeurs petites et moyennes pour mieux rémunérer l'activité de tenue de marché sur ces valeurs¹⁶. Il est important de relever que la fragmentation de la liquidité sur les titres PME / ETI pourrait avoir un effet proportionnellement plus dommageable que pour les actions de grandes entreprises, le point de départ étant déjà moins favorable pour ces valeurs.

Le problème des écosystèmes régionaux

Si des facteurs communs à toutes les PME / ETI peuvent expliquer leur moindre accès aux financements de marché en France, force est de constater que dans le stock de sociétés cotées en France actuellement, les régions sont diversement représentées (cf. partie II 1). La mise en avant d'un seul facteur pour expliquer ces divergences est évidemment difficile, mais il semble ressortir des entretiens que nous avons pu avoir avec les acteurs concernés que la présence d'écosystèmes régionaux de financement dynamiques et innovants joue un rôle clé dans la capacité d'accès des entreprises au marché.

¹⁶ <http://www.sec.gov/rules/sro/nms/2015/34-74892.pdf>

La présence régulière des gestionnaires d'éventuelles plateformes à dimension régionale au sein de ces écosystèmes régionaux et la bonne relation avec les entreprises sont sans doute essentielles pour améliorer le niveau de connaissance des entreprises envers les solutions de marché, et pour éventuellement les accompagner sur une plateforme. Les initiatives actuelles s'appuient diversement sur les écosystèmes régionaux, avec des acteurs qui disposent de relations de nature variées avec les entreprises et les intermédiaires financiers : il peut s'agir de CCI, d'associations de promotion des places financières, ou encore de clubs d'investisseurs.

Si l'on ne peut pas dégager de règle générale sur l'organisation optimale des écosystèmes de financement, on constate que les initiatives présentées en partie II se déroulent toutes dans des régions où les écosystèmes sont actifs dans la mise en œuvre de financement innovants pour les PME / ETI. Il semble ainsi qu'une limite au développement de davantage de projets de bourses régionales peut être au niveau du manque de développement de certains écosystèmes régionaux de financement, la mise en place de solutions de marché ne pouvant exister sans des intermédiaires et des structures d'accompagnement des entreprises appropriées.

2. Pistes d'évolution possibles

Des éléments présentés dans ce rapport, quelques pistes d'évolution pour le financement par le marché en région des entreprises, notamment des PME / ETI, peuvent être esquissées, suivant les axes indiqués ci-après :

- ✓ Envisager que certains des obstacles réglementaires à la cotation de PME / ETI soient progressivement surmontés, notamment dans le cas de l'Union des marchés de capitaux, ce qui bénéficierait à l'ensemble des entreprises concernées, dans toutes les régions françaises. Cela pourrait notamment passer par les travaux de révision de la directive prospectus, actuellement en cours au niveau européen, ou d'autres initiatives au niveau national dans la lignée du travail qui a pu être conduit pour faciliter le processus d'introduction en bourse. Les problèmes de liquidité et d'accès à l'analyse financière devraient en revanche être nettement plus difficiles à résoudre.
- ✓ Approfondir les initiatives existantes (Enternext, Lyon place d'échange et d'éventuelles autres plateformes, le financement participatif, des rencontres entre investisseurs et entreprises sur le modèle de Start West), qui semblent plutôt complémentaires, s'adressant à des populations différentes d'entreprises à des étapes différentes dans leur chaîne de financement, en cherchant à développer une meilleure connaissance des mécanismes de marché par les entreprises. Les écosystèmes régionaux de financement et de mise en relation d'entreprises ont sans doute un rôle central à jouer dans cette éducation aux mécanismes de marché, par exemple en rappelant les solutions existantes et la bonne articulation avec la réglementation.
- ✓ Réaliser un bilan à moyen terme des initiatives récentes (notamment Lyon place d'échange et le financement participatif à l'échelle régionale) pour identifier l'existence du biais régional des investisseurs comme facteur de sélection de leurs projets (ce possible biais régional dans les financements n'a pu être précisément documenté dans le cadre de ce rapport). Une réponse affirmative à cette question

justifierait que les entreprises cherchent à davantage rechercher des financements par l'intermédiaire de solutions régionales.

- ✓ Veiller à la mise en œuvre d'une régulation proportionnée et adaptée au financement de marché des PME / ETI, et éventuellement impliquer les services de l'Etat présents en région dans l'animation des écosystèmes régionaux. En revanche, aucune défaillance de marché n'étant clairement établie dans les schémas de financement par le marché en région, une intervention financière de l'Etat ne serait pas opportune, au risque de créer des effets d'aubaine ou de contribuer à une certaine distorsion des écosystèmes régionaux.

Annexes

Bibliographie

Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier ; G. Rameix et T. Giami ; novembre 2011

Les PME, les régions, la bourse ; Altavalue et CM economics ; février 2015

Rapport annuel 2014 de l'observatoire du financement des entreprises par le marché ; mai 2015

Un Small Business Act du droit boursier européen ; F. Demarigny ; mars 2010

Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth ; World Federation of Exchanges et Centre for European Policy Studies ; Oxford University Press ; 2010

10 questions pour réussir son introduction en Bourse, tout savoir sur la cotation des PME et ETI ; R. Le Bailly ; lextenso éditions ; 2013

Making Stock Markets Work to Support Economic Growth; D. Weild, E. Kim et L. Newport ; OECD Corporate Governance Working Papers, 2013

Faciliter l'accès au marché des PME à la recherche de capitaux ; T. Giami et M. Lefèvre ; octobre 2009

Listes des personnes rencontrées

Par ordre alphabétique :

Antony Attia, directeur général, Euronext Paris

Philippe Dardier, président, AM France

Eric Forest, président directeur général, Enternext

Brice Groche, directeur des opérations de placement, Boursorama Banque

Jean-Pierre Lac, président, Lyon Place financière et tertiaire

Pierre de Lauzun, délégué général, Association française des marchés financiers

Agnès Lépinay, directrice des affaires économiques et financières, MEDEF

Philippe de Portzamparc, président, Portzamparc société de bourse, coordinateur des places financières régionales

Stéphanie Savel, présidente, Wiseed

Caroline Weber, directrice générale, Middlenext

Etude statistique du biais régional dans le financement participatif sous forme de prêts

Dans l'optique de chercher à documenter un éventuel biais régional dans les conditions de financement des entreprises dans le financement régional, il est possible de regarder si d'après les données publiques communiquées par des plates-formes de financement participatif sur les projets financés en dette on peut constater une différence dans les conditions de financement suivant les régions. Les données disponibles sur la plateforme de l'entreprise Unilend¹⁷, pour plus de 150 projets financés avec un montant total de plus de 10 M€, ont servi à faire des analyses statistiques qui n'ont pu mettre en avant une différence significative dans les taux d'emprunt des PME présentes sur la plateforme suivant leur région. En revanche des éléments comme la note attribuée par la plateforme, le montant levé ou la maturité ont une influence significative sur le taux de financement, comme attendu par la théorie économique.

Sont reproduits ci-dessous les résultats des régressions effectuées avec le logiciel d'analyse statistique « R », à la fois en distinguant entre régions suivant leur PIB/habitant ou en distinguant entre Ile-de-France et autres régions, tout en prenant aussi en compte les montants levés, les notes et les maturités d'emprunt. On voit que dans les deux cas le facteur régional n'est pas statistiquement significatif.

Formule appelée :

lm(formula = Taux ~ Montant + Maturité + Note + Région, data = dataunilendregion)

Résultats en prenant un indicateur de PIB / habitant pour les régions (comme proxy du gisement d'épargne) :

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	Significativité
(Intercept)	9.099e-02	6.448e-03	14.110	< 2e-16	***
Montant	7.779e-08	1.225e-08	6.353	3.59e-09	***
Maturité	3.536e-04	6.125e-05	5.773	5.79e-08	***
Note	-7.690e-03	1.902e-03	-4.042	9.19e-05	***
Région	1.269e-04	1.005e-04	1.262	0.209	

Résultats en distinguant entre Ile-de-France et autres régions :

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	Significativité
(Intercept)	9.122e-02	6.489e-03	14.057	< 2e-16	***
Montant	8.082e-08	1.209e-08	6.682	6.96e-10	***
Maturité	3.441e-04	6.121e-05	5.621	1.18e-07	***
Note	-7.558e-03	1.914e-03	-3.948	0.000131	***
Région	9.375e-04	1.287e-03	0.728	0.467850	

*Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1*

Une analyse plus fine pourrait être menée pour définitivement écarter l'influence du biais régional dans ces financements en dette sur Unilend, par exemple en connaissant précisément la géographie des membres de la plateforme, et la façon dont ils contribuent à chaque projet suivant la géographie.

¹⁷ <https://www.unilend.fr/projets-a-financer>