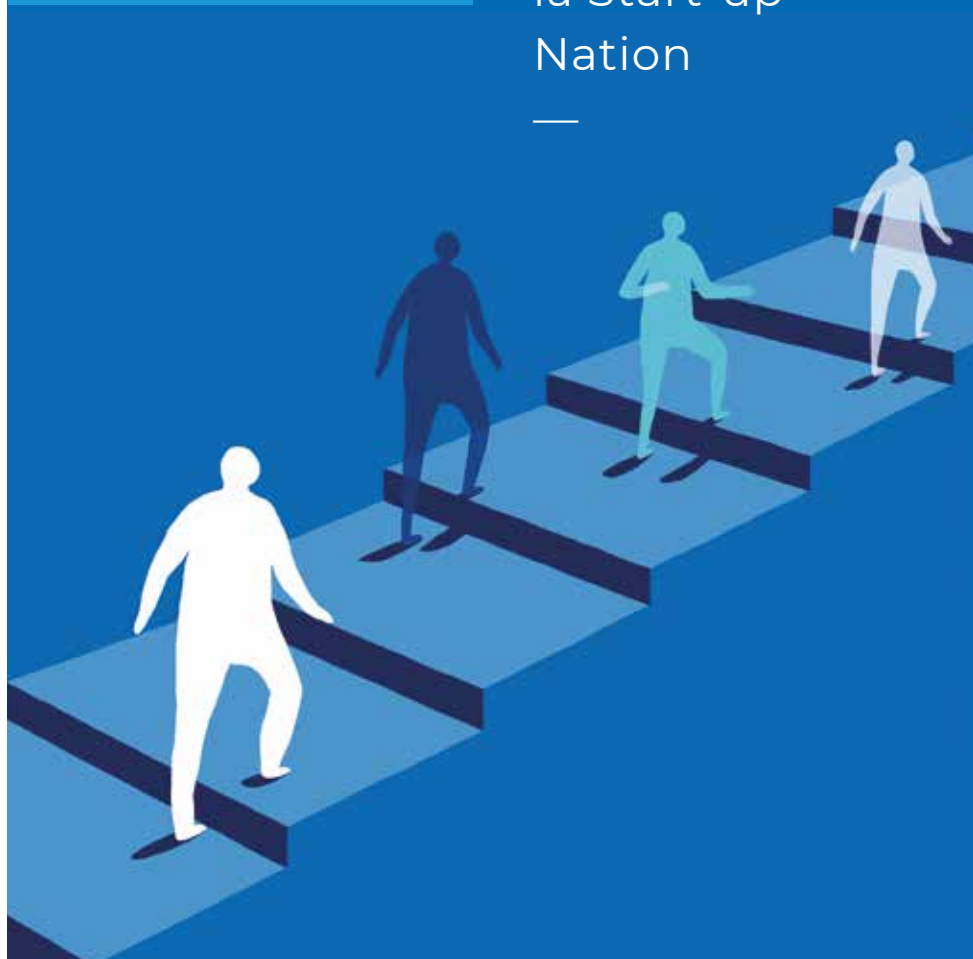


DU NON COTÉ
AU COTÉ

Voyage
au sein de
la Start-up
Nation





LE DÉCLIN
DE LA COTATION
DES PETITES VALEURS

04 — L'émergence internationale des start-up françaises passe-t-elle par la cotation ?

—
**ENTRETIEN AVEC
ARNAUD DE BRESSON**
DÉLÉGUÉ GÉNÉRAL
DE PARIS EUROPLACE
—



J'ai mémoire et la nostalgie du second marché et des pépites que l'on cherchait à dénicher, que s'est-il passé ? Pourquoi ce marché a-t-il disparu ?

Le second marché a fait les grandes heures de la Bourse de Paris et l'enthousiasme de la génération des investisseurs des années 80 et 90.

Simple dans son fonctionnement (marché comptant) et large (il comptait plus de 300 entreprises à la fin des années 1990 dont 1/3 en province), sa création a eu pour objectif de permettre un accès plus facile aux petites et moyennes entreprises françaises. L'ouverture de ce marché a été un phénomène marquant tant du côté des investisseurs que des entreprises en entraînant une modification radicale du comportement financier des entreprises à l'égard des fonds propres et de l'appel public à l'épargne.

04 LE DÉCLIN DE LA COTATION DES PETITES VALEURS

En effet, le second marché se caractérisait par des conditions d'admission moins strictes que sur le Marché Officiel. Beaucoup moins de formalités étaient demandées aux entreprises, permettant ainsi de réduire les coûts liés à l'introduction. Les entreprises qui souhaitaient s'introduire sur ce marché devaient émettre des actions pour seulement 10% de leur capital et présenter 2 années de comptes certifiés. Les obligations d'information étaient réduites : l'élaboration d'une note d'information visée par la COB (Commission des Opérations en Bourse) n'était pas obligatoire. Il a permis, ainsi, l'éclosion et le développement d'entreprises de croissance notamment régionales comme Zodiac, Clarins, Canal+, Smoby, Tivoly, Lectra System...

Le Second Marché n'a cependant pas réussi à survivre à la succession de crises financières (Krach d'octobre 1987, éclatement de la bulle Internet...). Certains économistes avancent aussi l'hypothèse que sa disparition serait liée à une surévaluation par les intermédiaires introducteurs du prix d'introduction : le rôle « d'impresario » des banquiers introducteurs a probablement été déterminant dans la sous-performance à long terme des entreprises du second marché. Contrairement au Nasdaq qui a su se régénérer, les initiatives françaises qui ont suivi (Nouveau Marché, Alternext...) n'ont pas été à ce jour à même de ranimer ce compartiment de marché et de renouer avec l'engouement et l'enthousiasme des investisseurs.

Quelles sont pour vous les premières raisons à avancer pour expliquer cette désaffection ?

Croissance Plus, Paris Europlace et Euronext se sont interrogés¹ sur les raisons du désintérêt des entreprises pour le recours aux marchés boursiers concernant leur financement et notamment sur le segment des PME-PMI. Le rapport remis en novembre 2020 a mis notamment en évidence la problématique du momentum des entreprises de croissance en matière de financement, argument largement souligné dans le rapport Tibi². En effet, si les start-ups ne rencontrent pas des difficultés majeures pour se financer lors de leurs premières étapes de développement, leurs besoins plus conséquents au stade de leur déploiement international se heurtent à la dimension encore modeste des fonds de capital-innovation domestiques à l'échelle mondiale et aux règles de diversification des investissements qu'ils s'imposent.

En conséquence, les entreprises font face à trois alternatives :

- Faire appel à des fonds de capital-risque internationaux,
- La vente avant l'atteinte de maturité,
- Ou l'introduction en bourse.

En réalité, cette dernière option s'avère comme le palliatif aux autres solutions (alors qu'elle réclame une maturité certaine de la structure impétrante), en raison du faible appétit des investisseurs pour les entreprises technologiques (cf. comparaison

des capitalisations boursières des entreprises technologiques au moment de leur introduction – rapport de 1 à 11 entre France et US); ainsi, le rapport Tibi cite le chiffre pour les fonds généraux des Assureurs-vie de 6,9% de titres de sociétés technologiques au sein des encours en actions cotées à comparer aux 19 % du secteur technologique dans l'indice MSCI World Index. Il est vrai que les Assureurs sont confrontés aux logiques réglementaires de Solvency 2 et aux règles d'exigences de fonds propres au regard des investissements actions.

Le rapport Paris EUROPLACE (précédemment cité) fait valoir l'argument complémentaire de l'impact de l'affaiblissement de la Recherche et de l'Analyse comme accélérateur du déclin. La faible couverture (limitée à 1 analyste local) des valeurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€ (source Etude AMAFI – 2018), engendrée par la réglementation MIFID 2 sur la distinction entre recherche et courtage, a conduit à une dégradation de la liquidité des titres. Cette corrélation entre degré de couverture et liquidité a été démontrée par une étude universitaire commandée par l'OFEM³.

Mais ce déclin n'est pas inéluctable et de vrais motifs d'espoir existent quant au renouveau des segments des petites valeurs.

Existe-t-il une volonté de la place de Paris de réanimer ce segment de marché ? Et comment, le cas échéant ?

Clairement oui. Il s'agit bien d'un axe d'action prioritaire pour la place de Paris. Dans ce sens, de nombreuses initiatives ont été engagées. Nous pouvons citer, à titre d'illustration, le programme de formation TechShare qui a pour objectif de donner aux entrepreneurs les connaissances et les outils nécessaires pour s'initier aux marchés et poursuivre le financement de leur croissance (650 entreprises de par l'Europe ont rejoint ce programme). Il s'articule désormais avec le nouveau segment de marché Euronext Tech Leaders, regroupant plus de 100 sociétés à compétence technologique, leaders de leur marché et à forte croissance.

04 LE DÉCLIN DE LA COTATION DES PETITES VALEURS

Que ce soit le rapport Tibi ou celui de Paris EUROPLACE, l'un et l'autre soulignent l'importance de la complémentarité des deux modèles de financement et du lien nécessaire à structurer entre le capital investissement et l'introduction en bourse. Le rapport Tibi recommande ainsi que, pour éviter les désillusions du passé, une plus grande sélectivité s'impose (qualité et taille des entreprises). Elle nécessite un accompagnement des candidats par des investisseurs piliers (Cornerstone Investor) qui s'engagent pré-IPO à souscrire une part importante de leurs actions mises en vente (pratique largement répandue en Suède et qui a démontré ses effets bénéfiques).

Paris Europlace a, ainsi, constitué une task-force visant à renforcer l'attractivité de la Bourse de Paris et à donner un nouvel élan aux introductions. Elle œuvre sur 6 chantiers principaux :

➤ Renforcer le pôle d'investisseurs actions de la place de Paris, en contribuant notamment à faire évoluer la réglementation européenne des Investisseurs (Solvency 2, notamment), comme la fiscalité française (PEA-PME, Epargne Retraite post Pacte, Epargne salariale...),

➤ Mobiliser les EFET dans le cadre de la démarche Tibi, mobiliser les investisseurs de la place de Paris pour qu'ils renforcent leurs pôles d'investissement actions, mettre en place un guide des bonnes pratiques investisseurs/intermédiaires financiers

➤ Accompagner l'implantation du segment Euronext Tech Leaders, développer l'échange en amont entre les entreprises candidates aux IPO et les investisseurs

➤ Renforcer l'accompagnement des entrepreneurs pré-IPO (Guides de bonnes pratiques, formation...), participer activement au développement des fonds CornerStone

➤ Renforcer l'analyse financière sur la place de Paris, notamment sur les valeurs moyennes,

➤ Améliorer la compétitivité de la réglementation de la place de Paris (droits de vote multiples, tranche retail).

Nos amis anglais de la FCA cherchent à réveiller les introductions d'entreprises entrepreneuriales innovantes (PMER), à prendre de vitesse le listing act européen et à attirer les licornes européennes. Le listing Act va-t-il être pris de vitesse ?

La Financial Conduct Authority s'est fixée de réformer le régime de cotation britannique (Primary Markets Effectiveness Review – mai 2022⁴). Au-delà de la volonté d'accroître l'attractivité de la Bourse de Londres et le nombre d'introductions d'entreprises à potentiel, **le projet de réforme a défini, pour y parvenir, quatre piliers essentiels :**

➤ Supprimer toutes les complexités qui ne servent pas un objectif réel et défini,

➤ Assurer que le succès d'une introduction soit résilient pour un plus

large éventail d'entreprises par une sélectivité adaptée au secteur et la typologie de l'entreprise,

➤ Donner aux investisseurs les moyens de prendre des décisions concernant la qualité des entreprises en ajustant avec agilité le prospectus d'information et les données devant y être associées,

➤ Structurer le dialogue entre émetteurs et investisseurs. Seront, par ailleurs, généralisés le modèle de parrainage (tel qu'il est en fonction à Hong-Kong) et l'information en matière de diversité et d'inclusion ainsi que les règles de déclaration sur les changements climatiques.

“Le jour où une entreprise entre en bourse pour la première fois est le jour où elle annonce au monde qu'elle est un succès”

Clare Cole, directrice de la surveillance du marché de la FCA.

Les orientations prévues par le FCA ne diffèrent pas des objectifs poursuivis par la place de Paris, sachant que nombre d'initiatives dans ce sens ont déjà été mises en œuvre (comme évoqué plus haut) et que Paris bénéficiera du Listing Act européen en cours de finalisation. ●

1
« la Bourse comme levier de croissance »
Novembre 2020.

2
« Financer la quatrième révolution industrielle »
Philippe Tibi – Juillet 2019

3
OFEM, étude Galanti et al « Rôle des analystes sur l'attractivité et la liquidité des PME-ETI », février 201

4
Primary Markets Effectiveness Review – Feedback to the discussion of the purpose of the listing regime and further discussion – discussion paper mai 2022