

ANALYSE FINANCIERE ET ACCES AU MARCHÉ DES PETITES ET MOYENNES VALEURS

**Analyser les sous-jacents de la situation actuelle
pour déterminer les solutions appropriées**

Contribution de l'AMAFI

1. En novembre 2009, la DGTPE a lancé, à la demande du Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, un groupe de travail chargé de faire des propositions à court terme pour renforcer l'analyse financière indépendante (AFI). Cette réflexion s'inscrit dans le droit fil de la volonté du Ministre « *de ne pas relâcher la mobilisation de l'Etat pour favoriser l'accès au financement des petites et moyennes entreprises* ».

Partant en effet du constat que « *plus de 50% des petites et moyennes valeurs cotées à Paris ne sont suivies par aucun analyste financier et que 71 % des sociétés suivies ne le sont que par un seul* », le Directeur Général du Trésor et de la Politique Economique estime, dans la lettre de mission du groupe de travail, que cette « *situation est de nature à décourager la cotation dans cette catégorie de valeurs dans la mesure où les investisseurs recherchent une information pluraliste pour prendre leurs décisions* », et qu'ainsi le « *renforcement de l'analyse financière indépendante apparaît donc clairement comme une condition particulièrement nécessaire à l'accroissement de la liquidité des titres émis par les petites et moyennes valeurs cotées à Paris* ».

2. L'AMAFI soutient pleinement la mobilisation ainsi décrétée par la Ministre, et traduite notamment au travers de la mission qu'elle a confiée à MM. Giami et Lefèvre et des propositions formulées dans ce cadre¹. L'Association considère en effet que l'enjeu d'un accès amélioré des petites et moyennes entreprises (VaMPs²) aux financements de marché est primordial. Dans une période où les réflexions engagées en suite de la crise vont entraîner une élévation des exigences prudentielles pesant sur les établissements financiers, une contraction des bilans des banques apparaît inévitable : l'un de ses effets sera de rendre plus difficile l'accès des VaMPs au crédit bancaire.

A son niveau d'ailleurs, l'Association a mené et mène différentes actions destinées à faciliter l'accès des VaMPs aux financements de marché. Cela fait plusieurs années maintenant qu'en concertation avec la COB d'abord, l'AMF ensuite, elle propose un cadre professionnel de haut niveau pour la mise en œuvre des contrats de liquidité, particulièrement nécessaires pour fluidifier le marché des VaMPs cotées et attirer ainsi les investisseurs. C'est forte du constat qu'il fallait alléger les exigences pesant sur les VaMPs qu'elle a milité il y a deux ans, en faveur d'une réforme de l'appel public à l'épargne qui supprime le cadre uniforme alors en œuvre pour tous les émetteurs cotés³, et permette ainsi d'établir des niveaux

¹ « Faciliter l'accès au marché des petites et moyennes entreprises à la recherche de capitaux », juillet 2009.

² Par reprise de l'acronyme défini en novembre 2007 par le Groupe de travail AMF présidé par M. Mansion (Rapport sur les valeurs moyennes et petites (VaMPs)).

³ Voir en ce sens « Réformer l'APE – Une nécessité urgente et impérative – Note de problématique », AFEI / 08-02, 10 janvier 2008, qui affirmait que « *Ne pas procéder, de façon urgente et résolue, à une refondation du dispositif APE présente [notamment le danger de] fragiliser dans leur recherche de financements de marché les émetteurs français,*

d'exigences plus adaptés aux différentes catégories d'émetteurs, notamment en fonction de leur taille. Aujourd'hui, elle s'attache à contribuer aux différentes réflexions lancées afin de favoriser l'émergence des solutions les plus efficaces.

3. C'est dans esprit de contribution positive que, comme elle s'attache toujours à le faire, l'AMAFI participe à la réflexion menée par la DGTPE⁴ sur l'AFI. Mais si elle partage le constat qu'il y a un véritable enjeu à chercher à accroître la production d'analyses financières sur les VaMPs, elle considère que certaines bases de la réflexion sont insuffisamment analysées : les facteurs qui fondent les difficultés rencontrées par les VaMPs dans leur accès au marché sont multiples, et croire qu'il suffirait de dégager des sources de financement assurant la viabilité économique de l'AFI pour résoudre ces difficultés constituerait une très grave erreur.

La conséquence sera en effet de laisser penser que la question aura été convenablement traitée, alors qu'en réalité cela n'aura pas été le cas. L'importance de l'enjeu que constitue aujourd'hui un accès amélioré des VaMPs aux financements de marché n'autorise pas à se tromper de cible.

4. Dans ce contexte, l'AMAFI souhaite alimenter la réflexion du groupe de travail en lui fournissant sous forme écrite un certain nombre d'éléments, dont la plupart ont d'ailleurs déjà été évoqués au cours des réunions ou intégrés dans le document remis précédemment par M. Le Boulch⁵. Ces éléments ont la particularité de retracer l'analyse commune des adhérents de l'AMAFI qui sont particulièrement engagés sur le segment des valeurs moyennes, et qui à ce titre ne peuvent que souhaiter que les VaMPs accèdent « plus et mieux » au marché.

Cette contribution à la réflexion est organisée autour de deux grandes parties :

-  Les facteurs de l'analyse
-  Les axes de solutions qu'il est essentiel de mettre en œuvre selon l'AMAFI

La première partie est de loin la plus développée. La seconde est en revanche plus succincte dès lors qu'au-delà de la question particulière du financement de l'AFI, les autres pistes ne relèvent pas directement du mandat du groupe de travail.

et particulièrement ceux qui n'ont pas déjà la capacité de lever des financements internationaux mais parmi lesquels doivent justement se trouver ceux qui formeront demain les fleurons de l'économie nationale ».

⁴ Représentée par M. Eric Le Boulch, membre de son Conseil d'administration et Président de CM-CIC Securities.

⁵ Comité Analyse Financière Indépendante – Quelles pistes pour sortir de la spirale déflationniste sur les valeurs moyennes ?, 21 décembre 2009.

SYNTHESE

Réfléchir sur la problématique de l'analyse financière dans le contexte de l'accès des VaMPs par au financement de marché suppose d'intégrer un certain nombre de facteurs sans prise en compte desquels il est illusoire d'espérer dégager une solution. Il faut ainsi considérer que :

- Le financement des VaMPs par le marché est d'abord un enjeu au regard de leur capacité à attirer les investisseurs institutionnels ;
- Les investisseurs susceptibles d'investir sur le marché des VaMPs sont d'abord nationaux, mais ceux-ci connaissent des freins réels à ce type d'investissement ;
- Le marché des VaMPs repose sur des intermédiaires nationaux faisant face à des perspectives tendanciennes très défavorables ;
- Les investisseurs demandent une analyse financière de qualité créant de la valeur ajoutée pour eux ;
- Le schéma d'une analyse *sell-side* en concurrence avec une AFI qu'elle ne laisserait pas émerger ne correspond à aucune réalité depuis la mise en place du mécanisme des Commissions de Courtages Partagées (CCPs) ;
- La faiblesse de l'analyse financière est d'abord une conséquence avant d'être une cause de la faible liquidité des VaMPs ;
- La faible liquidité intrinsèque des VaMPs demande un engagement particulier (contrat de liquidité, communication financière) des émetteurs que tous, ne sont pas prêts à réaliser ;
- Le financement de l'AFI constitue une question par rapport au modèle économique de ce service, mais non par rapport au financement des VaMPs par le marché.

La toile de fond ainsi dressée met en évidence que, si le financement de l'AFI constitue certainement une question par rapport au modèle économique de ce service, elle n'est en revanche pas pertinente par rapport au financement des VaMPs par le marché.

En revanche, quelques grands axes d'actions, situés pour certains dans le droit fil des recommandations du rapport Giami-Lefèvre, doivent être privilégiés :

- L'enjeu prioritaire concerne l'absolue nécessité de drainer une épargne longue vers les VaMPs ;
- La seconde priorité concerne l'urgence d'une prise de conscience de Place sur la nécessité de maintenir un écosystème de marché qui serve, au niveau national, les VaMPs ;
- Il faut par ailleurs déterminer un corps de règles adaptées aux petites et moyennes valeurs cotées ;
- Il faut également réactiver la communication de Place sur le marché des VaMPs ;
- Il faut enfin objectiver le poids des obligations liées à la cotation des VaMPs cotées.

LES FACTEURS DE LA REFLEXION

5. Un certain nombre de facteurs doivent être pris en compte si l'on veut que la réflexion atteigne le but qui lui a été fixé. Chacun d'entre eux pris isolément n'est certainement pas déterminant. Leur conjugaison crée en revanche un contexte très particulier, qui ne peut absolument pas être ignoré.

Le financement des VaMPs par le marché est d'abord un enjeu au regard de leur capacité à attirer les investisseurs institutionnels

6. Les investisseurs susceptibles d'apporter des fonds à une entreprise cotée ou d'intervenir sur le marché secondaire de son titre se scindent en deux grandes catégories : les investisseurs particuliers et assimilés d'une part, les investisseurs institutionnels d'autre part. Etablir cette distinction est particulièrement fondamental dès lors que les investisseurs institutionnels ont une capacité d'investissement sans commune mesure avec les investisseurs particuliers. En pratique ainsi, ce seront les investisseurs institutionnels qui apporteront les financements nécessaires lors de l'introduction ou d'une augmentation de capital ; ce sont également eux qui, par leur présence sur le marché secondaire, généreront les niveaux d'échanges créant, sinon la liquidité de marché, du moins la fluidité permettant la réalisation d'investissements / désinvestissements qui respectent le couple montant / délai qu'ils jugent impératifs.

S'il n'est pas question d'exclure les investisseurs particuliers de l'accès aux VaMPs cotées, cela signifie toutefois qu'il n'est pas possible non plus de les désigner comme une cible à privilégier : ce n'est pas en facilitant l'accès des investisseurs particuliers à ces valeurs que l'on résoudra la problématique de leur financement par le marché. Pour préciser l'enjeu que représentent ces investisseurs, il faut rappeler⁶ qu'à fin 2007, le patrimoine des ménages français représentait 10.700 Md€, dont 1/3 seulement était investi en actifs financiers, soit 3.600 Md€, avec 5 % investi en actions cotées (180 Md€), 15 % en actions non cotées (540 Md€) et 2 % dans des OPCVM actions (72 Md€). Sachant qu'à fin 2008, les particuliers détenaient environ 13 % du CAC 40, si l'on estime que ce chiffre peut être utilisé sur la capitalisation représenté par ce même CAC 40 à fin 2007, cela signifie que sur les 180 Md€ d'actions cotées détenues par les ménages, 133 Md€ sont à eux seuls concentrés sur les valeurs du CAC 40. Il convient enfin de souligner que le coût de financement des entreprises par les particuliers, en particulier le financement obligataire est supérieur à celui du financement par les investisseurs institutionnels.

7. Il faut d'autant moins se leurrer sur la capacité des investisseurs particuliers à être ceux sur lesquels pourraient reposer le financement des VaMPs que les intermédiaires financiers qui pourraient les orienter vers ce type d'investissement n'y ont aujourd'hui pas intérêt. Redevable vis-à-vis de son client d'un « devoir de conseil⁷ », l'intermédiaire court en effet un risque juridique aggravé d'engagement de sa responsabilité civile, chaque fois qu'il l'oriente vers un investissement atypique sans faire un certain nombre de diligences en termes de vérification de ses besoins d'une part, d'information sur les risques pris d'autre part.

⁶ V. Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers, Rapport du Conseil d'analyse économique, Olivier Garnier et David Thesmar, 2009.

⁷ Dont il faut souligner qu'il est apprécié réglementairement et jurisprudentiellement de façon toujours plus extensive.

Ces diligences étant souvent démesurées par rapport à l'attrait économique que présente l'opération pour l'intermédiaire, la conséquence est que celui-ci tend naturellement à orienter ses clients particuliers vers les nombreuses autres opportunités d'investissement qui existent sur le marché, y compris le cas échéant vers les investisseurs institutionnels que constituent les organismes de placement collectif dédiés aux VaMPs.

Des investisseurs sur le marché des VaMPs qui sont d'abord nationaux et qui connaissent des freins réels à ce type d'investissement

8. Le marché des VaMPs est encore essentiellement un marché national en ce sens que les investisseurs susceptibles d'investir sur ces valeurs restent principalement de même nationalité que l'émetteur. La réalisation du grand marché financier intégré européen, poursuivie résolument depuis vingt ans, a une réalité directement corrélée à la capitalisation et à la liquidité des émetteurs : moins celles-ci sont importantes, moins la capacité de l'émetteur à attirer des investisseurs d'une autre nationalité que la sienne est faible. Cette situation est bien sûr appelée à évoluer peu à peu au travers d'une ouverture des portefeuilles européens à des valeurs de plus en plus faiblement liquides. On ne peut toutefois ignorer que la situation, non seulement évoluera lentement, mais qu'en outre les résistances à cette évolution augmenteront exponentiellement.

De manière générale, un certain nombre d'éléments doivent être pris en compte dans ce cadre :

- La part des actions françaises détenues par les OPCVM français est globalement faible⁸, seulement 32 Md€ au 31 octobre 2009.
- Les compagnies d'assurance et mutuelles détenaient à fin 2008, 255,1 Md€ en actions d'entreprises cotées et non cotées, y compris via des OPCVM⁹. Cette part paraît appeler à se réduire compte tenu des nouvelles règles induites par la directive Solvabilité II.
- Tout investisseur institutionnel doit respecter des principes d'investissement qui conduisent à rendre sans intérêt économique pour lui un investissement qui n'atteint pas au moins un certain montant et qui n'est pas réalisable dans un certain délai¹⁰ : au-delà de 8 /10 jours maximum pour acquérir ou céder une ligne de titres, la majorité des investisseurs estime en effet que le risque de marché (décalage de cours défavorable) est trop fort. En d'autres termes, l'existence d'une liquidité a minima du titre est un facteur essentiel pour l'investisseur institutionnel.
- L'eupérisation croissante des portefeuilles a encore concentré l'attention des investisseurs institutionnels sur les valeurs les plus liquides¹¹, c'est-à-dire celles dont la valeur des échanges quotidiens est au moins supérieure à 1 M€.
- La concentration du secteur de la gestion où les entreprises les plus importantes fusionnent pour augmenter leur taille critique avec pour double effet d'accroître leur pouvoir de négociation envers leur fournisseurs externes¹² et de marginaliser un peu plus les modes de gestion *stock-picking* qui bénéficient particulièrement aux VaMPs.

⁸ Sur un total d'actifs de 1.246,1 Md€, dont 236,2 Md€ en actions françaises et non françaises (source AMF).

⁹ Source FFSA.

¹⁰ L'opportunité de valorisation que peut présenter un titre en termes de pourcentage n'a de sens que si appréciée en valeur, elle est d'un niveau suffisant pour justifier le travail d'analyse et de suivi qui est nécessaire.

¹¹ La disparition du risque de change au sein de la zone euro a joué un rôle significatif de ce point de vue

¹² Dont la traduction est souvent la réduction drastique de leur nombre.

Un marché des VaMPs qui reposent sur des intermédiaires nationaux faisant face à des perspectives tendancielle très défavorables

9. Si les principaux investisseurs intéressés par les VaMPs cotées sont français, les intermédiaires susceptibles d'orienter ces investisseurs vers ces valeurs le sont aussi. Un certain nombre d'entre eux ont ainsi construit au fil des années une expertise sur ce segment de marché : le *business model* de cette activité est toutefois fragile, caractérisé par des revenus faibles qui rendent difficile la traversée des cycles que connaissent les activités de marché, et qui sont particulièrement amplifiés en ce qui concerne les VaMPs.

En réalité, l'intérêt économique d'une activité VaMPs repose sur deux piliers :

- L'accompagnement dans la durée d'un émetteur coté avec la perspective de construire une relation où les efforts accomplis aujourd'hui seront compensés par les revenus générés demain.
- La fourniture d'un ensemble de services à l'émetteur (*corporate*, contrat de liquidité, analyse financière, communication financière) mais aussi aux investisseurs (vente, conseil) dont la conjugaison assure un certain équilibre économique à l'activité.

Cette capacité d'intermédiation sur les VaMPs est d'autant plus importante que c'est sur elle que repose une large part de l'action marketing sans laquelle beaucoup de ces valeurs ne seraient pas visibles sur l'écran radar des investisseurs intéressés par ce type de valeurs

10. Ce *business model* d'intermédiaires nationaux consacrant une part plus ou moins importante de leurs ressources au marché des VaMPs est toutefois aujourd'hui profondément fragilisé. Plusieurs facteurs se conjuguent en ce sens :

- L'adaptation de l'offre de service à des investisseurs qui ont désormais une vision européenne de leur portefeuille, avec la nécessité de construire des *business models* paneuropéens quand ils ne sont pas internationaux en termes, tant de services d'exécution¹³, que d'analyse¹⁴.
- La modification des modes de gestion des gestionnaires français par laquelle ceux faisant appel à de l'analyse financière (gestion longue) sont devenues très minoritaires au profit de la gestion passive, quantitative ou arbitragiste¹⁵. Ainsi, dans une configuration où les volumes de marché augmentent, la demande de service concernant les VaMPs stagne voire diminue, traduisant une part de marché relative en réduction constante au cours de la décennie.
- L'amplification de la pression traditionnellement forte exercée par la plupart des clients institutionnels français sur la tarification des services d'exécution et d'analyse financière¹⁶ qui sont aujourd'hui à un niveau historiquement bas, entre 10 et 20 BP selon les cas. Cette pression étant moindre du côté des clients étrangers, les ressources existantes sont dans un certain nombre de cas réallouées vers ces derniers, ce qui suppose que les services fournis répondent à des attentes et besoins qui ne sont absolument pas centrés sur les VaMPs françaises.

¹³ Les intermédiaires souhaitant capter ces volumes croissants sur les grandes valeurs ont adapté leur offre de services en investissant dans la technologie. Cela est notamment passé par un accès aux différentes plateformes européennes où la liquidité est disponible, par la création d'une capacité à collecter des ordres dans le protocole FIX et/ou à travers n'importe quelle plate-forme technique, par la mise en œuvre de fonctionnalités d'exécution (VWAP, négociation synchrone d'un panier de valeurs européennes, reporting en temps réel des exécutions via une interface web, des algorithmes classiques...) et de fonctionnalités sur mesure d'exécution (accès à des développeurs d'algorithmes pour du sur mesure), par un middle-office travaillant en flux tendus.

¹⁴ Une élévation de la qualité de l'analyse financière produite sur les grandes valeurs et certaines capitalisations intermédiaires peut ainsi être notée.

¹⁵ Etant en outre observé qu'une part non négligeable des volumes est liée à la gestion du delta des produits structurés qui ne crée pas non plus de besoins en termes d'analyse financière.

¹⁶ Quelques exceptions existent toutefois mais concernant des volumes marginaux de rémunération versée.

- Cette pression est d'autant plus sensible sur le segment des VaMPs que de plus en plus d'investisseurs uniformisent leur niveau de rémunération quel que soit le segment de marché concerné, alors que traditionnellement ils acceptaient de verser une commission plus élevée pour le traitement des VaMPs.
- L'élévation ininterrompue des contraintes réglementaires pesant sur les intermédiaires financiers, notamment en termes de conformité, qui augmente le point mort de leurs activités, diminuant encore l'intérêt de celles qui, comme les services aux VaMPs, ont une rentabilité faible.

Toutes ces évolutions se traduisent par un net affaiblissement des modèles de péréquation préexistants dans lesquels les revenus dégagés par l'activité sur grandes valeurs finançaient celle sur petites et moyennes valeurs, notamment dans les périodes de bas de cycle. Plus généralement d'ailleurs, on assiste à un affaiblissement progressif et constant des capacités présentes sur la Place de Paris, que ce soit au niveau de l'exécution, de l'analyse financière ou de la communication financière, le plus souvent au profit de la Place de Londres¹⁷.

11. Dans ce contexte très défavorable, la surperformance VaMPs, après un point bas enregistré sur les marchés en 2003, a malgré tout nourri une activité forte sur ce segment de marché jusqu'en 2007 qui a dissimulé au moins partiellement les effets de ces évolutions.

La nouvelle intensification concurrentielle résultant de la mise en œuvre de la directive MIF¹⁸, couplée aux effets de la crise¹⁹, a toutefois réduit désormais à néant cet effet ponctuel. Les forces tendancielle négatives précédemment rappelées sont aujourd'hui pleinement en œuvre.

Les clients demandent une analyse financière de qualité, créant de la valeur ajoutée pour eux

12. Trois formes d'analyse existent aujourd'hui :

- L'analyse *sell-side* pour laquelle la prestation d'analyse financière est rendue par une entreprise qui exerce simultanément des activités d'intermédiation financière.
- L'AFI pour laquelle le fournisseur d'analyse financière n'exerce simultanément aucune activité d'intermédiation financière.
- L'analyse *buy-side*, caractérisée par le fait que la prestation d'analyse financière est réalisée en interne par une entreprise (société de gestion le plus souvent) pour répondre à ses propres besoins, et guider ainsi ses choix d'investissement²⁰.

Compte tenu de leurs caractéristiques, seules les deux premières formes d'analyse sont placées dans le secteur concurrentiel puisqu'à la différence de l'analyse *buy-side*, leur vocation est d'être commercialisée auprès de tiers. En tant que telles, les prestations ainsi fournies donnent lieu au versement d'une rémunération par le client²¹.

¹⁷ A titre d'exemple, il faut rappeler qu'en 2006, les intermédiaires localisés à Londres réalisaient environ 65% des volumes traités sur Euronext Paris.

¹⁸ Il faut particulièrement noter que l'exigence réglementaire de *best execution* et le souci d'un accès optimal à une liquidité de plus en plus fragmentée ont déterminé les gestions classiques dites « *long only* », à sélectionner leurs principaux courtiers en fonction de leur maîtrise de l'exécution paneuropéenne sur les grandes valeurs.

¹⁹ La plupart des fonds spécialisés sur les petites et valeurs moyennes ont du faire face à des rachats massifs difficiles à réaliser compte tenu de la liquidité faible des actifs, avec pour corollaire la disparition de certains de ces fonds.

²⁰ Cette forme d'analyse peut être alternative des deux premières. Souvent toutefois, elle est complémentaire dans la mesure où l'analyste *buy-side* mène son travail en s'appuyant sur des analyses *sell-side* ou AFI et en confrontant son analyse à la leur.

²¹ Cette rémunération est indirecte dans le cas de l'analyse *buy-side* dans la mesure où le gestionnaire peut ainsi éviter de recourir, ou recourir plus faiblement, à de l'analyse externe.

13. L'analyste a pour fonction de comprendre les fondamentaux d'une entreprise et d'en dégager une analyse raisonnée. C'est d'ailleurs beaucoup plus la force et la cohérence du raisonnement mené que la recommandation formulée que les clients recherchent et valorisent depuis quelques années dans la prestation d'analyse financière. C'est un travail lourd qui repose sur une bonne connaissance de l'émetteur, mais aussi de son secteur d'activité²². Il s'appuie sur des rencontres périodiques avec le management ainsi que sur l'actualisation permanente des données à disposition, qu'elles concernent l'émetteur lui-même ou son secteur. L'analyste a également pour fonction de détecter, au profit de ses clients, et avant que le marché ne les perçoivent, les opportunités d'investissement ou de désinvestissement qui se présentent.

De manière générale, le travail de l'analyste implique :

- L'analyse détaillée des comptes (bilan, compte de résultat, cash flow) sur une période de 5 à 10 ans, couplée à une analyse prévisionnelle sur deux exercices au moins.
- La publication de commentaires plus ou moins détaillé à l'occasion de tous les événements (société ou sectoriel), de *previews* avant résultats et de *postviews* après résultats.
- Le contact régulier avec un certain nombre de clients ciblés.

14. L'analyste ne se contente pas ainsi de consacrer quelques jours ou semaines par an afin de produire une analyse sur un émetteur avant de passer à un autre : il doit au contraire, en permanence, comprendre et anticiper les facteurs économiques, financiers et stratégiques des valeurs qui lui sont affectées pour, en cas de modification de l'environnement, être en mesure d'informer ses clients en conséquence. La crédibilité d'un analyste ou d'une équipe d'analystes ne se construit en tout état de cause pas sur le résultat ponctuel que constitue la production d'une « bonne » analyse mais sur la reconnaissance de la qualité de son suivi d'une valeur ou d'un secteur dans la durée et de sa capacité à permettre à ses clients de saisir les opportunités décelées.

Dans ce contexte, et alors que le suivi des VaMPs est comparativement plus exigeant que celui des grandes valeurs, compte tenu de l'absence ou de la faiblesse des bases de données externes sur lesquelles appuyer le travail d'analyse, l'AMAFI estime que pour réaliser une prestation d'une qualité suffisante pour retenir l'attention des clients investisseurs institutionnels, un analyste ne peut pas raisonnablement envisager de suivre plus de 10 à 15 valeurs. Cela signifie, compte tenu des coûts à prendre en compte²³, que l'on peut estimer le coût de suivi d'un émetteur à environ 30.000 à 40.000 euros / an. Les ressources ainsi consacrées à cette activité pourraient être allouées à des secteurs d'activité plus rémunérateurs au sein de l'entreprise.

Le schéma d'une analyse *sell-side* en concurrence avec une AFI qu'elle ne laisserait pas émerger ne correspond à aucune réalité depuis la mise en place du mécanisme des CCP

15. Il y a quelques années des débats, parfois vifs, ont eu lieu sur la Place sur le positionnement de l'analyse *sell-side* par rapport à l'AFI, la première étant soupçonnée d'entraver le développement de la seconde. Pour remédier à cette situation, dont il ne faut toutefois pas oublier le contexte historique dans lequel elle s'était mise en place (*voir encadré ci-dessous*), il est apparu nécessaire de distinguer dans la rémunération de l'intermédiaire de marché, à l'instar des initiatives prises en Grande-Bretagne, la part destinée à rémunérer les services d'exécution de marché d'une part, de celle rémunérant les services fondant la décision d'investissement d'autre part.

²² L'un des enjeux du recrutement des analystes est d'ailleurs de recruter des personnes qui ont une connaissance opérationnelle du secteur qu'ils vont suivre.

²³ Salaires de l'analyste, charges sociales, coûts de structure et de documentation ...

Contexte historique du développement de l'analyse en France

Historiquement, sur la Place de Paris, l'analyse qui s'est d'abord mise en place a été l'analyse *buy side* vers le début des années 70, quand les banques et les compagnies d'assurance ont ressenti le besoin d'une expertise interne permettant d'orienter leur politique d'investissement, notamment pour les besoins de leurs gestions collectives.

Vers la fin des années 70, conséquence d'un nouveau cycle favorable de marché, a commencé à émerger peu à peu une capacité d'analyse tant *sell side* qu'indépendante. A l'époque toutefois, le développement de l'analyse *sell side* est restée faible, les principaux acteurs du marché qu'étaient les agents de change, à raison de leur monopole d'exécution, n'ayant pas la capacité économique, sauf chez quelques précurseurs « visionnaires », de mettre en place une expertise approfondie. Cette faiblesse initiale de l'analyse *sell side* a d'ailleurs structurellement favorisé le développement de l'AFI.

En effet, ces mêmes agents de change ont été parmi les grands clients de l'AFI qui, via ses formules d'abonnement, leur fournissait la matière dont ils avaient besoin pour améliorer le service rendu à leurs clients tout en leur évitant de développer cette capacité en interne.

A partir des années 83 / 84, l'essor rapide d'une clientèle institutionnelle française et l'intérêt croissant de la clientèle institutionnelle étrangère pour les valeurs françaises a permis aux structures productrices d'AFI de se développer de façon assez forte, tandis que subsistaient des freins économiques marqués au développement d'une véritable capacité d'analyse *sell side* par les agents de change.

La tendance a commencé à s'inverser quand à la fin des années 80, un nombre croissant d'agents de change, constatant l'intérêt renforcé de leurs clients pour des idées originales d'investissement, ont commencé à mettre en place leur propre bureau d'analyse. Alors en effet que l'AFI fournissait un produit standardisé, accessibles à tous les abonnés, les clients recherchaient de plus en plus des idées originales, c'est-à-dire en mesure de générer le supplément de performance permettant de les distinguer de leurs concurrents. Le développement de véritables bureaux d'analyse *sell side* a ainsi trouvé son origine dans le souci de satisfaire ce besoin. Peu après, la transformation des agents de change en société de bourse, conjuguée à l'éclatement partiel du monopole, a instauré la nécessité pour ces entreprises de créer de la valeur ajoutée pour leurs clients et, en conséquence, encore accru l'intérêt présenté par la mise en place et le développement de bureaux *sell side*.

On a donc assisté à une montée en puissance de l'analyse *sell side* au début des années 90 dont le corollaire a été un affaiblissement significatif du rôle et de l'importance des structures d'AFI, les clients trouvant plus de valeur ajoutée dans l'analyse *sell side*.

16. Ces débats n'ont aujourd'hui plus de raison d'être. Depuis maintenant trois ans et demi, à l'initiative conjointe de l'AMAFI et de l'AFG, un mécanisme dit de commissions de courtage partagées (CCP) a été mis en place²⁴. Celui-ci place sur un strict plan d'égalité l'analyse *sell-side* et l'AFI puisqu'il permet à toute société de gestion de demander à l'intermédiaire qui a exécuté ses ordres de reverser à un tiers la partie de la rémunération reçue correspondant à la rémunération des services d'aides à la décision d'investissement et d'exécution, parmi lesquels les services d'analyse financière que ceux-ci soient rendus par un analyste *sell-side* ou un AFI.

Certes, des difficultés fiscales ont entravé le démarrage des CCP. Les incertitudes constatées à l'origine sont toutefois résolues depuis plus de dix-huit mois, au travers d'un cadre fiscal clair et sécurisé défini en liaison avec l'Administration fiscale²⁵, et les enjeux liés à l'assujettissement à la TVA de la prestation de recherche doivent être correctement appréciées (*voir encadré ci-dessous*).

²⁴ Voir Charte AFEI-AFG définissant le cadre de rémunération par les sociétés de gestion des services fournis par les intermédiaires de marché, 17 juillet 2006. Pour une bonne compréhension du contexte dans lequel s'est située la mise en place de la Charte AFEI-AFG, on renvoie au Guide d'utilisation qui figure en annexe de celle-ci.

²⁵ Voir « Mécanisme de commission de courtage partagée – Aspect fiscaux », AMAFI / 08-42, 1^{er} octobre 2008.

Les enjeux de l'assujettissement à la TVA de la prestation de recherche

En l'état actuel du droit européen et des transpositions nationales britanniques et françaises, la situation peut être résumée de la façon suivante :

- Les opérations sur titres sont exonérées de TVA au Royaume-Uni comme en France mais il existe une possibilité, en France, d'opter pour la TVA (ce que 80 % des adhérents de l'AMAFI ont fait).
- L'analyse financière fournie et facturée de façon indépendante est imposable à la TVA dans tous les Etats membres de l'UE.
- L'analyse financière fournie et facturée dans le cadre de CCP est exonérée de TVA au Royaume-Uni si elle est indissociablement liée à une transaction sur titres, même si elle est facturée par une entité distincte de celle réalisant l'exécution. Elle est en revanche imposable à la TVA en France car elle n'est pas considérée par la DLF comme « spécifique et essentielle » à la prestation d'exécution d'ordres mais, conformément à la jurisprudence de la CJCE, elle est toutefois exonérée si elle est accessoire à une prestation principale d'exécution d'ordre rendue par une même entité.

Les différences de transpositions fiscales du droit communautaire actuel entre le Royaume-Uni et la France ne peuvent pas être considérées comme systématiquement pénalisantes pour la recherche française, bien au contraire. En effet, l'exonération de TVA a généralement pour contrepartie, l'absence de droits à déduction de TVA tandis que l'assujettissement à la TVA ouvre des droits à déduction alors même que les opérations assujetties peuvent ne pas supporter de TVA de façon effective en application des règles de territorialité.

Ainsi, le lieu d'établissement du prestataire peut s'avérer compétitif non pas en raison du seul régime fiscal applicable en France ou au Royaume-Uni mais surtout selon la nature et la localisation de sa clientèle (B2B ou B2C et Résidente ou Non résidente). Pour l'activité qui nous intéresse, les avantages et désavantages compétitifs actuels entre la France et le Royaume-Uni peuvent être résumés de la façon suivante :

- Vis-à-vis de la clientèle professionnelle (B2B) française.

Les prestations d'exécution acquises hors de France sont généralement plus compétitives que celles acquises en France car elles ne supportent pas la TVA. En revanche, les prestations d'analyses et de conseils acquittées au moment de la transaction par le mécanisme CCP, sont soumises à TVA dans tous les cas dès lors qu'elles sont acquises par une clientèle professionnelle française auprès d'un prestataire autre que celui chargé de l'exécution et sont généralement plus compétitives, toutes choses étant égales par ailleurs, lorsqu'elles sont rendues par un prestataire français qui a pu récupérer la « TVA d'amont » plutôt que par un prestataire britannique n'ayant pas de droit à déduction de la « TVA d'amont » sur ces prestations réputées exonérées de TVA au Royaume-Uni.

- Vis-à-vis de la clientèle professionnelle (B2B) non française.

Les prestations d'exécution comme les prestations d'analyses et de conseils acquittées au moment de la transaction par le mécanisme CCP acquises auprès de prestataires établis en France sont généralement plus compétitives que celles acquises au Royaume-Uni, car elles ne supportent pas la TVA en application des règles communautaires de territorialité tout en ouvrant droit, chez le prestataire français seulement, à la récupération de la « TVA d'amont ».

Certes, la constatation que beaucoup d'investisseurs ne récupèrent pas la TVA peut constituer pour ceux-ci un frein à l'acquisition d'une prestation d'analyse financière qui y est soumise lorsqu'elle est dissociée de la prestation d'exécution. La doctrine appliquée en France conduit toutefois de ce point de vue, et au contraire du Royaume-Uni, à traiter exactement de la même manière le prestataire externe d'analyse financière, qu'il soit analyste *sell-side* ou l'AFI.

Cet aspect fiscal est toutefois difficile à traiter dans un cadre européen qui laisse peu de marge de ce point de vue. Il est d'ailleurs probable que la solution dégagée en la matière par l'Administration fiscale britannique ne soit pas conforme à ce cadre européen.

17. Les clients acquéreurs d'analyses financières ne sont donc plus désormais obligés d'acquérir simultanément des prestations d'exécution de marché. Pour chaque nature de service, ils peuvent librement choisir leur(s) fournisseur(s) en fonction de l'appréciation qu'ils font de l'adéquation de la prestation rendue à leurs besoins et attentes²⁶.

L'analyse *sell-side* est de ce point de vue exactement placée dans le même contexte que l'AFI : la qualité des services d'exécution ne pouvant plus conduire un client à devoir acheter simultanément des services d'analyse financière pour avoir accès aux premiers, cela signifie en effet que l'analyse *sell-side* comme l'AFI n'a de débouché économique que pour autant que soit fournie une prestation répondant à l'attente des clients.

La faiblesse de l'analyse financière est d'abord une conséquence avant d'être une cause de la faible liquidité des VaMPs

18. Il est indéniable que les VaMPs sont moins bien suivies que les autres par les analystes financiers, et que parfois d'ailleurs, elles ne le sont pas du tout. Globalement toutefois, la situation n'est pas si désastreuse que certains le laissent entendre : compte tenu de la faiblesse du modèle économique d'une activité sur VaMPs, on peut même considérer qu'un nombre relativement important de valeurs est en fait suivi.

Une étude menée par l'AMAFI sur la base d'un questionnaire envoyé à ses adhérents complété par les données disponibles sur FACSET, fait en effet apparaître que sur 25 bureaux d'analyse *sell side* correspondant aux critères précédemment énoncés en termes de qualité d'analyse²⁷, le nombre de sociétés françaises suivies n'est pas négligeable.

Capitalisation	Nombre de sociétés suivies (par au moins un bureau)	Nombre de suivis assurés (par plusieurs bureaux le cas échéant)
< 150 M€	157	242
150 M€ < > 1 Md€	102	601
1 Md€ < > 2 Md€	25	220

²⁶ A l'opposé de son objectif initial, on relèvera que beaucoup de clients se sont servis du mécanisme des CCP, non pour révéler la valeur que contribue à créer pour le client le producteur d'analyses, mais au contraire pour exiger une diminution des tarifs encore plus importante sur les deux segments de la prestation (exécution et analyse financière).

²⁷ Ces chiffres ne prennent ainsi pas en compte les suivis assurés sur la base de critères plus légers.

19. Il est en tout état de cause difficile de voir dans la faiblesse relative du suivi en analyse financière la cause principale, voire unique, de la moindre capacité de VaMPs à attirer les investisseurs. A partir du moment en effet où l'analyse financière constitue un service marchand, la faiblesse de l'analyse financière ne peut avoir elle-même que deux causes :

- Soit l'inadéquation de l'offre à la demande ;
- Soit l'insuffisance de la demande.

On pourrait être tenté de voir dans le refus des clients de rémunérer suffisamment l'analyse financière, la conséquence d'une inadéquation de l'offre à la demande. L'observation toutefois qu'il n'y a pas pour autant émergence d'un service d'analyse financière moins approfondi, et donc moins coûteux, indique toutefois que ce n'est pas l'enjeu. Constater ainsi un déficit d'analyse financière sur les VaMPs, c'est en réalité constater le manque d'intérêt économique des investisseurs pour ce type d'analyse financière.

20. Ce manque d'intérêt économique de la part des investisseurs constitue un élément fondamental qui ne peut être ignoré. Certes, on peut supposer qu'il est créateur d'un cercle vicieux dans lequel s'explique le déficit d'analyse financière, il le renforce dans le même temps en créant une absence de visibilité qui n'incite pas à investir ou alors sur des volumes trop faibles pour justifier la rémunération d'une prestation d'analyse financière (*sell-side*, AFI) ou son amortissement (*buy-side*).

Cette spirale dans laquelle s'enfonceraient les VaMPs n'est toutefois pas réaliste lorsque l'on cherche à comparer les situations respectives du *private equity* d'une part, des VaMPs cotées d'autre part. Alors en effet que le *private equity* devrait être confronté à des questions de même nature en termes d'analyse financière des sociétés dans lesquels il réalise des investissements²⁸, force est cependant de constater que tel n'est pas le cas.

ELEMENTS DE COMPARAISON ALTERNEXT / PRIVATE EQUITY		2006	2007	2008
Alternext	Nombre de sociétés cotées	75	119	128
	Capitalisation (M€)	2.125	2.080	3.200
	Capitaux échangés (M€)	999	2.263	877
	Montant des fonds levés (M€)	474	451	47
Private equity	Nombre de sociétés financées	1.376	1.558	1.595
	Fonds levés (M€)	10.300	10.000	12.700
	Désinvestissements	971	1.093	868

Sources Euronext et AFIC

²⁸ Voir encore accrues puisque leur taille est souvent plus faible que celle des VaMPs cotées.

21. Par ailleurs, lorsque l'on examine le volume de rémunération disponible pour financer la prestation d'analyse, la très faible viabilité du modèle économique sur les VaMPs est clairement mise en évidence au travers de quelques chiffres.

2008	Eurolist			Alternext
	A	B	C	
Nombre de sociétés cotées	138	185	296	128
Capitaux échangés (M€)	1.679.000	21.000	2.000	877
Capitaux donnant lieu à une rémunération par courtage (1)	1.343.200	25.200	4.000	1.754
Taux de courtage	10 BP	15 BP	20 BP	20 BP
Volume total de rémunération (M€)	13.432	84	8	3,51
Montant moyen de rémunération par société (€)	97.000.000	204.324	27.000	27.400

(1) Nous estimons que les volumes échangés sur Euronext donnant lieu à un courtage (en dehors de l'activité pour compte propre et d'arbitrage) sont respectivement de 40 % pour le segment A, 60% pour le segment B et 100% pour le segment C et Alternext. Ces capitaux sont multipliés par 2 pour tenir compte des deux branches de la transaction.

Ces chiffres font apparaître sans ambiguïté que le montant moyen de rémunération disponible sur Eurolist C et Alternext est très faible, puisque sur la base de la fourchette haute de rémunération constatée sur le marché (20 BP), il correspond seulement à 27.000 euros. Montant d'autant plus faible qu'il est à partager entre l'ensemble des intervenants actifs sur la valeur pour rémunérer tant la prestation d'exécution que celle d'analyse qu'ils fournissent. Le montant obtenu pour Eurolist B est également très faible s'élevant à un peu plus de 200.000 euros.

Le montant obtenu pour Eurolist A être apprécié de la même façon, mais en outre sa disproportion relative doit tenir compte du fait que le montant total de la rémunération se partage entre des intervenants beaucoup plus nombreux, notamment en ce qui concerne le suivi en analyse financière qui est de plus en plus fréquent au fur et à mesure que la capitalisation et la liquidité des valeurs croissent

Ce montant met en revanche en lumière toute la différence d'enjeu économique que présentent les activités de marché sur VaMPs par rapport à celles du seul segment A de l'Eurolist.

La faible liquidité intrinsèque des VaMPs demande un engagement particulier des émetteurs que tous, ne sont pas prêts à réaliser

22. La faible liquidité des VaMPs est structurelle. Elle résulte d'abord d'un besoin de financement par le marché qui, s'il est vital pour l'entreprise considérée, reste néanmoins relativement peu important en termes de montant s'agissant de VaMPs. Elle résulte aussi d'une structure du capital qui souvent reste assez verrouillée autour des actionnaires historiques, et notamment du dirigeant, qui laisse peu de place à court / moyen terme à un éventuel élargissement de la taille du flottant.

Cette faiblesse structurelle n'est toutefois pas dirimante à condition que l'émetteur concerné soit prêt à faire les efforts suffisants pour y remédier. Une partie de ceux-ci ont trait à l'analyse financière puisqu'il est souvent demandé à l'émetteur de contribuer financièrement à la réalisation de cette prestation pour pallier l'impossibilité que constitue sa rémunération par la voie « normale » que représente son paiement par les clients investisseurs, ce qui semblerait ainsi confirmer le raisonnement qui vient pourtant d'être dénié selon lequel le manque d'analyse financière serait la cause de la faible liquidité des VaMPs.

23. Tel n'est pourtant pas le cas, car si la production d'analyse financière est un élément important pour susciter l'intérêt des investisseurs, il n'a cependant pas de sens pris isolément. Cet intérêt résulte en réalité d'un triptyque dans lequel doit s'engager l'émetteur et qui, outre l'aspect analyse financière, comporte aussi une dimension contrat de liquidité d'une part, communication financière d'autre part.

- **Contrat de liquidité.**

Ce mécanisme de Place mis en œuvre par l'AMAFI en concertation étroite avec l'AMF est particulièrement important pour assurer la fluidité du marché secondaire des VaMPs et la régularité de leur cotation²⁹. Les investisseurs institutionnels sont attentifs à la mise en place d'un tel contrat par rapport à leur volonté d'être capable d'entrer ou de sortir suffisamment rapidement sur une ligne de titres.

Pour une description complète de cette problématique et de ses enjeux, il est renvoyé au document de commentaires qui accompagne le Contrat type AMAFI de liquidité ([AMAFI / 09-21b](#))

- **Communication financière.**

Le désintérêt constaté des investisseurs pour les VaMPs trouve aussi sa source dans une attention insuffisante portée par le Chef d'entreprise à sa communication financière. Trop souvent en effet, celui-ci tend à considérer que les seuls moments où sa mobilisation est nécessaire sont ceux où il lève des fonds sur le marché, via l'introduction de son entreprise sur le marché ou une augmentation de capital.

Ce calcul est compréhensible par rapport à une action chronophage, surtout dans une entreprise en phase de développement qui requiert particulièrement l'attention de son dirigeant et où la capacité à s'appuyer à cet effet sur des collaborateurs, comme un Directeur financier, est souvent inexistante ou très faible. Il est également compréhensible dans la mesure où cela suppose une anticipation des attentes des investisseurs auxquels on s'adresse, et le cas échéant une adaptation en conséquence du discours : toute chose qui va pas nécessairement de soi pour un dirigeant d'entreprise et qui nécessite souvent une aide externe, d'autant plus utile qu'elle consiste aussi à cibler les investisseurs les plus pertinents par rapport au *business model* de l'entreprise.

24. L'exigence de ce triptyque (analyse financière, contrat de liquidité et communication financière) est parfois mal supporté par les émetteurs. Elle induit en effet des coûts qui doivent être pris en compte et qui sont d'autant moins bien vécus³⁰ que, dans la phase qui a conduit à l'appel au marché, l'émetteur n'en a pas nécessairement eu conscience, soit qu'il ait été insuffisamment conseillé, soit qu'il ait occulté cet aspect.

²⁹ Voir en ce sens la Charte de déontologie de l'AMAFI concernant les contrats de liquidité et le Contrat type AMAFI de liquidité. Mis en place en 2000, ces documents ont été régulièrement actualisés depuis. La dernière version de la Charte date ainsi de septembre 2008 (AMAFI / 08-40 approuvée par la décision du 1^{er} octobre 2008 concernant l'acceptation des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise par l'AMF) et celle du Contrat type de mars 2009 (AMAFI / 09-21a et 09-21b). Ces documents sont disponibles sur http://www.amafi.fr/index.php?option=com_content&task=view&id=1829&Itemid=126.

³⁰ Surtout conjugué à ce qui est vu par beaucoup d'émetteurs comme une spirale sans fin d'exigences réglementaires augmentant sans cesse, non seulement en nombre, mais aussi en intensité.

Etablir le bilan d'une cotation à l'aune de ces seules contraintes est possible. Ce qui est certain en tous cas, c'est que l'émetteur qui n'est pas prêt à s'engager sur ces aspects, perd l'essentiel des bénéfices liés à la cotation. Car ceux-ci ne s'analysent pas par rapport à un appel ponctuel, mais par rapport à des appels successifs permettant de financer l'entreprise aux différents stades de son développement. Comment espérer en effet qu'un émetteur coté lève ultérieurement, dans de bonnes conditions, des capitaux auprès d'investisseurs alors qu'il ne leur aura prêté aucune considération auparavant ?

QUELS AXES DE SOLUTION METTRE EN ŒUVRE ?

25. La difficulté que forme la toile de fond qui vient d'être rappelée est double : non seulement elle est composée de multiples facteurs qui nécessiteraient autant d'actions correctrices, dont certaines d'ailleurs ne paraissent pas relever de l'initiative politique, mais en outre l'instrument majeur que constituerait la réallocation d'une part significative de l'épargne longue vers le financement des entreprises, et notamment des VaMPs, se trouve placé dans un contexte national très particulier dont les racines sont profondes.

Pour autant, l'AMAFI ne croit pas que l'inertie s'impose. Quelques grands axes d'actions, situés pour certains dans le droit fil des recommandations du rapport Giami-Lefèvre, doivent être privilégiés. Mais avant cela, il faut souligner avec force que la question du financement de l'AFI, objet de la réflexion du groupe de travail, n'est pas la question à résoudre.

Le financement de l'AFI, une question par rapport au modèle économique de ce service, mais non par rapport au financement des VaMPs par le marché

26. L'un des axes de la réflexion impartie au groupe de travail consiste à déterminer la ou les sources de financement qui permettraient de pallier l'insuffisante viabilité économique intrinsèque d'une activité d'analyse financière sur les VaMPs.

Si cette question a une légitimité indéniable, elle n'est toutefois pas liée à celle du financement des VaMPs par le marché : comme le mettent en évidence les facteurs précédemment décrits, ce n'est pas parce que sera produit un plus grand nombre d'analyses financières sur les VaMPs que leur liquidité s'en trouvera structurellement améliorée. Cette question n'a en outre aucune raison d'être limitée à l'AFI : les solutions qui seraient éventuellement mises en place pour cette dernière doivent pouvoir aussi bénéficier à l'analyse *sell-side*, d'autant plus d'ailleurs que le rôle de marketing actif que jouent les intermédiaires financiers est un élément important de la visibilité des VaMPs dans le marché.

27. De manière générale l'AMAFI est assez sceptique sur la possibilité de trouver une solution de mutualisation qui fonctionne. De son point de vue en effet, pour éviter tout risque d'une dérive vers la production d'une analyse financière sans réelle utilité, simplement parce que des financements existent qui doivent être consommés, il est nécessaire qu'une telle solution assure en tout état de cause que les personnes qui participent à ce financement soient également celles qui sont en mesure d'apprécier l'intérêt économique de la prestation fournie, pour éventuellement en tirer les conclusions qui s'imposent ...

Or, à cette aune, seulement les VaMPs elles-mêmes et les investisseurs intéressés par ce type de valeurs sont susceptibles d'être inclus dans le périmètre d'une mutualisation. La difficulté consiste toutefois à déterminer l'avantage que trouverait ces personnes à financer ensemble ce qu'elles ne sont aujourd'hui pas prêtes à financer seules. En tout état de cause, une mutualisation entre investisseurs ne semble pas avoir de sens puisque c'est celle sur laquelle repose déjà le *business model* de l'analyse financière (AFI ou *sell side*) dont le coût de production n'est pas affectée à un seul investisseur mais réparti entre ceux qui souhaitent y avoir accès. La mutualisation entre émetteurs apparaît également improbable dans la mesure où l'on voit difficilement l'avantage supplémentaire qu'en retirerait chacun par rapport à un financement directement versé pour la réalisation d'une prestation d'analyse le concernant.

28. Sans doute une solution de mutualisation « inter-catégorielle » peut-elle être envisagée. Il s'agirait alors de constituer un pool d'investisseurs et d'émetteurs qui abonderaient un fond mutuel par le biais duquel seraient financés des prestations d'analyses financière à destination des investisseurs et des émetteurs contributeurs.

Cette mutualisation pour fonctionner paraît toutefois devoir réunir deux conditions préalables :

- L'existence d'une communauté d'intérêts entre les émetteurs et les investisseurs sur le périmètre des VaMPs ainsi suivies.
- La définition d'un standard qualitatif de la prestation d'analyse financière demandée puisque les investisseurs institutionnels qu'il s'agit de cibler prioritairement ne pourront être intéressés que si certains critères sont réunis³¹.

Sur cette base, le Fond mutuel procéderait à des appels d'offres auprès de producteurs d'analyse financière, quel que soit leur statut (AFI ou *sell side*)

L'enjeu prioritaire concerne l'absolue nécessité de drainer une épargne longue vers les VaMPs

29. Tant qu'il n'y aura pas suffisamment d'investisseurs intéressés par ce segment en France, aucune perspective réaliste de développement n'existe. Les propositions formulées par le Rapport Giami-Lefèvre sur ce point sont totalement soutenues par l'AMAFI, notamment ce qu'elles soulignent la nécessité d'utiliser le levier fiscal pour faciliter une orientation vers des entreprises qui certes, ont un besoin reconnu de renforcement de leurs fonds propres, mais qui surtout offrent à leur stade de développement des perspectives de valorisation dont il est bien dommage que les épargnants ne soient pas plus conscients compte tenu des enjeux qui sont les leurs.

La seconde priorité concerne l'urgence d'une prise de conscience de Place sur la nécessité de maintenir un écosystème de marché qui serve, au niveau national, les VaMPs

30. La spirale déflationniste à l'œuvre aujourd'hui sur la Place concerne les activités de recherche, mais également les autres composantes de l'ensemble des services qui sont liés à l'accès au marché des VaMPs. Tant que ne sera pas enrayée cette spirale, dont la première cause est la faiblesse de l'épargne longue en France, ces services continueront de se réduire, au détriment des VaMPs.

L'AMAFI est naturellement intéressée à participer avec les investisseurs à une réflexion sur ce thème.

³¹ Un point à traiter dans ce cadre sera l'exigence d'objectivité, car l'on sait (et l'on peut comprendre d'ailleurs) que l'émetteur accepte difficilement de payer une analyse financière quand elle lui est défavorable.

Déterminer un corps de règles adaptées aux VaMPs

31. Les VaMPs cotées souffrent de règles qui ont été mises en place pour tenir compte prioritairement de problématiques propres aux grandes valeurs. Ils en résultent des règles excessivement lourdes par rapport aux capacités des VaMPs en termes humains, matériels et financiers : la nécessité est donc de permettre leur adaptation en considération des caractéristiques de ces valeurs.

La réforme de l'appel public à l'épargne est, de ce point de vue, une initiative très importante qui a permis de dégager les sociétés cotées sur Alternext des règles applicables aux sociétés cotées sur un marché réglementé. Pour aller plus loin en permettant une distinction au sein de ces dernières, il est nécessaire d'amender les textes européens en ce sens, et notamment les directives Prospectus et Transparence. La volonté du Ministre de mettre en place un SBA européen est tout à fait fondamentale. Elle pleinement soutenue par l'AMAFI.

32. Dans ce cadre toutefois, l'AMAFI souhaite attirer l'attention sur deux facteurs fondamentaux à prendre en compte.

- Le premier concerne le degré d'allègement des obligations pesant sur les émetteurs.

Si cet allègement est évidemment indispensable, il doit toutefois ne pas perdre de vue les besoins des investisseurs. Ceux-ci n'investiront au niveau souhaité dans des VaMPs que s'ils bénéficient d'un minimum de garanties. Il est donc essentiel de vérifier que le cadre qui sera déterminé répondra suffisamment à leurs attentes.

- Le second concerne la stabilité dans le temps des exigences liées à la cotation que peut avoir le régulateur de marché.

Le cadre européen est déterminant ; il reste toutefois sous l'appréciation du régulateur national dont les exigences peuvent varier au cours du temps, et parfois sans préavis³². Cette situation est de nature à décourager les émetteurs qui, fréquemment, ont l'impression d'être placés dans un cercle vicieux où le poids de leurs obligations ne cesse de croître.

Réactiver la communication de Place sur le marché des VaMPs

33. Le développement d'un marché efficace dédié à la cotation des VaMPs repose aussi sur une communication attractive qui est le fait de différentes catégories d'intervenants qui ont un intérêt commercial à cette cotation.

Parmi ces intervenants, la communication menée par l'entreprise de marché a historiquement eu une importance particulière dans la mesure où elle était menée par une personne ne se trouvant pas en concurrence avec d'autres fournisseurs de services. Cette communication était ainsi vue d'abord comme une communication « institutionnelle », d'autant plus d'ailleurs à raison du caractère marqué d'institution de Place qu'a longtemps eu Euronext.

34. Cette communication est aujourd'hui considérée par beaucoup d'intervenants de la Place comme s'étant progressivement affaiblie : devenue une société commerciale cotée, intégrée dans un groupe international (Nyse-Euronext), l'entreprise de marché est placée, du fait des évolutions résultant de la directive MIF, dans un environnement concurrentiel très intense où de multiples plateformes de

³² Les demandes formulées dans le cadre des opérations de visa, c'est-à-dire dans la toute dernière ligne droite, alors qu'une remise en cause de l'opération n'est plus envisageable, sont particulièrement mal vécues, surtout lorsqu'elles ne découlent ni d'un texte, ni d'une doctrine connue.

négociation tentent de capter les volumes sur les grandes valeurs européennes. Au regard des enjeux auxquels elle fait désormais face, il est ainsi probable que les problématiques liées au marché des VaMPs aient aujourd'hui une importance relative.

Cette situation incite à engager une réflexion pour préciser les conditions dans lesquelles une communication de place sur le segment VaMPs pourrait être réactivée.

Objectiver le poids des obligations liées à la cotation des VaMPs cotés

35. Un certain nombre d'émetteurs, parfois il est vrai sur la base de conseils malavisés, ont sans doute vu dans le recours au marché une opportunité dont l'intérêt n'a pas été suffisamment pesé par rapport aux engagements à moyen / long terme qui étaient simultanément pris et des coûts qu'ils impliquaient. Dans le même temps, le poids des obligations pesant sur les émetteurs cotés s'est accru sensiblement ces dernières années, renforçant encore pour les VaMPs l'impression que la cotation constitue une « spirale infernale » d'accroissement constant des lourdeurs administratives et des coûts financiers. Dans un contexte de cycle de marché particulièrement peu favorable, il n'est donc pas anormal que l'intérêt d'une cotation soit remis en cause avec force par un certain nombre de VaMPs.

Il serait utile donc d'objectiver cette impression en créant un vade-mecum de Place qui détaillerait les avantages, mais aussi et surtout, les engagements de diverses natures que détermine la cotation, tout en fournissant un coût annuel estimatif de la cotation. Non seulement les émetteurs seraient ainsi à même de mieux apprécier l'intérêt / opportunité d'une cotation, mais en outre une mesure régulière pourrait être réalisée de l'évolution des obligations et coûts pesant sur eux.

36. L'AMAFI est particulièrement prête à s'engager avec d'autres composantes de la Place (AMF, Middenext, SFAF, ...) dans un travail de cette nature.

