

POUR LA CREATION DE LA BOURSE DE L'ENTREPRISE

Observations de l'AMAFI sur le rapport du COS NYSE Euronext

En préambule, l'AMAFI tient à souligner la qualité des travaux menés par le Comité d'Orientation Stratégique (COS) mis en place par NYSE-Euronext. Elle trouve particulièrement approprié que dans une version intermédiaire, le rapport élaboré par le COS (le Rapport) ait été mis en consultation publique de façon à pouvoir recueillir les avis et commentaires de toutes les parties intéressées avant sa finalisation. Dans ce contexte, elle souhaite naturellement apporter sa contribution à une initiative qu'elle estime tout à fait centrale.

L'AMAFI accueille de façon globalement très favorable les diverses recommandations formulées par le Rapport. Elle partage en effet les différentes analyses qui sont menées au soutien de ces recommandations. Comme elle l'a exprimé à de multiples reprises, et souvent de manière publique, l'Association considère que la nécessité pour les entreprises (et particulièrement les PME et ETI) de recourir de façon croissante aux financements de marché constitue un enjeu collectif particulièrement fort pour la France compte tenu de deux particularités. D'une part, les compagnies d'assurance, traditionnellement les plus présentes dans l'investissement en actions ou en obligations *corporate* faute d'investisseurs de long terme de type fonds de pension, sont amenées à se désengager de façon sensible sous la contrainte de Solvabilité 2. D'autre part, les ménages ont une aversion croissante au risque, encore accentuée par une structure de la fiscalité de l'épargne qui privilégie l'épargne à court terme garantie.

L'AMAFI est donc particulièrement attentive à ce que les recommandations du Rapport puissent être effectivement et rapidement mise en œuvre dans le cadre d'un plan d'action global coordonnant les actions qui sont du ressort de l'entreprise de marché et celles qui sont du ressort des pouvoirs publics.

Le projet de Bourse de l'entreprise (BDE), tel que décrit par le Rapport, est un acte majeur pour relancer, au profit des PME et ETI, une dynamique de marché qui ne cesse de s'effriter depuis plusieurs années, et qui conduit à la situation très préoccupante qui est exposée. Néanmoins, et comme le souligne aussi le Rapport, la seule création d'une BDE ne peut constituer une réponse à la hauteur des enjeux : elle doit être accompagnée par l'action des pouvoirs public français, articulée autour de deux axes essentiels :

- Assouplir le contexte réglementaire pour faciliter l'accès aux marchés de capitaux des PME et ETI, à l'instar de ce qu'ont réalisé les Etats Unis dans le cadre du *Jumpstart Our Business Startups Act*, mais aussi pour supprimer toutes les contraintes réglementaires qui brident de façon non appropriée la capacité des investisseurs institutionnels à intervenir sur les titres de PME et d'ETI.
- Modifier en profondeur la structure de la fiscalité de l'épargne en reconnaissant l'utilité collective de celle placée, directement ou indirectement, dans le financement long des entreprises, le fléchage fiscal étant dans l'environnement national un outil puissant d'incitation.

Sans cette combinaison d'actions, les efforts et engagements attendus de la part d'un opérateur de marché, par ailleurs placé dans un environnement concurrentiel intense, risquent en effet d'être non

pérennes, avec alors la menace de retomber dans la spirale pernicieuse qu'il s'agit de rompre maintenant. En tout état de cause, ces efforts et engagements ne peuvent avoir d'impacts s'ils ne s'inscrivent pas dans une véritable stratégie collective de nature à susciter l'intérêt des investisseurs et des émetteurs pour la BDE : un outil de négociation performant, répondant aux besoins et attentes de l'écosystème de marché, est en effet de peu d'intérêt si les émetteurs, et surtout les investisseurs, ne l'utilisent pas.

Sous le bénéfice général des observations qui précèdent, l'AMAFI n'estime pas utile de commenter en détail les différents aspects du Rapport, puisque dans la plupart des cas, elle serait seulement amenée à souligner son soutien aux analyses et recommandations qui y sont formulées. Dans ce cadre, elle souhaite en revanche relever quelques points particuliers, dont beaucoup d'ailleurs concernent en premier lieu certains traits de la BDE.

BDE : LES CONDITIONS INDISPENSABLES DU SUCCES

Au-delà du contexte général rappelé ci-dessus, l'AMAFI considère que le succès de la BDE est conditionné par un certain nombre d'éléments qui sont rappelés ci-dessous.

Périmètre de la BDE

Il est indispensable que la BDE accueille des valeurs suffisamment importantes pour constituer une masse critique attractive pour les émetteurs bien sûr, mais aussi et surtout pour les investisseurs. En effet, pour que les investisseurs s'intéressent aux titres cotés sur la BDE, et notamment les distributeurs de produits financiers qui canalisent une part importante de l'épargne pouvant répondre aux besoins de financement des émetteurs, il est impératif que cette bourse rassemble suffisamment de valeurs liquides, traduction aussi de leur réelle notoriété auprès du grand public. Ce n'est qu'à cette condition que seront construits et proposés des produits collectifs qui, s'appuyant sur l'image de la BDE, bénéficieront non pas seulement à ses fleurons, mais à l'ensemble des émetteurs qui y sont cotés.

Dès lors, la proposition de rassembler les sociétés actuellement cotées sur les compartiments B et C d'Euronext constitue une condition *sine qua non* de succès. En outre, il est particulièrement important qu'une masse critique soit atteinte dès le démarrage, par un transfert de l'ensemble des sociétés concernées vers la BDE : si le succès de l'initiative n'est pas assuré dès son lancement, il est peu probable qu'il puisse être atteint au travers d'une montée en puissance progressive.

La limite haute d'un milliard d'euros de capitalisation boursière pour les sociétés appelées à être cotées sur la BDE peut sembler élevée par rapport à notion de PME-ETI. Il correspond toutefois à une réalité opérationnelle forte pour les investisseurs. Elle est d'ailleurs celle retenue par le législateur lorsqu'il a mis en place la taxe sur les transactions financière par la loi de finances rectificatives pour 2012. Elle correspond également à la limite d'un milliard de dollars qui définit le périmètre des entreprises visées aux Etats-Unis par le *JOBS Act*.

Rôle de la BDE dans le financement des entreprises et la croissance

Une des faiblesses communément admise de l'économie française est le manque d'entreprises de taille intermédiaire à l'instar de ce qui existe en Allemagne ou en Italie. La création de la BDE est donc d'autant plus importante qu'elle vise à développer, au service de la croissance générale de notre économie, ce maillon complètement indispensable.

Mais pour que les ETI puissent se développer en France, encore faut-il qu'elles aient la possibilité de trouver les financements dont elles ont besoin. La création du grand marché intégré européen a de nombreuses vertus ; force est néanmoins de constater qu'en élargissant les horizons de gestion, il a conduit une part plus grande de l'épargne française à s'allouer au profit de projets portés par des émetteurs non nationaux.

A un moment où pour différentes raisons, l'épargne française se mobilise de moins en moins vers l'investissement à risque dans le financement des entreprises, il est essentiel de redonner de la visibilité et de la crédibilité à la classe d'actifs des ETI, comme d'ailleurs des PME, puisqu'elles ont vocation à former les ETI de demain. Dans cette perspective, la BDE s'inscrit dans le continuum naturel du cycle de financement des entreprises, en complément d'autres modes de financement plus direct, via le crédit bancaire et le capital risque.

La BDE est ainsi un moyen pour les PME et les ETI de développer leurs projets et leurs produits, de conquérir de nouveaux marchés, d'innover ... Mais au-delà, la cotation a aussi différents effets vertueux pour l'entreprise qui veut se développer, en la contraignant à se structurer de façon plus efficace, en matière de gestion comptable, de système d'information, de maîtrise des risques et de communication. Au final, c'est l'amélioration de la rentabilité de l'entreprise qui est en jeu.

Le cercle déflationniste constaté pour les intermédiaires de marché doit absolument être inversé

Les études montrent que pour les valeurs entrant dans le champ de la BDE, les principaux intervenant de marché sont les intermédiaires locaux et que ce phénomène s'est renforcé depuis la crise de 2008. Or ces intermédiaires sont en France, placés dans une spirale déflationniste qui mène à la réduction progressive de la rentabilité de leurs activités sur ce segment de marché, ce qui a d'ailleurs déjà conduit plusieurs d'entre eux à les réduire, voir les arrêter.

Pour rompre cette spirale et l'inverser, un facteur important, en dehors même de la restauration de véritables flux d'investissement, est l'arrêt du processus de dégroupage des ordres instauré par l'AMF en 2007. Loin de concourir à la découverte de la valeur attachée aux différents services d'exécution d'ordres et d'aide à la décision d'investissement qui avait conduit les professionnels de marché et ceux de la gestion à militer pour son introduction, ce processus de dégroupage a contribué à faire baisser un peu plus la rémunération des intermédiaires actifs dans le suivi et l'animation des valeurs moyennes au profit d'intermédiaires plus globaux auxquels les services d'exécution ont été confiés. Or si le mécanisme de dégroupage des ordres peut se justifier pour des valeurs négociés sur plusieurs systèmes de marchés (les grandes valeurs) car l'intermédiaire qui délivre la meilleure recherche n'est pas nécessairement celui qui fournit la meilleure exécution, il est en revanche éminemment discutable pour les valeurs dont la négociation est peu ou pas fragmenté, ce qui sera le cas de celle cotées sur la BDE. Dans ce contexte, l'AMAFI souhaite que pour les valeurs de la BDE, un réexamen des règles relatives au dégroupage des ordres soit mené par l'AMF en liaison avec les différentes parties intéressées.

Le timing de lancement est important

Compte tenu des enjeux, l'AMAFI appelle une mise en œuvre de la BDE aussi rapide que possible. Idéalement, il conviendrait de faire coïncider le lancement de la BDE avec l'entrée en vigueur de la directive AIFM à la fin du deuxième trimestre 2013, puisque cette directive va conduire l'industrie de la gestion à revoir en profondeur sa politique de gestion et de commercialisation des fonds, plus de la moitié d'entre eux étant concernés par cette réforme.

Dans cette perspective, et comme elle le souligne ultérieurement, l'AMAFI considère qu'il est indispensable que le lancement de la BDE ne soit pas retardé pour des raisons liées à la constitution de son actionnariat ou à de difficultés rencontrées dans les autres pays concernés par le projet. En tout état de cause, elle souligne que la taille du marché français est largement suffisante pour assurer la masse critique nécessaire au démarrage de la BDE.

Poursuite des travaux du COS

Compte tenu de l'importance de l'implication des pouvoirs publics dans le succès de la BDE, notamment pour restaurer des flux d'investissement sur les classes d'actifs qui y seront traités, l'AMAFI estime important que, sous l'égide de la Direction Générale du Trésor, soit mis en place un comité de suivi et de coordination des différentes actions qui sont décrites par le Rapport.

COMMENTAIRES PARTICULIERS RELATIFS A LA BDE

Objectif

Ce point n'est pas abordé spécifiquement par le Rapport mais il est important car il sous-tend de nombreux autres aspects : la BDE doit être mise en œuvre dans une perspective d'intérêt général, et non strictement commerciale. S'il est évident que la BDE ne sera pas viable si l'entité juridique qui la constitue est structurellement déficitaire (*v. aussi infra Business plan*), la recherche de profits ne doit pas être réalisée au détriment du juste équilibre qui est nécessaire pour permettre à l'écosystème de marché des PME et ETI, très fragilisé, de se redévelopper au profit de tous.

Gouvernance

La gouvernance de la BDE est un élément crucial pour trouver et maintenir l'alignement des intérêts entre les différentes parties prenantes de cet outil que sont, à côté de la BDE elle-même et de ses actionnaires, les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires.

La définition d'une gouvernance adéquate de cette nature passe nécessairement par un approfondissement de la réflexion initiée au sein du COS. Des projets de statuts propres à assurer cette gouvernance doivent être élaborés. Il faut également définir des règles précisant les conditions de fonctionnement et les prérogatives des comités ou commissions d'utilisateurs qui semblent utiles pour traiter certains aspects dans un cadre collectif.

Il faut déterminer à cet effet, les règles de vote applicables (notamment au sein du Conseil de surveillance) et les sujets qui appellent un traitement collectif.

Actionnariat

L'actionnariat ne peut être envisagé comme une condition indispensable et préalable de la gouvernance qui est souhaitée. Ne serait-ce que parce que tous les utilisateurs de la BDE ne pourront prétendre à cette qualité, et que l'alignement d'intérêt qui est nécessaire ne peut concerner les seuls actionnaires.

La présence d'autres actionnaires aux côtés de NYSE Euronext est toutefois une garantie quant à la stabilité et l'efficacité de la gouvernance mise en place, surtout si parmi ces actionnaires figure la Caisse des Dépôts et Consignations, dont la perspective d'intérêt général ne peut être mise en doute.

Dans la mesure où la définition d'un nouvel actionnariat peut prendre du temps (*v. aussi infra Caractère transnational de la BDE*), l'AMAFI trouverait tout à fait opportun que la composition de l'actionnariat de la BDE se fasse en deux étapes : tout d'abord, prise rapide d'une participation par la CDC ; ensuite, dans un délai de douze à dix-huit mois, reconstitution de l'actionnariat entre les différentes parties intéressées, avec éventuellement revue à ce moment là du niveau de la participation de la Caisse.

Dans ce schéma d'un actionnariat partagé, l'Association estime que NYSE Euronext devrait laisser la possibilité aux autres parties intéressées de prendre ensemble jusqu'à 49 % du capital. En tout état de cause, les autres actionnaires doivent disposer ensemble d'une participation au moins à hauteur d'une minorité de blocage.

L'Association est par ailleurs extrêmement réservée sur la piste formulée par le Rapport consistant à « créer au sein de la Bourse de l'Entreprise une société d'exploitation (chargée de la gestion du marché) et une société de promotion (chargée du développement et de la prospection) », présentée comme permettant « une ouverture du capital de la société de promotion [qui] serait dès lors la plus porteuse de synergies » (p. 29). Le risque à son avis est plutôt de favoriser la dilution et la mauvaise articulation des responsabilités. A tout le moins, si cette voie devait être explorée plus avant, il conviendrait de préciser les bénéfices que les différentes parties prenantes sont susceptibles d'en tirer.

Tarification

Les problématiques de tarification sont, comme le souligne le Rapport, tout à fait essentielles au regard de la dégradation de l'écosystème de marché à laquelle font face les intermédiaires spécialisés sur le segment des PME et ETI. Alors qu'ils constituent des maillons indispensables pour susciter l'intérêt des investisseurs, et permettre ainsi qu'ils répondent aux besoins de financement des émetteurs, il est nécessaire que la tarification de la BDE soit adaptée en conséquence. En tout état de cause, cette tarification doit être spécifique et indépendante de celle mise en place pour le segment des grandes valeurs.

Business plan

De manière générale, la pérennité de la BDE ne pourra être assurée que pour autant que le modèle adopté lui permette de trouver un équilibre économique, même s'il peut être envisagé que celui-ci ne soit atteint qu'à moyen terme (3 à 5 ans). Un business plan doit donc être établi en liaison avec les différentes parties prenantes, sur la base d'éléments à communiquer par NYSE Euronext.

Market partner et Listing partner

Ces statuts sont très importants en ce qu'ils consacreront de manière publique l'engagement de leurs titulaires sur le segment des valeurs moyennes, ce qui est essentiel pour eux d'un point de vue commercial.

Le statut de MP comme de LP doit être réservé aux entités ayant un agrément de PSI, car cette qualité place son détenteur dans un corps de règles exigeantes sous le contrôle du régulateur de marché, et notamment l'obligation d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients. Elle est donc un gage fort de crédibilité du statut.

Les obligations des MP et LP doivent être établies de façon précise et suffisamment exigeantes pour assurer l'engagement réel du titulaire sur le segment des PME et ETI. En regard, leurs droits doivent être d'un niveau suffisant pour leur assurer que cette activité soit à l'équilibre économique. Les avantages tarifaires consentis doivent être durables en fonction de l'apport de valeur réalisé.

Une charte, dans la rédaction de laquelle l'AMAFI souhaite particulièrement s'impliquer, doit ainsi décrire ces obligations et droits. Le non respect de la charte doit être une cause d'exclusion du statut. Un comité spécifique de la BDE doit avoir pour mission de vérifier son respect et, le cas échéant, d'exclure un établissement du bénéfice du statut.

Marché d'acclimatation

L'AMAFI est très réservée sur les propositions du COS visant à inclure dans la BDE un marché d'acclimatation destiné à accueillir les entreprises avant leur introduction sur la bourse de l'entreprise.

En effet par nature les entreprises listées sur ce segment auront un profil de risque beaucoup plus important que celles cotées sur la BDE. En outre, la qualité de l'information financière qui leur sera demandée ne pourra pas être équivalente à celles exigées pour les autres entreprises. Dès lors, lier un tel segment à la « marque » BDE comporte un risque important d'altérer l'image d'ensemble du marché vis-à-vis des investisseurs.

Pour autant, l'AMAFI considère qu'il existe un besoin réel pour un système organisé de marché permettant à des entreprises de s'acclimater à certaines des contraintes que suppose la cotation, et en tout état de cause, d'organiser la rencontre entre porteurs de projets et investisseurs d'une part, entre investisseurs souhaitant réaliser des échanges sur le marché secondaire d'autre part. Elle considère également que l'image du Marché Libre, souvent faible, voire négative, nécessiterait d'être restaurée.

L'Association estime donc que la question de la création d'un marché d'acclimatation, tout en formant une part du projet de Place, doit être traitée indépendamment de la BDE. Elle souligne d'ailleurs que l'un de ses adhérents développe un projet de cette nature, et qu'il serait donc utile d'approfondir avec lui et les autres parties intéressées les voies et moyens à mettre en œuvre ; elle est naturellement désireuse de participer à cette réflexion.

Règles de cotation

L'adaptation des règles de cotation de ce segment de marché est essentielle. Les axes de propositions formulés par le Rapport sont pertinents, et l'AMAFI souhaite être partie prenante dans la réflexion qui conduira à leur mise en œuvre concrète.

En tout état de cause, la question de la réintroduction des codes agent (permettant aux membres du marché de s'identifier mutuellement sur les écrans de négociation) est une question importante qui doit être débattue. Cette identification a en effet de multiples avantages en termes de fonctionnement de marché.

Informations de marché aux émetteurs

Aujourd'hui, l'entreprise de marché diffuse des informations de marché de façon exclusive aux émetteurs. Ces informations doivent être également accessibles aux MP et LP pour les valeurs sur lesquelles ils sont reconnus comme tels.

Analyse financière

L'AMAFI est très réservée sur le fait que la BDE puisse être un point de centralisation des analyses financières portant sur les émetteurs qui y cotés. L'enjeu est double. D'une part, cela ne reconnaît pas la valeur économique du travail d'analyse qui est ainsi réalisé, avec le risque que moins de compétences y soient consacrées alors que l'analyse financière est un élément essentiel de l'appétence des investisseurs. D'autre part, au regard de la réglementation qui encadre cette mise à disposition, il existe des risques forts.

Cette question doit être approfondie alors que toutes les réflexions et initiatives engagées ces dernières années sur ce point ont mis en évidence les limites d'une analyse financière publique, en tant que stimulatrice réelle de la demande ...

Caractère transnational de la BDE

S'il existe une logique et un intérêt évidents à ce que la BDE ait un caractère transnational qui suive les marchés sur lesquels est implanté NYSE Euronext, l'AMAFI ne considère pas pour autant que cela soit un élément préalable et indispensable de la réflexion comme le Rapport le laisse entendre. En tout état de cause, cette logique et cet intérêt s'affaiblissent au fur et à mesure que la taille des émetteurs concernés décroît. Plus leur taille est faible, plus en pratique le lien de proximité géographique avec l'investisseur est important.

Par ailleurs, le Rapport met en évidence que nombre des problématiques dans lesquelles s'inscrit la création de la BDE sont d'abord nationales, comme les leviers permettant d'apporter les solutions nécessaires.

L'AMAFI considère donc que le caractère transnational de la BDE ne doit aucunement constituer une raison pouvant conduire au ralentissement de sa création.

FISCALITE

De façon générale, la fiscalité de l'épargne est un outil puissant pour le financement des entreprises, comme le rappelle l'AMAFI dans les propositions qu'elle a adressées cet été aux pouvoirs publics : Pas de croissance et d'emploi sans financement long des entreprises, avec priorité aux actions – Pas de financement long sans épargne longue – Pas d'épargne longue sans une fiscalité favorable, avec priorité aux actions (*AMAFI / 12-33*). En ce sens, les propositions formulées par le Rapport en faveur d'une fiscalité encourageant l'investissement en PME-ETI et entreprises de croissance, apparaissent essentielles à la réussite du projet de BDE.

Toutefois, les recommandations n° 18, 19 et 28 telles que présentées dans le Rapport se focalisent sur une approche de financement indirect au travers de véhicules collectifs d'investissement (FIP, FCPI, FCPE, Assurance-vie...). Si l'Association considère ces propositions comme tout à fait pertinentes, elle estime toutefois que l'investissement direct doit également bénéficier de mesures fiscales ciblées : c'est bien sûr important pour les plus petites entreprises pour lesquelles l'investissement de proximité est primordial, mais également pour les entreprises de taille supérieure auxquelles la BDE a vocation à donner davantage de visibilité et d'accessibilité. En tout état de cause, il ne peut être envisagé laisser l'actionnariat individuel continuer de s'effondrer faute de mesures fiscales défensives. Alors que 84% des Français possèdent au moins un livret d'épargne (livret A ou LDD), seuls 11% d'entre eux possèdent des

actions. Pire encore, entre juin 2008 et avril 2012, la détention d'actions en direct par les Français est tombée de 18 % à 11 % et le poids des actionnaires individuels dans la détention des entreprises est passé de 14 % en 2007 à 8,5 % en 2012. La situation est d'ailleurs d'autant plus paradoxale que les ménages eux-mêmes ont besoin d'allouer une part substantielle de leur épargne vers le long terme afin de dégager le rendement dont ils ont besoin pour faire face aux risques que constituent plus particulièrement le niveau de leur retraite et la couverture du risque de dépendance

Il apparaît donc particulièrement nécessaire d'entamer une réflexion sur le renouvellement des sources de financement des entreprises de tailles modestes, notamment via une revitalisation de la participation de l'actionariat individuel.

Pour palier cette carence l'AMAFI a déjà fait quelques propositions :

- Créer un Plan de Préparation de la Retraite (PPR) ; les sommes versées dans ce PPR seraient déductible de l'IR et exonérées à la sortie si le PPR est détenu depuis plus de huit ans et clos dès l'ouverture des droits à la retraite.
- Créer un PEA dédié aux PME et ouvert aux obligations d'entreprises
- Aligner les prélèvements sociaux applicables aux revenus du capital sur ceux, inférieurs aujourd'hui, applicables aux revenus du travail, particulièrement si l'intention d'appliquer le barème progressif de l'IR aux revenus du capital devait se confirmer
- Permettre l'imputation directe des moins-values sur actions sur le revenu global.
- Faire varier l'imposition des plus-values de cessions d'actions en fonction de la durée de détention, la réduction pouvant par exemple commencer à la quatrième année de détention pour atteindre 50 % pour des titres détenus huit ans ou plus.
- Instituer un crédit d'impôt pour investissement en actions dans l'esprit du dispositif « Monory » de 1978 ; il pourrait être de l'ordre de 20 ou 25% du montant investi en actions.

Mais au-delà de ces premières orientations, les propositions du Rapport visant à maintenir et développer les dispositifs existants concernant les FCPI, FIP, FCPE, ... pourraient notamment concerner l'élargissement du champ d'application de ces dispositifs pour les ouvrir aux titres disponibles sur le nouvelle BDE. Dans le même esprit d'ailleurs, la réduction d'IR et la réduction d'ISF au profit des investissements dans les PME n'aurait-elle pas vocation à concerner les segments de la BDE ayant le moins d'accès aux financements bancaires et de marché ?

Enfin et surtout, alors que le gouvernement semble envisager la suppression de l'abattement d'assiette actuel de 40% sur le montant du dividende perçu par les détenteurs d'actions, il paraît indispensable de s'opposer à cette mesure. Sans préservation du mécanisme d'élimination de la double imposition économique des bénéfices des entreprises, l'apport de fonds propres dans les entreprises deviendra prohibitif, avec pour conséquence le prolongement des courbes attestant l'effondrement sensible de l'actionariat individuel malgré ce dernier avantage relatif de l'investissement direct par rapport à l'investissement collectif.

Il faut également *a minima* maintenir les règles actuelles IR/ISF d'investissement dans les FIP/FCPI, étant souligné qu'e, ce domaine, il est possible de limiter les tailles d'entreprises concernées pour ne pas comprendre pas l'ensemble des valeurs admises sur la BDE.

De manière générale, dans l'environnement budgétaire très contraint qui est le nôtre, s'il est peu envisageable de créer de nouveaux avantages fiscaux, il est en revanche possible et nécessaire au regard de l'intérêt collectif de revoir la structure de la fiscalité pour que, contrairement à aujourd'hui, elle offre un avantage relatif à l'épargne allouée au financement long des entreprises.

ENVIRONNEMENT REGLEMENTAIRE DES INVESTISSEURS, PARTICULIEREMENT SUR LES TITRES DE DETTE

Il convient de faire évoluer l'environnement réglementaire afin de favoriser l'investissement des investisseurs institutionnels à la fois sur titres de capital et sur titres de taux. L'objectif doit être de lever toutes les barrières qui sont inappropriées, surtout quand elles ne dépendent pas d'une réglementation européenne.

Dans ce cadre, l'enjeu particulier du financement des entreprises par le marché de la dette ne peut être ignoré alors que l'on sait que le financement par le crédit est appelé à se réduire et à se renchérir, et qu'il va bien falloir trouver un moyen alternatif de faire face aux besoins des entreprises. Cette situation est d'ailleurs d'autant plus regrettable qu'il faut constater que l'appétence des investisseurs institutionnels, mais aussi des particuliers, pour des instruments de dette négociable sur le marché tend à se développer.

Le travail d'analyse précédemment évoqué doit ainsi rechercher prioritairement les freins posés par le code des assurances ou le code de la sécurité sociale qui limitent la capacité de beaucoup d'investisseurs institutionnels à investir dans la dette d'entreprises, quand cela ne leur est pas tout simplement interdit.

La BDE est en tout état de cause un atout fort pour permettre une rencontre fluide de l'offre et de la demande sur le marché de la dette. Disposer d'un côté, d'un vivier d'entreprises solides, répondant à des critères de cotation exigeants, de l'autre, d'investisseurs disposant de ressources susceptibles d'être mobilisées constituerait un *momentum* vertueux pour le financement de l'économie, à coût nul pour les finances de l'Etat dans un premier temps, positif par la suite.

Par ailleurs, un des enjeux, s'agissant des titres de dettes émis par des PME et ETI, est celui de leur notation, question sur laquelle une réflexion propre doit être menée.

