

## Éclipse ou crépuscule ? Pourquoi les Bourses n'ont plus la cote

Par Catherine Lubochinsky, avec Philippe Manière

www.institutmessine.fr

### Fiche de synthèse

Les taux d'endettement ne cessent de croître. À la suite des crises financière en 2008, puis sanitaire en 2020, ceux des États atteignent des records. Les taux d'endettement des entreprises également, soutenus par la faiblesse actuelle des taux d'intérêt mais résultant d'une tendance plus longue et inquiétantes. On pourrait donc s'attendre à ce que les entreprises aient de plus en plus recours aux marchés actions pour renforcer leurs fonds propres. Curieusement, on constate, en tout cas en Occident, exactement le contraire. Si plus de 55 000 entreprises étaient cotées dans le monde fin 2019 (pour une capitalisation boursière de 94 388 milliards de dollars), leur nombre subit depuis une vingtaine d'années une érosion régulière – **les retraits de la cote l'emportant sur les nouvelles introductions, de moins en moins nombreuses, en tout cas dans les pays occidentaux.**

**En France, l'année 2020 constitue le pire millésime depuis 2012** avec seulement 21 introductions à la Bourse de Paris contre 19 retraits. Alors qu'elles étaient plus d'un millier il y a une dizaine d'années, le **nombre d'entreprises actuellement cotées à la Bourse de Paris n'est plus que d'environ 830.**

Cette **désaffection pour les Bourses** est-elle un **phénomène pérenne** ? Quelles-en sont les explications ? Comment les dirigeants d'entreprise perçoivent les différentes alternatives dont ils disposent pour se financer ? **Comment les Bourses réagissent et s'adaptent-elles ? Le succès fulgurant du *Private Equity* les condamnent-elles au déclin, ou un rebond est-il possible ?** Comment interpréter l'essor phénoménal des SPACs (*Special Purpose Acquisitions Companies*) ? Voici les questions principales auxquelles cette Note tente d'apporter quelques réponses.

### **I. Désaffection pour les Bourses : une réalité « occidentale » historiquement incontestable**

2020 n'a pas été une mauvaise année pour les Bourses : 331 milliards de dollars ont été levés dans le monde grâce à un **spectaculaire rebond au second semestre** succédant à la quasi-disparition des opérations lors du confinement du printemps. Mais, sur la longue période, 2020 est un peu l'arbre qui cache la forêt : 189 milliards de dollars de fonds avaient été levés en 2019, soit 10 % de moins qu'en 2018, elle-même en recul sur 2017. Cette **tendance globale à la baisse** cache au surplus des **disparités géographiques : l'Occident décélère tandis qu'existe une véritable dynamique asiatique.**

Aux États-Unis, les retraits de la cote (liés à des fusions, à des retraits volontaires, voire à des faillites) tendent, depuis le début du siècle, à dépasser le nombre d'introductions en Bourse. Après avoir grimpé

d'un tiers au cours des deux décennies précédentes, le **nombre d'entreprises traitées sur le Nasdaq ou sur le NYSE a ainsi reculé de 45 % entre 1996 et 2016**<sup>1</sup>.

L'Europe connaît un mouvement similaire et la France ne fait pas exception. **En 2019, la Bourse de Paris n'avait enregistré que huit introductions en Bourse** – trois opérations sur Euronext et cinq sur Euronext Growth – alors qu'elles avaient été au nombre de **17 en 2018**. « *L'exode s'accélère à la Bourse de Paris* » titrait *L'Agefi* en septembre 2020.

Plus globalement, **en Occident, les introductions en Bourse d'un montant inférieur à 50 millions de dollars**, de PME et ETI donc, **ont quasiment disparu** depuis 2008, les opérations portant sur des montants de plus en plus élevés. La vocation des marchés est fondamentalement le financement de l'économie réelle. Dès lors que les volumes levés par les introductions en Bourse et les augmentations de capital sont inférieurs aux volumes visés par des retraits de la cote ou des rachats d'actions, on peut dire que **la Bourse perd**, à cet égard, **sa raison d'être : le financement net de l'économie par les marchés a été négatif au cours des deux dernières décennies**, plus particulièrement aux États-Unis.

Parallèlement à la décline des introductions en Bourse dans les pays occidentaux, le **Private Equity** a, lui, **fait preuve d'un dynamisme remarquable**, illustré à la fois par le poids qu'ont pris les actifs sous gestion et par le flux des capitaux levés annuellement. **La place grandissante du non-coté semble être corrélée, du moins pour partie, à l'érosion de la Bourse**. Le *Private Equity* a longtemps souffert de son illiquidité, handicap fondamental par rapport à la Bourse dont un des atouts fondamentaux est, précisément, la liquidité des actifs. Pour certains investisseurs institutionnels, cette **illiquidité** n'est pas contraignante et ce d'autant qu'elle serait **compensée par des rendements très supérieurs à ceux procurés par les marchés actions**. C'est indéniablement l'une des explications principales du succès du *Private Equity* dont le nombre de fonds a été multiplié par deux et demi sur les quinze dernières années tandis que les montants levés annuellement l'ont été par 4,8 – les **actifs sous gestion en Private Equity totalisant aujourd'hui près de 4 500 milliards de dollars contre seulement 500 milliards il y a vingt ans**<sup>2</sup>.

**L'attrait du Private Equity se trouve également dans l'accompagnement stratégique des dirigeants d'entreprises par les fonds d'investissement** qui les financent, notamment dans le développement de leur réseau, de leur business model, dans l'optimisation de leur organisation, dans l'internationalisation de leurs activités ou encore pour faire de la croissance externe... mais cet attrait peut aussi s'analyser comme une réaction aux difficultés ou aux réticences des entreprises à faire appel à l'épargne publique.

## II. De l'inconvénient d'être coté...

Aller en Bourse ou pas ? L'analyse des avantages et inconvénients d'une cotation, tant ceux mis en lumière par les travaux académiques que ceux avancés par les acteurs eux-mêmes, permet de mieux comprendre l'engouement pour le *Private Equity* des vingt dernières années au détriment du recours au marché actions.

Les **principaux avantages et objectifs d'une cotation** sont, certes, de se **procurer des fonds propres**, mais aussi de **faire apparaître quotidiennement un prix**, de **diversifier les investisseurs**, de disposer d'un **moyen de payer une cible « en papier »** dans le cadre d'une stratégie de croissance externe et de **se faire connaître** plus largement<sup>3</sup>. **La liquidité joue un rôle crucial**.

---

1. "The Incredible Shrinking Universe of Stocks - The Causes and Consequences of Fewer U.S. Equities", Credit Suisse, 2017.

2. Prequin data.

3. Voir dans la *Note* le témoignage de Didier Fontaine au sujet de l'introduction à la Bourse de Paris de Verallia en 2019.

Une entrée en Bourse entraîne cependant également **des coûts et des contraintes en termes de conformité qui peuvent dissuader** une entreprise de rejoindre la cote, **voire l'inciter à s'en retirer**<sup>4</sup>. Les dirigeants d'entreprises estiment souvent que le **poids des contraintes réglementaires est trop lourd**, de même que les **exigences de transparence** et les coûts liés à la cotation. La cotation induit en effet des changements d'une ampleur considérable pour l'entreprise et ses dirigeants, justifiés notamment par la nécessité d'informer parfaitement les actionnaires. La question de la transparence sur les rémunérations est ainsi sensible, les dirigeants d'entreprise non-cotées percevant parfois bien plus mais sans risque d'être critiqués dès lors que, à la différence des entreprises cotées, les chiffres ne sont pas publics. S'ajoute à ces éléments le **risque pénal encouru par l'entreprise, mais aussi par ses dirigeants, en cas de manquement, même involontaire, aux règles du marché**.

**D'autres contraintes pèsent sur l'entreprise cotée : risque de voir arriver des actionnaires indésirables**, (concurrent ou activiste), **volatilité** qui découle de la nature même du marché. La **valorisation par le marché peut** par ailleurs **s'avérer frustrante, ou contraignante** : le dirigeant d'une entreprise cotée doit incorporer les éventuelles réactions de la Bourse à sa stratégie et à son positionnement par rapport à ses pairs, ce qui peut restreindre ses marges de manœuvre dans sa stratégie.

L'expérience montre que les **grandes entreprises s'accrochent plus aisément que les petites de ces contraintes** parce qu'elles sont mieux équipées pour gérer la complexité du processus de cotation puis les coûts récurrents de cotation ainsi que les obligations qui s'y attachent. Néanmoins, **afin d'attirer les petites et moyennes entreprises, de nombreuses Bourses ont créé des compartiments dédiés caractérisés par des procédures administratives et des contraintes réglementaires allégées** mais aussi des programmes d'accompagnement de jeunes entreprises qui pourraient se coter à terme. D'autres évolutions sont réclamées ici et là pour réaccélérer les développements de la Bourse<sup>5</sup>.

### III. Vers une « Bourse 2.0 » ?

**La désaffection vis-à-vis de la Bourse à laquelle on assiste depuis une vingtaine d'années conduira-t-elle à sa disparition ?** On pourrait le craindre : désertion des émetteurs, hyper-concurrence entre les entreprises de marché, montée en puissance rapide du *Private Equity* qui constitue une solution alternative à la fois pour les entreprises à la recherche de capitaux, et pour les investisseurs à la recherche de placements alternatifs ; longue est la liste des périls qu'elle doit aujourd'hui affronter.

**On aurait pourtant tort de conclure trop vite.** La Bourse donne même à certains égards des **signes de vitalité qu'on n'aurait pas imaginés il y a seulement un an ou deux... L'année 2020** en est la **démonstration** avec les 850 milliards d'euros de capitaux levés sur les marchés actions au niveau mondial et des **chiffres très élevés aux États-Unis. Impossible, à ce stade, de savoir si ces résultats sont ou non significatifs d'un retournement de tendance** après tant d'années de vaches maigres. Il est clair cependant que **deux évolutions récentes peuvent le faire espérer**.

D'une part, le *Private Equity*, bien qu'il continue à prospérer, doit faire face à une critique qui, même si son degré de virulence est moindre en Europe, pourrait être de nature à ternir son image. **Certains économistes** (en particulier **Ludovic Phalippou**, Professeur à l'Université d'Oxford), **contestent ainsi la**

---

4. Voir dans la Note le témoignage de Jean-Yves Courtois, CEO d'Orolià s'étant retiré de la cote après dix ans de cotation.

5. Voir notamment le rapport CroissancePlus, Euronext et Paris Europlace, « La bourse comme levier de la relance - 12 propositions pour faciliter le financement des entreprises par le marché », novembre 2020.

**réalité de sa surperformance vis-à-vis des marchés** et soutiennent que les chiffres de rendement affichés par le *Private Equity* **seraient** biaisés, ce qui leur **ôterait** une partie de leur signification réelle. Ils pointent en particulier les frais de gestion élevés pratiqués par le *Private Equity*.

**Par ailleurs, il est important de souligner la contribution du *Private Equity*... aux introductions en Bourse. Si un fonds souhaite « sortir » d'une participation, il peut en effet le faire en passant le relais à un autre fonds ou en vendant sa participation à une entreprise du même secteur mais la sortie en Bourse est également l'une des options classiques.**

D'autre part, **la Bourse tente de se renouveler et de proposer de nouveaux moyens d'entrer à la cote. Le plus spectaculaire est le SPAC** (*Special Purpose Acquisition Company*), qui existe depuis près de deux décennies mais **dont le nombre a littéralement explosé depuis le début 2020** et qui révolutionne complètement l'approche traditionnelle de l'entrée en Bourse. Un SPAC, société dépourvue de toute activité, s'introduit en bourse sans historique opérationnel et a pour objectif unique de réaliser une ou plusieurs acquisitions dans le domaine du non-coté. Il est ainsi demandé aux investisseurs « un chèque en blanc », l'opération reposant avant tout sur la réputation de la personne qui « sponsorise » le SPAC. **Troublant intellectuellement** (il est singulier que le régulateur des marchés, si vétilleux avec les sociétés « classiques », laisse prospérer sans entraves de telles « coquilles vides » qui font appel public à l'épargne sur la foi d'imprécises promesses), **ce phénomène n'en a pas moins redonné à Wall Street en 2020 et début 2021 un dynamisme** qu'il avait perdu depuis longtemps - les SPACs ont représenté plus d'un tiers des introductions en Bourse sur le Nasdaq et le New York Stock Exchange en 2020.

Une des **raisons de la perte de substance des Bourses** est la **modification du « parcours fonds propres » que font les entreprises, entrant plus tard** (mais aussi plus grosses, et plus solides) **sur le marché, après un détour plus ou moins long par le *Private Equity***. Il faut acter ce changement, à bien des égards positif, ne serait-ce que parce que les contraintes de la Bourse sont plus faciles à vivre pour des émetteurs plus matures et de plus grande taille. **Marchés boursiers et *Private Equity* sont donc à la fois concurrents et complémentaires. Les Bourses et le *Private Equity* doivent se coordonner afin d'optimiser ce parcours au bénéfice de tous les acteurs, à commencer par celui des entreprises.**

Il est par ailleurs important de garder en tête les **externalités positives que procurent les Bourses à l'économie dans son ensemble** : capacité des entreprises à lever aisément des fonds propres (ce qui contribue au financement de l'économie réelle en leur permettant d'investir et de se développer), confrontation permanente des opinions sur la valorisation des titres de la société (ce qui contribue à l'efficacité des marchés), accès direct ou indirect de tous à la propriété des entreprises, etc. En un sens, **la cotation fût-elle parfois compliquée et coûteuse pour une entreprise particulière, le fait que de nombreuses entreprises soient cotées est un bienfait pour la collectivité.**