

NOTE



Éclipse ou crépuscule ?

Pourquoi les Bourses n'ont plus la cote

Catherine Lubochinsky
avec Philippe Manière

Février 2021



Institut **Messine**

www.institutmessine.fr



Présentation

Créé au cours de l'année 2014 avec le soutien de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC), l'Institut Messine est un *think tank* qui rassemble en son sein des représentants de la société civile et de la profession des commissaires aux comptes qui se sont donné pour mission de réfléchir aux grands enjeux économiques auxquels sont confrontés le pays et ses entreprises. Il ambitionne de formuler puis de soumettre au débat, sous la forme de Rapports et de Notes, des idées et des solutions originales et concrètes susceptibles de nourrir la réflexion et l'action du décideur public.

L'Institut Messine s'efforce de créer les conditions de travail les plus propices au traitement d'un sujet, notamment par la composition de groupes de travail qui réunissent les meilleures compétences pour chacun des thèmes abordés, la diversité du recrutement garantissant une réelle diversité d'analyses. Dès lors, les opinions exprimées dans les Rapports sont celles de la collectivité du groupe, mais elles ne sauraient engager chacun de ses membres en particulier. *A fortiori*, les Notes, Recueils et Rapports publiés sous l'égide de l'Institut ne l'engagent ni lui-même, ni ses organes de gouvernance, ni la CNCC.

Institut Messine
De l'audit à la société

Remerciements

L'Institut Messine remercie particulièrement les personnes suivantes pour leur contribution.

L'auteur

Catherine Lubochinsky, Économiste spécialiste des marchés financiers et Professeur en sciences économiques à l'Université Paris 2 Panthéon-Assas.

Diplômée d'un Doctorat d'État Firme bancaire, Risque de taux d'intérêt et Marchés à terme et agrégée en Sciences Économiques, elle est Professeur à l'Université de Paris 2 Panthéon-Assas. Elle a publié de nombreux articles et ouvrages en lien avec ses principaux domaines d'expertise (taux d'intérêt, produits dérivés, gestion d'actifs, régulation financière).

Elle est également membre du Cercle des économistes et du comité scientifique de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR).

Avec **Philippe Manière**, *Président de Vae Solis Communications.*

Les personnes auditionnées (*fonctions au moment des travaux*)

- **Philippe AUDOUIN** - Directeur Général Finances, Membre du Directoire d'Eurazeo ; Membre de la Commission consultative « Gestion et Investisseurs institutionnels » de l'Autorité des marchés financiers.
- **Stéphane BOUJNAH** - Directeur général et Président du Directoire d'Euronext.
- **Jean-Yves COURTOIS** - Chief Executive Officer d'Orolia.
- **Didier FONTAINE** - Directeur Financier et Directeur du Plan du Groupe Verallia de février 2018 à novembre 2020.
- **Jean-Marc ESPALIOUX** - Associé - Executive Chairman de Montefiore Investment ; ancien Président de Financière Agache Private Equity ; ancien Président du Directoire du groupe ACCOR ; ancien Directeur Financier de la Compagnie Générale des Eaux.
- **Camille LECA** - Directrice des Opérations des activités de cotation d'Euronext.

- **Helman LE PAS DE SÉCHEVAL** - Secrétaire général et Membre du Comité exécutif de Veolia ; Membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers ; Administrateur de l'Institut français des administrateurs ; ancien chef du Service des opérations et de l'information financières de la Commission des opérations de Bourse.

L'Institut Messine tient également à remercier Vae Solis Communications pour sa participation à l'élaboration de cette *Note*.

Les opinions exprimées dans la présente Note n'engagent ni les personnes citées, ni les institutions qu'elles représentent.

Sommaire

Présentation de l'Institut Messine	2 couv.
Remerciements	1
L'auteur	1
Les personnes auditionnées	1
Introduction – Pourquoi une réflexion sur l'avenir des Bourses ?	5
I. Désaffection pour les Bourses : une réalité « occidentale » historiquement incontestable	11
A – Les marchés actions dans le monde : ce que disent les chiffres sur le long terme	12
B – L'Asie et le reste du monde : vingt ans d'évolutions divergentes	16
C – Deux décennies d'essor du capital-investissement	23
II. De l'inconvénient d'être coté	29
A – Pourquoi aller en Bourse ? Des bénéfices incontestables	29
B – Des sujétions de plus en plus perçues comme dissuasives	33
a) Contraintes, coûts et conformité aux attentes : le poids d'une cotation	33
<i>i. Les contraintes pesant sur l'entreprise cotée liées au régulateur</i>	34
<i>ii. Les contraintes pesant sur l'entreprise cotée liées à l'exposition au marché lui-même</i>	40
b) Qui peut encore aller en Bourse ?	49
C – Entrer en Bourse, en sortir : deux témoignages	57
• Une expérience d'introduction en Bourse : Didier Fontaine, Directeur financier de Verallia au moment de son IPO ..	58
• Une expérience de retrait de la cote : Jean-Yves Courtois, CEO d'Orolia	61
III. Vers une « Bourse 2.0 »	63
A – Bourse pas morte !	63

B – Private Equity : indices, interstices et interrogations	66
a) Égaler les atouts du Private Equity	67
b) Compter sur les limites du Private Equity	69
C – D’une Bourse à l’autre : une pratique des entrées à la cote en voie de refondation	73
D – « Penser aux autres » : externalités positives de la cotation	78
Conclusion	81
Annexe	83
Les autres publications de l’Institut Messine	85
Gouvernance de l’Institut Messine	3 couv.

Introduction

Pourquoi une réflexion sur l'avenir des Bourses ?

Aujourd'hui, partout dans le monde, les régulateurs et superviseurs tout comme les économistes, s'inquiètent de la croissance du stock de dette qui s'accumule depuis la crise financière de 2008. La crise liée à la pandémie de la COVID-19 va encore contribuer à une hausse massive de l'endettement – pas seulement public. Dans ce contexte, les marchés actions pourraient logiquement apparaître comme une solution désirable pour un nombre croissant d'entreprises et comme un outil connaissant un regain de faveur. On en est loin...

Fin décembre 2019, donc avant la crise liée à la pandémie de la COVID-19, la *World Federation of Exchanges* recensait 55 544 sociétés cotées dans le monde représentant une capitalisation boursière de 94 388 milliards de dollars, soit environ l'équivalent du PIB mondial à cette même date. Si ces deux chiffres confirment un rôle indéniable des Bourses dans le financement des économies, une analyse diachronique montre en revanche que, paradoxalement, ce rôle s'étiole dans les pays occidentaux, et plus particulièrement en Europe.

Les fonds levés dans le monde en 2019 avaient atteint 188,8 milliards de dollars, soit 10 % de moins qu'en 2018, faisant de 2019 l'un des plus mauvais millésime au cours des trois années précédentes¹. Environ 1 200 entreprises avaient effectué leurs premiers pas sur les marchés en 2019, contre plus de 1 500 en 2018².

Tandis que les États-Unis restaient en 2019 la destination principale des entreprises souhaitant être cotées, et que Hong Kong et la Chine continuaient de voir leur nombre d'introductions en Bourse grimper, l'Europe connaissait, elle, sa pire année depuis six ans³. Seules 148 sociétés s'étaient introduites en Bourse en Europe contre 253 en 2018⁴.

1. « Introductions en Bourse : 2019 est le pire millésime depuis trois ans », Laurence Boisseau, *Les Échos*, 2 janvier 2020.

2. *Op. cit.*

3. *Op. cit.*

4. *Op. cit.*

Dans son édition annuelle portant sur l'année 2019, l'Observatoire des offres publiques de EY notait que la Bourse de Paris n'avait, elle, 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, soit une diminution drastique et un point bas pour la dernière décennie⁵. Si les levées de fonds en France étaient en hausse de 168 % en 2019 par rapport à 2018, totalisant 2 928 millions d'euros en 2019 contre 1 093 millions d'euros de 2018⁶, le montant global des introductions en Bourse parisiennes s'était établi à approximativement 2 400 millions en 2017⁷.

EY observe par ailleurs pour 2019 une « *détérioration du flux net entre les entrées et les sorties de cote, à - 12 avec 20 sociétés françaises retirées de la cote d'Euronext Paris en 2019 (13 faisant suite à une offre publique et sept faisant suite à des faillites)* »⁸. Le flux net entre les entrées et les sorties sur Euronext et Euronext Growth en 2018 était très légèrement positif, + 1, après un solde négatif de - 19 sociétés en 2017 et - 5 en 2016⁹.

L'année 2020, si particulière, a marqué le retour au niveau mondial à des niveaux qui n'avaient pas été atteints depuis 2007 avec plus de 1 500 sociétés ayant fait leurs premiers pas en Bourse dans le monde, levant 331 milliards de dollars¹⁰, avec un afflux principalement au cours des trois derniers trimestres de 2020.

Le paysage des introductions en Bourse aura cependant conservé ses particularités géographiques en 2020. Avec une explosion de leur nombre aux États-Unis : « *167,2 milliards de dollars ont été levés sur le marché américain à l'issue de 454 introductions en Bourse* » selon les données Dealogic au 24 décembre 2020¹¹, soit plus du double qu'en 2019¹². 2020 a ainsi balayé le précédent record de 1999 « *au plus fort de la bulle Internet, les IPO avaient rapporté 107,9 milliards de dollars* », rappelle le *Wall Street Journal*¹³.

5. 11^e édition, Observatoire des offres publiques portant sur 2019, EY, 2020.

6. La Française des Jeux ayant levé à elle seule 1,8 milliard d'euros lors de sa privatisation, opération figurant ainsi au palmarès des dix plus importantes introductions en Bourse effectuées en France ces vingt dernières années – 11^e édition, Observatoire des offres publiques portant sur 2019, EY, 2020.

7. 10^e édition, Observatoire des offres publiques portant sur 2018, EY, 2019.

8. 11^e édition, Observatoire des offres publiques portant sur 2019, EY, 2020.

9. 10^e édition, Observatoire des offres publiques portant sur 2018, EY, 2019.

10. « 2021, une année prometteuse pour les introductions en Bourse », Laurence Boisseau, *Les Échos*, 6 janvier 2021 ; et aussi « IPO Report 2020 & Key Trends Set to Shape 2021 », Baker McKenzie, 16 décembre 2020 – données issues de Refinitiv en date du 3 décembre 2020.

11. « L'engouement pour les introductions en Bourse ne devrait pas retomber en 2021 », Maureen Farrell, *Wall Street Journal*, traduit en français pour *L'Opinion*, 3 janvier 2021.

12. « IPO : l'Europe pourrait connaître un redressement en 2021 », Antoine Landrot, WanSquare, 4 janvier 2021.

13. « L'engouement pour les introductions en Bourse ne devrait pas retomber en 2021 », Maureen Farrell, *Wall Street Journal*, traduit en français pour *L'Opinion*, 3 janvier 2021.

Tandis qu'il aura « *chuté à son plus bas niveau depuis 2013 dans la zone Europe Moyen-Orient Afrique (EMEA), à 20,7 milliards d'euros (à la date du 29 décembre)* »¹⁴. Le marché européen a particulièrement souffert avec seulement 16,6 milliards d'euros levés en 2020, contre 22,5 milliards en 2019¹⁵.

Pour la France, *Les Échos* notaient que « *2020 ressort comme le pire millésime en termes de cotations depuis 2012* » avec seulement 21 sociétés ayant fait leurs premiers pas à la Bourse de Paris contre 19 retraits¹⁶. Elles n'auront levé qu'approximativement 500 millions d'euros¹⁷, près de six fois moins qu'en 2019. *Le Figaro* ajoutant que la cote parisienne « *tend à se réduire comme peau de chagrin. Environ 830 entreprises sont actuellement listées à la Bourse de Paris. Il y a une dizaine d'années, elles étaient plus d'un millier* »¹⁸. Pour Allegra Finance, le nombre important de transferts du marché réglementé vers Euronext Growth traduit le succès de ce compartiment auprès des PME-ETI, qui ont levé 85 millions d'euros en 2020, soit dans la moyenne des années précédentes¹⁹.

Le dynamisme du marché américain en 2020 a été particulièrement porté par l'apparition de grands gagnants de la crise de la pandémie de la COVID-19, les secteurs de la technologie et du numérique, acteurs de cette digitalisation à marche forcée de l'économie : « *Snowflake (société d'infrastructure dans le cloud), DoorDash (livraison de repas à domicile) et même Airbnb (pourtant dépendant de la liberté de déplacement) ont levé chacun entre 3,3 et 4 milliards de dollars, à des niveaux de valorisation importants : DoorDash valait ainsi 50 milliards de dollars en Bourse une semaine après sa cotation début décembre, Snowflake 33 milliards, tandis que l'action Palantir (analyse de données et logiciels d'espionnage), qui s'est cotée sans lever de capitaux, s'est adjugé 145 % depuis son IPO en septembre.* »²⁰

Les SPACs - « *Special-Purpose Acquisition Companies* », qui feront l'objet de développements au fil du texte - auront représenté l'autre phénomène de 2020 avec « *près de 240 de ces sociétés d'acquisition à vocation spécifique - autrement*

14. « IPO : l'Europe pourrait connaître un redressement en 2021 », Antoine Landrot, *WanSquare*, 4 janvier 2021.

15. « 2020 une année noire pour les introductions en Bourse en France », Laurence Boisseau, *Les Échos*, 29 décembre 2020.

16. *Op. cit.*

17. *Op. cit.*

18. « Retour en fanfare des introductions à Wall Street », Hervé Rousseau, *Le Figaro*, 31 décembre 2020.

19. Observatoire des introductions en Bourse sur Euronext Paris - Année 2020 », *Allegra Finance*, 5 janvier 2021.

20. « IPO : l'Europe pourrait connaître un redressement en 2021 », Antoine Landrot, *WanSquare*, 4 janvier 2021.

dit des coquilles vides – entrées en Bourse » aux États-Unis²¹. Ils ont ainsi représenté au total plus d'un tiers des introductions en Bourse sur le Nasdaq et le New York Stock Exchange (NYSE) en 2020. En 2020, ils ont « *levé plus de fonds en dix mois (72 milliards de dollars) qu'au cours des dix dernières années* »²² ; les 59 SPACs de 2019 n'avaient en effet levé que 13 milliards de dollars²³.

Ces véhicules sont encore rares en Europe avec seulement six SPACs cotés en Europe en 2020, pour un total de 449 millions d'euros²⁴. Les SPACs auront cependant marqué la fin d'année en France avec la plus grosse introduction en Bourse de l'année sur Euronext Paris, le SPAC 2MX Organic avec 300 millions d'euros levés par les hommes d'affaires Xavier Niel, Matthieu Pigasse et Moez-Alexandre Zouari²⁵.

Dans les pays occidentaux, une analyse de plus long terme confirme à la fois une vraie baisse tendancielle – de plus de moitié – des fonds levés sur les marchés actions au cours des dernières décennies et celle des introductions en Bourse de nouvelles entreprises. La vérité est que, malgré une reprise des opérations au second semestre 2020 après le pic du printemps de la pandémie de la COVID-19 qui les avait gelées, les Bourses ne financent plus, en flux nets (c'est-à-dire introductions et augmentations de capital moins rachats d'actions), les économies américaine et européenne depuis déjà une vingtaine d'années. Certes, d'un point de vue économique, la faiblesse de la demande finale depuis la crise financière de 2007-2008 et un contexte général marqué par l'incertitude contribuent probablement à un moindre investissement, et donc un moindre besoin de financement. Pour autant, le financement obligataire et le financement par capital investissement ne cessent, eux, de croître. C'est donc bien la Bourse qui n'a plus la cote, en particulier en France et en Europe.

Pourquoi cette désaffection ? Le phénomène est-il structurel, donc durable ? Et quelles en sont les conséquences pour l'économie et pour les entreprises ? Voilà quelques-unes des questions auxquelles la présente *Note* s'efforce d'apporter des réponses. Il ne s'agit ici d'épiloguer sur le mode optimal de financement des économies (bancaire ou désintermédié, par endettement ou sur fonds propres), question abondamment traitée par la littérature économique. Mais, partant de l'idée que les fonds propres sont indispensables à toutes les entreprises, la perte de vitesse

21. « 2021, une année prometteuse pour les introductions en Bourse », Laurence Boisseau, *Les Échos*, 6 janvier 2021.

22. *Op. cit.*

23. « Les SPAC, le tube de 2020 sur les marchés », Olivier Pinaud, *L'AGEFI Quotidien*, 24 décembre 2020.

24. « IPO : l'Europe pourrait connaître un redressement en 2021 », Antoine Landrot, *WanSquare*, 4 janvier 2021.

25. *Op. cit.*

des marchés boursiers – dont la raison d'être est précisément de permettre aux entreprises de s'en procurer aisément en offrant aux investisseurs une liquidité qu'ils ne peuvent pas trouver ailleurs – pose une question nouvelle : « la proposition de valeur » des marchés financiers est-elle encore en adéquation avec les réels besoins de l'économie ? Professeur de finances à HEC Paris, Pascal Quiry²⁶ suggère qu'elle n'est tout simplement « *plus le seul moyen d'allouer efficacement du capital* », en tout cas plus le meilleur...

Hypothèse troublante tant il est vrai que jamais les Bourses – qui d'ailleurs presque partout se sont démutualisées et sont devenues des entreprises privées « high tech » elles-mêmes dûment cotées... – n'ont, justement, été aussi « efficaces » techniquement (baisse de coûts de transaction, hausse spectaculaire de la rapidité d'exécution des ordres,...), ni n'ont enregistré de tels volumes de transactions. C'est fondamentalement ce paradoxe²⁷ d'un outil plus moderne que jamais mais semblant à certains égards sur le point de tomber en désuétude que nous nous proposons d'explorer.

26. Pascal Quiry (HEC) : « La cotation n'est plus une consécration pour les entreprises », *Les Échos*, 2 avril 2019, propos recueillis par Sophie Rolland.

27. "What are stock exchanges for and why should we care?", *New Financial*, Pension Insurance Corporation, William Wright, juin 2019.

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

« *L'exode s'accélère à la Bourse de Paris* ». Tel était, en septembre 2020, le titre alarmiste d'une page entière consacrée par le journal financier français *L'Agefi* à l'« *attrition de la Bourse de Paris* »²⁸. Robert Ophèle, le président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), s'en émouvait lui-même quelques mois plus tôt : « *Il n'y a plus d'IPO en France depuis la crise, et de façon anecdotique en Europe* », déploierait-il début mai 2020 (à la fin du premier confinement) lors d'une audition à l'Assemblée nationale. « *Sauf improbable sursaut des IPO d'ici à la fin de l'année, au rythme de cet été, 2020 s'annonce particulièrement noire pour la cote* », concluait *L'Agefi* en septembre 2020. Dans un pays reconfiné en novembre 2020 et économiquement ralenti, le sursaut n'a pas eu lieu.

Mais ce n'est pas la pandémie de la COVID-19 qui est la cause de cet « exode » : le baromètre annuel d'EY montre que, en 2019, donc avant la crise sanitaire, la Bourse de Paris n'avait enregistré que huit introductions en Bourse, un nombre en diminution par rapport aux 17 de 2018²⁹. EY notait par ailleurs « *une détérioration du flux net entre les entrées et les sorties de cote, à - 12 avec 20 sociétés françaises retirées de la cote d'Euronext Paris en 2019 (13 faisant suite à une offre publique et sept faisant suite à des faillites)* »³⁰.

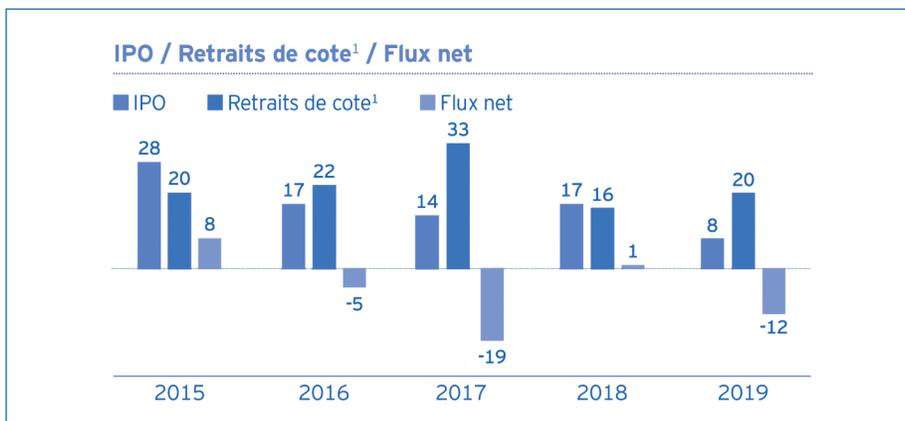
2020 ne fait que confirmer une tendance qui préexistait, à Paris et, plus généralement en Europe. Mais pas seulement : à moyen terme, le phénomène est général en Occident, et assez spectaculaire.

28. « *L'exode s'accélère à la Bourse de Paris* », propos recueillis par Olivier Pinaud, *L'Agefi Quotidien*, 8 septembre 2020.

29. 11^e édition de l'Observatoire des offres publiques, EY, janvier 2020.

30. *Op. cit.*

IPO, retraits de cote et flux net pour la Bourse de Paris entre 2015 et 2019 :



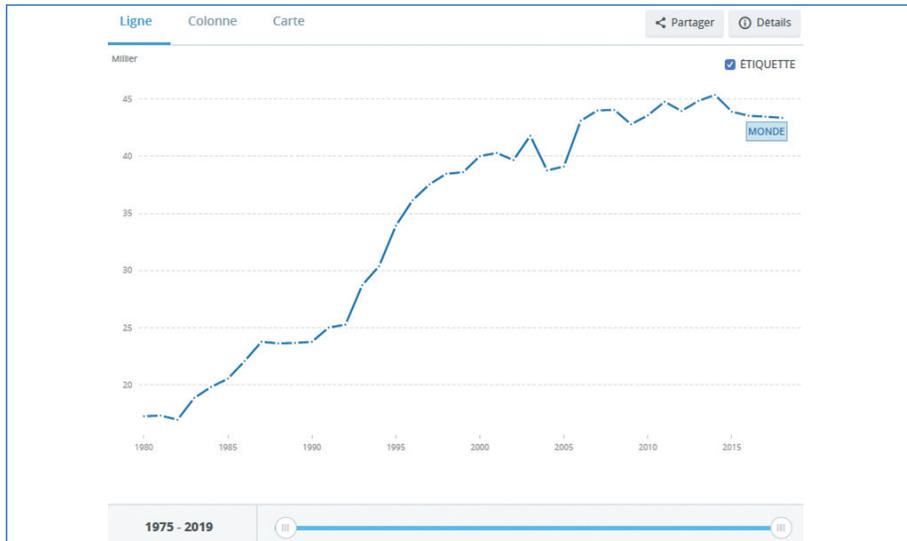
Source : 11^e édition de l'Observatoire des offres publiques, EY, janvier 2020.

A – Les marchés actions dans le monde : ce que disent les chiffres sur le long terme

En termes de nombres d'entreprises cotées, les années 1980 et 1990 ont été partout en Occident une période bénie. C'est alors le temps de la libéralisation financière et du développement rapide des marchés (tant celui des actions que celui des titres de dette), le temps des OPA spectaculaires de T-Boone Pickens et Jimmy Goldsmith mais aussi celui des introductions en Bourse quasi-quotidiennes sur toutes les grandes places.

Fût-ce à un moindre rythme, les deux décennies qui suivent peuvent sembler comparables si l'on s'en tient aux chiffres agrégés au niveau mondial (voir graphique page suivante). Mais cette courbe ascendante qui s'aplatit progressivement est trompeuse : l'arbre asiatique cache la forêt.

Entreprises intérieures cotées en Bourse, total entre 1975 et 2019, en milliers :



Source : Banque Mondiale³¹.

En fait, depuis le début du siècle, **l'émergence économique et la financiarisation de la Chine et de plusieurs de ses voisins traduisent, en termes d'entreprises cotées, par un bouillonnement boursier qui contrebalance** ce qu'il faut bien appeler un **déclin des Bourses occidentales**. La décomposition régionale est, à cet égard, instructive et montre l'ampleur de ce « croisement » : alors que le nombre de sociétés cotées s'élève, fin juin 2020, à 10 777 dans la zone Amériques et à 13 946 dans la zone EMEA, celui de la zone Asie-Pacifique atteint 28 443, soit plus que les deux précédentes réunies. Tout un symbole : à elles seules, Hong-Kong, Shanghai et Shenzhen combinées comptaient, en décembre 2019, 6 049 sociétés cotées, contre 4 563 seulement pour le NYSE et le Nasdaq pris ensemble. Il est à cet égard révélateur que l'introduction du géant chinois de paiement en ligne Ant, qui devait avoir lieu en novembre 2020 (avant d'être annulée à la dernière minute) et permettre la levée du montant record de 35 milliards de dollars, ait été programmée à Hong-Kong et sur le STAR (Shanghai). Il y a seulement cinq ou dix ans, une telle opération se serait évidemment faite sur le NYSE ou le Nasdaq.

31. <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.LDOM.NO>

Le recul du nombre de sociétés cotées aux États-Unis a, techniquement, une double origine³². L'évolution du nombre d'entreprises cotées est en effet **la résultante de celles des introductions en Bourse** d'une part, **et des retraits de la cote**, d'autre part.

Les retraits peuvent avoir de multiples justifications : faillite (comme Lehman Brothers retiré du NYSE en 2008), fusion ou acquisition (par exemple le retrait de LinkedIn du NYSE à la suite de son rachat par Microsoft en 2016), valorisation et/ou liquidité insuffisante (Fannie Mae et Freddie Mac ont été retirées du NYSE en 2016), ou encore renonciation par l'entreprise elle-même (en particulier pour les cotations multiples, très à la mode à la fin du siècle dernier mais auxquelles même les très grandes entreprises voient aujourd'hui moins d'intérêt : Nokia a par exemple renoncé à être coté sur Euronext-Paris³³ et Vivendi a quitté le NYSE³⁴).

Dans tous les cas, ils pèsent négativement sur le nombre d'entreprises cotées. Or, depuis le début du siècle, comme le montre le graphique ci-dessous qui illustre le phénomène pour les États-Unis, **les retraits ont eu tendance à augmenter en nombre et, surtout à se stabiliser ensuite à un niveau supérieur aux introductions de nouvelles sociétés** (lesquelles ont, de leur côté, fortement diminué).

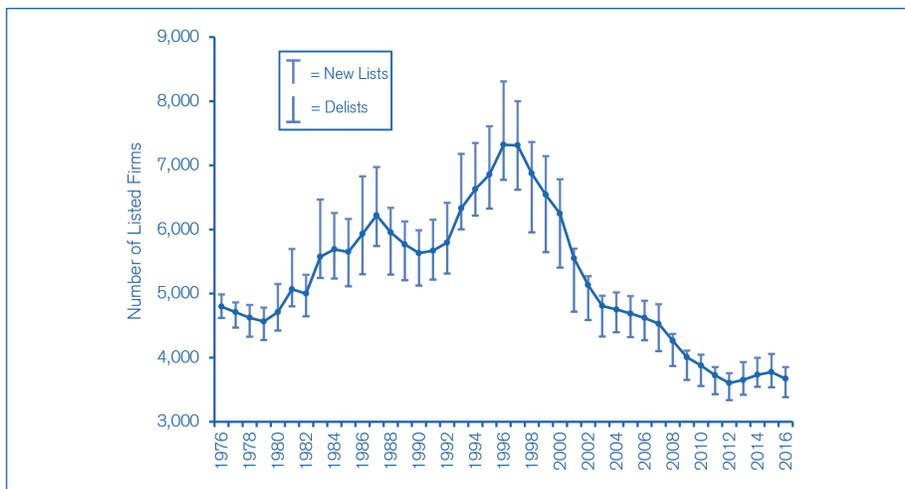
C'est ainsi que le solde net se retrouve nettement négatif : **après avoir grimpé d'un tiers au cours des deux décennies précédentes, le nombre d'entreprises cotées sur le Nasdaq ou sur le NYSE a reculé de 45 % entre 1996 et 2016**³⁵. (Comme on le verra plus bas, le mouvement, quoique de moindre ampleur, est comparable en Europe et s'explique à peu près de la même manière.)

32. Le même raisonnement peut à peu près être tenu à propos des places européennes.

33. C'est aussi le cas de Philip Morris, Ford, Procter&Gamble ou encore Santander.

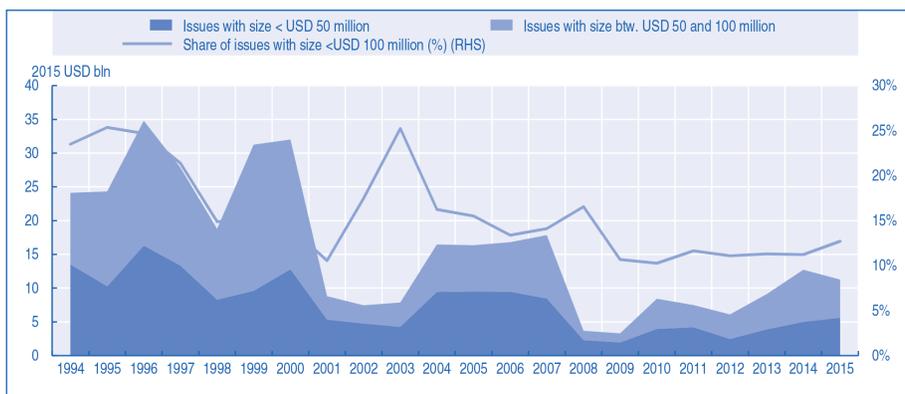
34. Comme Danone, Scor ou Sodexo.

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



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

Cette baisse tendancielle est particulièrement accusée, dans les pays avancés, s'agissant des entreprises petites et moyennes. Comme le montre le graphique ci-dessous, et malgré les efforts des entreprises de marché qui ont pour la plupart créé des segments spécifiques pour les attirer, **les ETI et PME au sein de l'OCDE ont été moins nombreuses à s'introduire en Bourse depuis le début du siècle.** Corrélativement, le nombre de celles qui sont cotées s'est réduit. Aux États-Unis et dans l'Union européenne, les introductions en Bourse d'un montant inférieur à 50 millions de dollars avaient même, à la mi-2019, quasiment disparu depuis 2008.



Source : The decline in small company IPOs in advanced economies,
Thomson Reuters, OECD calculations.

Symétriquement, **les introductions en Bourse** qui ont lieu **portent sur des montants de plus en plus élevés**. Certaines opérations dépassent désormais la vingtaine de milliards de dollars US (voir tableau ci-dessous) et leur contribution aux capitalisations boursières cumulées des grandes places est désormais majeure, là où de nombreuses introductions petites et moyennes représentaient, il y a seulement vingt ans, une partie substantielle de la « croissance » des grands marchés.

Rank	Priced Year	Issuer	Value\$	Exchange	Privatisation
1	2019	Saudi Aramco	25.6bn	Tadawul	Y
2	2014	Alibaba	25.0bn	NYSE	N
3	2010	Agricultural Bank of China	22.1bn	HK/Shanghai	Y
4	2006	Industrial & Commercial Bank of China	21.9bn	HK/Shanghai	Y
5	2018	SoftBank	21.3bn	Tokyo	N

**IPO refers to primary listings only*

Source : Top 5 global IPO on records, Dealogic, 02/01/2020³⁶.

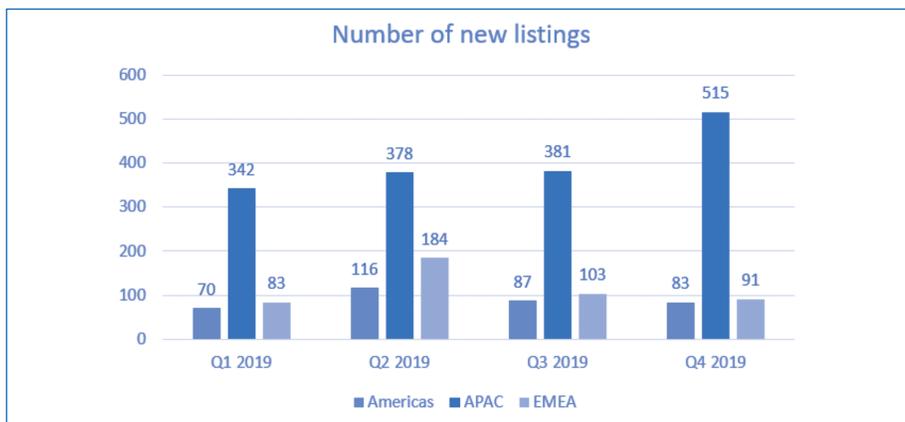
Le facteur taille de l'entreprise semble donc aujourd'hui constituer un élément important dans l'attractivité des Bourses, ce qui pourrait laisser à penser que, désormais, soit les très grandes entreprises ont plus d'intérêt à se faire coter, soit elles gèrent mieux les contraintes de la cotation que les petites.

B – L'Asie et le reste du monde : vingt ans d'évolutions divergentes

On l'a vu, c'est fondamentalement le dynamisme des Bourses asiatiques (Chine et Singapour en tête) qui permet au nombre de sociétés cotées dans le monde ainsi qu'au nombre d'introductions en Bourse de se maintenir à un niveau qui paraît presque stable au cours des dix dernières années. Il en va de même s'agissant des capitaux levés. Ainsi, **en 2017**, selon le document *Equity Market Review of Asia* publié par l'OCDE, **les entreprises asiatiques ont représenté 43 % des fonds levés en actions dans le monde** (contre 21 % en 2000). La même année, plus de mille sociétés se sont introduites sur les Bourses asiatiques (soit deux fois plus que la moyenne annuelle entre 2000 et 2016). L'Europe, elle, n'a représenté que 21 % des fonds levés (contre 39 % en 2000) et les États-Unis 21 % (contre 31 % en 2000).

36. <https://dealogic.com/insight/ecm-highlights-full-year-2019/>

Ce dynamisme se prolonge et s'accroît année après année, voire trimestre après trimestre, ainsi que l'atteste un comparatif du nombre d'introductions en Bourse par zone géographique pour l'année 2019 (voir graphique ci-dessous). Le marché américain, jadis ultradominant, est lui en rétractation régulière en termes de poids relatif (comme d'ailleurs les marchés européens).



Source : Q4 2019 Market Update, World Federation of Exchanges, janvier 2019³⁷.

L'interprétation de ce phénomène doit cependant être nuancée compte tenu du phénomène de **concentration à l'œuvre aux États-Unis depuis quelques années** : les secteurs du transport et logistique, du commerce de détail et du secteur finance et assurance ont vu la part de chiffre d'affaires des cinquante plus grosses sociétés augmenter d'environ dix points entre 1997 et 2012³⁸. De plus, les fusions et acquisitions participent à hauteur de 50 à 70 % aux retraits annuels de la cote depuis le milieu des années 1990. Force est cependant de constater **que le nombre d'introductions en Bourse n'a cessé de baisser aux États-Unis** (baisse plus prononcée encore pour les PME et ETI : près de 50 %³⁹), seule la hausse de la taille moyenne des entreprises permettant au volume des émissions de s'y maintenir. La crise financière post-Lehman semble avoir cristallisé ce phénomène.

Au total, **la Chine et les autres pays d'Asie**, ceux dits « émergents » mais pas seulement puisque le Japon et la Corée sont également très dynamiques, **repré-**

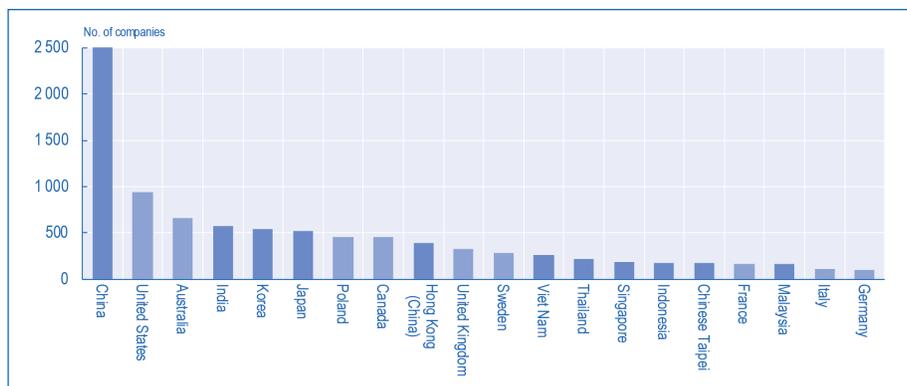
37. <https://focus.world-exchanges.org/articles/market-update#:~:text=The%20value%20of%20trades%20in,USD25%20trillion%20a%20year%20earlier.&text=%20trillion%20in%20Q4%202019,2%20trillion%20to%20USD2>

38. US Census Bureau.

39. Il semble qu'elles recourent de plus en plus au financement en *private equity* - on y reviendra plus bas.

sentent une grande majorité des introductions en Bourse opérées dans le monde entre 2008 et 2017 (voir graphique ci-dessous). Cette décennie en a ainsi vu advenir près de trois fois plus en Chine qu'aux États-Unis. Et six pays de la zone Asie-Pacifique (Chine, Australie, Inde, Corée, Japon et Hong-Kong) se classent, sur ce critère, nettement (et parfois très nettement) devant le Royaume-Uni, si longtemps la place boursière de référence...

Nombre d'IPO (non financières) des 20 principaux pays pour la période 2008-2017 :

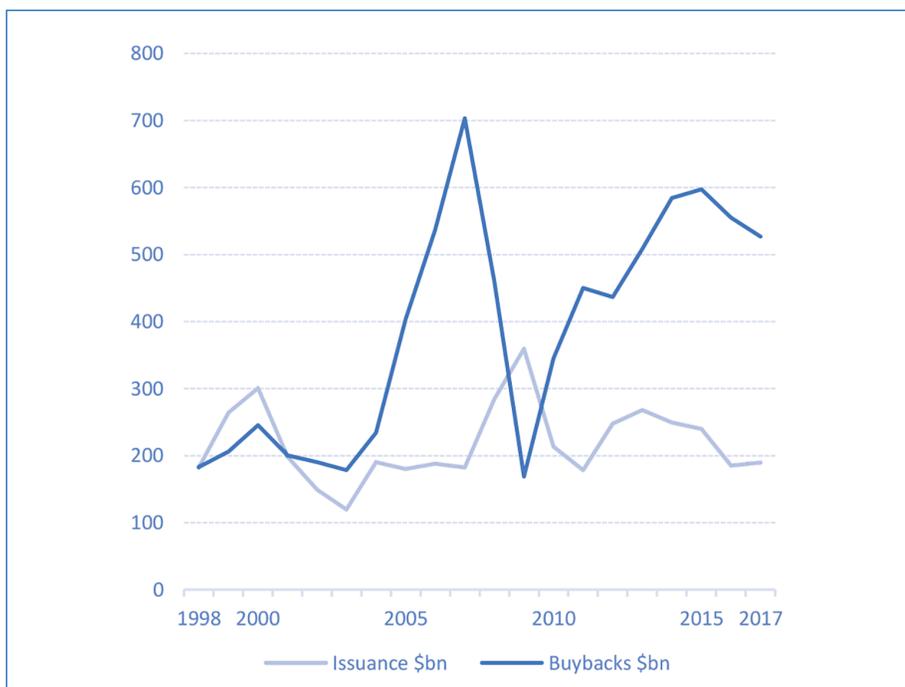


Source : Nombre d'IPO (non financières) des 20 principaux pays pour la période 2008-2017, OECD Capital Market Data.

Ce « basculement » d'une géographie à l'autre en termes de poids relatif n'est en fait que le **pendant d'une évolution bien plus générale qui est celle du décollage économique spectaculaire de l'Asie**. Qu'elle se traduise par un dynamisme spécifique des places boursières de la zone est d'autant moins étonnant que ce boom économique est très fortement imputable au développement rapide de firmes chinoises et, plus largement, asiatiques, s'opérant dans le cadre d'une effervescence entrepreneuriale remarquable. **C'est donc très normalement que les marchés occidentaux traditionnels pèsent moins lourd que par le passé en proportion de l'ensemble.**

Mais, au-delà de cette érosion relative, c'est plus **l'attrition « intrinsèque » des Bourses occidentales, et en particulier européennes, qui peut préoccuper**. Non d'un point de vue strictement financier mais d'un point de vue économique dès lors que l'on veut bien considérer que **la vocation des marchés est, fondamentalement, le financement de l'économie réelle**. L'évolution de la contribution nette des marchés au financement de l'économie peut être décrite comme suit : introductions en Bourse et augmentations de capital moins retraits de la cote moins rachats d'actions. Or, non seulement, comme on l'a vu, les retraits ont augmenté et

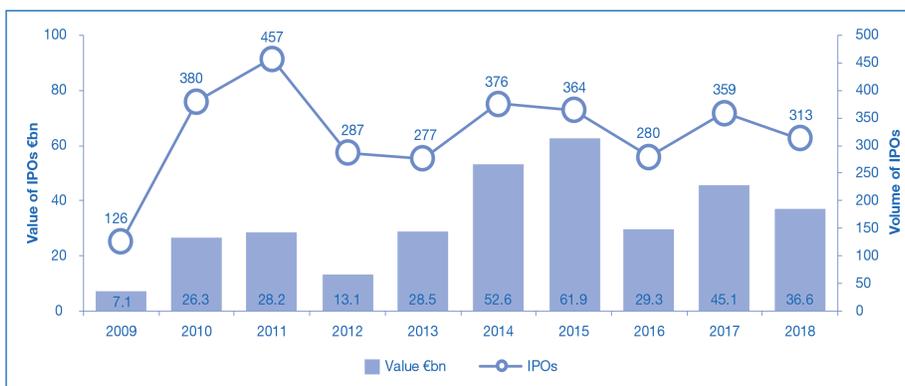
les introductions se sont raréfiées mais, du surplus, aux États-Unis, les rachats d'actions ont explosé. Si bien que, au total, et malgré le rebond de la fin 2020, **le financement net de l'économie américaine par les marchés a été négatif au cours des vingt dernières années** (voir graphique ci-dessous). Sur cette période, le volume des rachats d'actions dépasse largement le volume des émissions, augmentations de capital incluses. Plus précisément, les émissions nettes d'actions cotées aux États-Unis représentent environ - 2 % du PIB en moyenne depuis le début des années 2000, traduisant une augmentation de la part des entreprises non-cotées au sein de l'économie.



Source : "Rethinking Capital Markets", New Financial, juillet 2019.

En Europe continentale, la situation est différente, mais pas moins préoccupante du point de vue du financement des entreprises en fonds propres. À l'inverse des pays anglo-saxons, le financement de l'économie s'y opère à 70-75 % par l'intermédiation bancaire : les marchés financiers, en particulier actions, ont toujours eu un moindre rôle en Europe en termes d'apports de capitaux aux entreprises et les banques, un plus grand rôle. Après la crise bancaire et financière, les régulateurs et superviseurs ont cherché à rééquilibrer les modes de financement des entreprises et à renforcer le rôle des marchés.

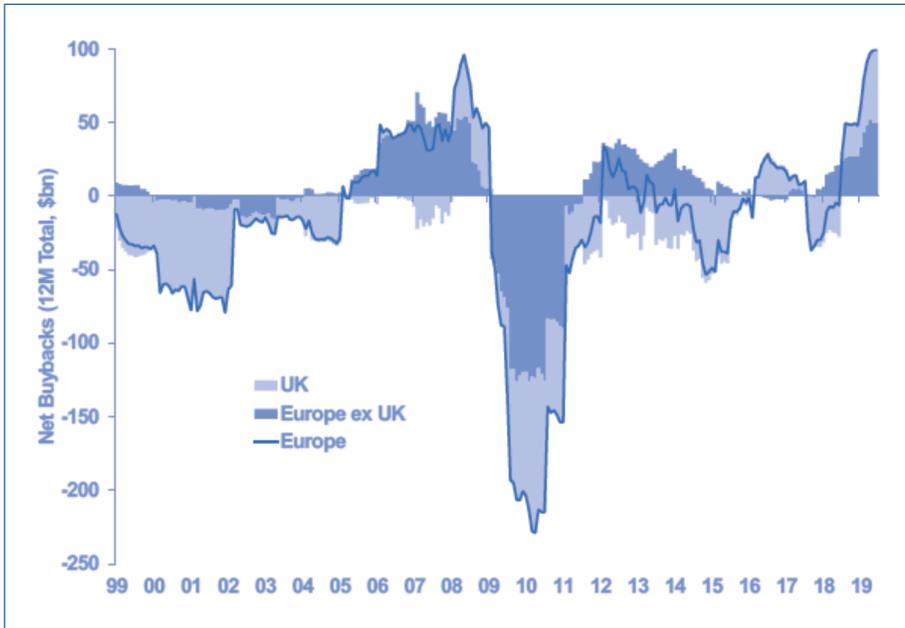
Certes, dans un contexte de taux d'intérêt faibles, voire négatifs, et de douloureuse recapitalisation des banques, **la dette de marché des grandes entreprises non-financières des principaux pays a progressé** depuis 2008. **Mais le rôle des marchés actions, lui, ne s'est pas accru en Europe – voire a poursuivi son déclin relatif** : le nombre et le volume des émissions sont relativement faibles. Pour l'année 2019, avant donc la crise sanitaire de la pandémie de COVID-19, les introductions en Bourse n'ont représenté que 22 milliards d'euros, soit une baisse de près de 40 % en valeur et de 46 % en nombre par rapport à 2018 (malgré la bonne performance des indices boursiers). Le Royaume-Uni à lui seul a contribué à ce volume à hauteur de 30 % des montants collectés (6,7 milliards d'euros avec 27 IPO), ce qui en dit long sur la faiblesse à venir des chiffres de l'Union européenne post-Brexit.



Source : "PwC IPO Watch Europe 2018", PwC, 10 décembre 2018.

Plus inattendu tant il est vrai que cette pratique a la réputation d'être typique des États-Unis, les rachats d'actions ont également prospéré en Europe (150 milliards d'euros en 2018). Combinés aux effets de fusions-acquisitions aboutissant à des retraits de cote, ils ont engendré une **contribution nette négative des marchés actions au financement des économies**, cela malgré les augmentations de capital.

Rachats nets d'actions dans l'Union européenne :



Source : Morgan Stanley Research, repris par Reuters, 2 août 2019.

Ainsi, au total, depuis le début des années 2000, les émissions nettes d'actions ont représenté globalement moins de 0,2 % du PIB **de la zone euro, dont on peut donc dire que les marchés actions ne financent quasiment plus son économie.**

On l'a vu, **le phénomène n'épargne pas la France** où le nombre des sociétés cotées décroît malgré les mesures mises en œuvre par l'Autorité des marchés financiers en 2015 pour faciliter les projets d'introduction en Bourse. Sur l'ensemble des marchés réunis sous la bannière d'Euronext, les retraits de la cote l'ont pour la première fois emporté en nombre, en 2019, sur les nouvelles introductions, y compris en incluant le compartiment « Euronext Growth ».

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nombre d'introductions en Bourse (Euronext et Euronext Growth)										
27	27	53	40	37	34	31	35	40	17	7
Nombre de retraits de la cote										
				16	16	13	15	20	10	13

2 100 entreprises étaient cotées sur Euronext en 2000 contre moins de 1 450 aujourd'hui – soit un tiers de moins⁴⁰.

Si l'on tient au seul marché parisien, la décroissance est très nette depuis dix ans puisque, selon le *Rapport annuel 2018* de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, **le nombre de sociétés cotées à Paris a diminué de plus de 10 % sur neuf ans** (voir graphique ci-dessous) tandis que le montant des capitaux levés annuellement à partir des rares introductions en Bourse demeurait, sur les trois dernières années, entre 1 et 3 milliards d'euros.

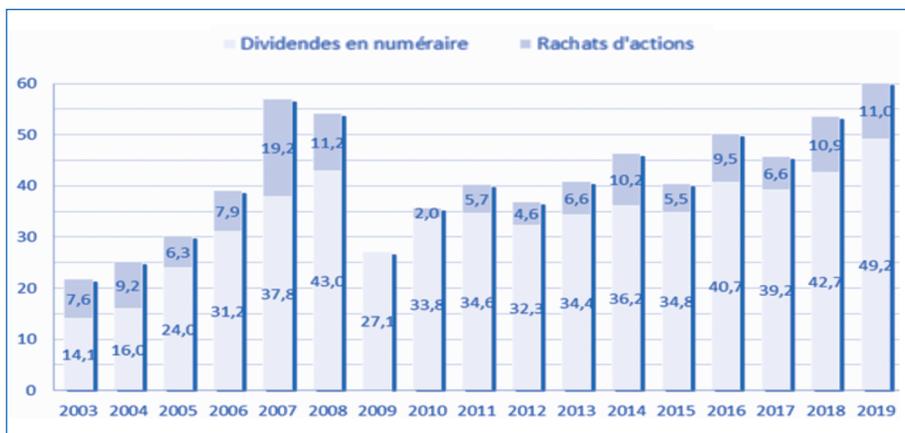
Nombre de sociétés cotées en France :



Source : Rapport annuel 2018 de l'Observatoire du Financement des entreprises par le Marché, décembre 2019.

Symétriquement, comme aux États-Unis (et, dans une moindre mesure, dans le reste de l'Union européenne), **les rachats d'actions ont beaucoup augmenté à Paris**. Après avoir connu une nette accalmie au lendemain de la crise financière de 2008, ils ont de nouveau crû régulièrement ensuite. Le total de ces rachats et des versements de dividendes a ainsi atteint un niveau historique en 2019 à 60,2 milliards d'euros (voir graphique page suivante).

40. Source : Euronext. On notera que l'effondrement est moindre qu'aux États-Unis.



Source : Lettre Vernimmen n° 175, P. Quiry & Y. Le Fur, janvier 2020.

Ce n'est ici pas le lieu de faire le procès en général de ces rachats d'actions, qui peuvent avoir leur logique financière dans certaines circonstances. On peut cependant constater, d'une part, qu'ils contribuent évidemment à réduire encore le rôle des marchés actions dans le financement de l'économie et, d'autre part, **s'interroger sur leur bien-fondé, voire leur rationalité sur le long terme, dans chaque occurrence**. Ainsi peut-on s'étonner que Total ait versé en 2019, 8,6 milliards d'euros à ses actionnaires sous forme de dividendes mais aussi de rachats d'actions (soit 6,9 % de sa capitalisation boursière) à l'heure où la transition énergétique, que le Groupe a mise à son programme avec une certaine ostentation, semblerait justifier des investissements très importants.

Il est cependant clair que **l'explication majeure de l'érosion du financement de l'économie par la Bourse est, si l'on prend du recul, à rechercher ailleurs. Et en particulier du côté de la concurrence que lui fait le capital investissement**, dont l'expansion a été spectaculaire depuis deux décennies.

C – Deux décennies d'essor du capital-investissement

Le capital investissement (ou « Private Equity »), activité consistant à gérer pendant quelques années des participations dans des sociétés non-cotées avant de les céder, a fait preuve durant ce début de siècle d'un dynamisme très remarquable illustré à la fois par le poids qu'ont pris ses actifs totaux sous gestion, et par le flux des capitaux levés annuellement. Ce boom n'aurait pas été possible si les investisseurs institutionnels n'avaient opté, depuis la fin des années quatre-vingt-dix, pour

une stratégie de diversification de portefeuille plus ouverte, offrant une place croissante au non-coté.

Celui-ci a longtemps souffert de son illiquidité, qui tranche particulièrement avec l'investissement en Bourse : alors que l'on peut facilement et à tout moment vendre ses titres d'une société cotée en Bourse, on ne peut pas alléger sa position quand on est investi dans du non-coté. Un fonds de *Private Equity* lève des capitaux pour plusieurs années, typiquement cinq (mais parfois dix, voire vingt ans), durant lesquelles l'investisseur est « collé » : il ne peut pas reprendre sa mise – certains dispositifs offrent des « fenêtres de liquidité » mais ce n'est pas le cas le plus fréquent et l'usage de ces fenêtres est souvent pénalisé financièrement. La société de gestion, elle, achète, avec les capitaux qui lui sont apportés par des investisseurs, des entreprises (généralement non cotées) qu'elle redresse et/ou fait croître avant de les revendre. Dans l'intervalle, elle les aura aidées à optimiser leurs financements mais aussi à développer leur réseau, à s'internationaliser ou encore à faire de la croissance externe. À l'issue de la période convenue au départ, elle restitue aux investisseurs les capitaux qui lui ont été apportés grossis des dividendes et, surtout, des plus-values réalisées.

Cette illiquidité est dirimante pour de nombreux investisseurs (par exemple les OPC ou équivalents) qui, statutairement ou commercialement, doivent pouvoir alléger leur position quotidiennement. Mais, pour certains autres, par exemple les fonds de pension, dont les échéances de remboursement sont très lointaines (puisqu'ils gèrent les retraites à venir de leurs cotisants actifs), elle n'est pas foncièrement problématique⁴¹. Elle est, au surplus, compensée par des rendements présentés comme très supérieurs à ceux que procure la Bourse : l'industrie du *Private Equity* avance couramment des rendements nets supérieurs à 10 % par an en moyenne⁴² sur les quinze dernières années, soit presque le double de ce que rapporte l'investissement en Bourse. Cette « surrémunération » de l'investisseur peut être interprétée comme une « prime d'illiquidité » très substantielle et dont, à l'évidence, il aurait tort de se priver s'il n'a pas besoin de liquidité.

C'est sur la base de ce raisonnement que s'est développé un marché du non-coté aujourd'hui devenu énorme : dans le monde, **le nombre de fonds de *Private Equity* a été multiplié par deux et demi sur les quinze dernières années tandis que les montants levés annuellement l'étaient par 4,8** (voir tableaux page suivante). Rarement une industrie aura connu plus rapide expansion.

41. C'est également le cas des grosses fortunes privées qui peuvent investir à long terme une partie de leurs actifs.

42. Certains experts contestent aujourd'hui cette performance, la question sera évoquée plus bas.

2019	1602	642.7
2018	1936	646.3
2017	2513	647.1
2016	2459	548.3
2015	2182	441.6
2014	1632	426.8
2013	1331	338.1
2012	1178	247.1
2011	1181	242.9
2010	985	179.6
2009	807	212.5
2008	1100	410.2
2007	1083	412.7
2006	964	353.0
2005	811	244.7
2004	650	133.8

Source : Nombre de fonds de *Private Equity* et montants levés annuellement
(en milliards de dollars), Preqin data.

<https://pro.preqin.com/analysis/privateCapitalBreakDown/percentage>

Au total, les actifs sous gestion en *Private Equity* au niveau mondial **totalisent fin 2020 presque 4 500 milliards de dollars**, (contre un peu plus de 500 il y a vingt ans), c'est-à-dire l'équivalent de la capitalisation boursière du Nasdaq.

DATE ↕	PRIVATE EQUITY ↕
Sep-19	4276.4
Dec-18	3653.0
Dec-17	3134.8
Dec-16	2570.7
Dec-15	2381.4
Dec-14	2239.1
Dec-13	2187.2
Dec-12	1957.9
Dec-11	1802.7
Dec-10	1712.3
Dec-09	1578.7
Dec-07	1470.7
Dec-08	1423.8
Dec-06	1155.1
Dec-05	879.6
Dec-04	706.3
Dec-03	656.3
Dec-02	592.5
Dec-01	589.1
Dec-00	576.2

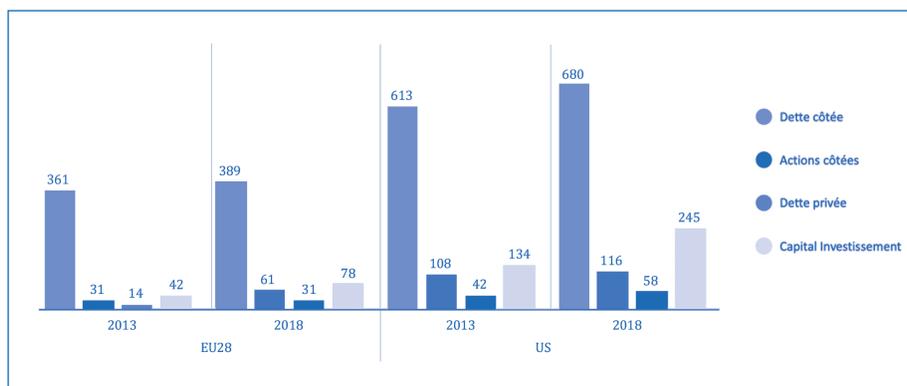
Source : Preqin data.

Aux États-Unis, fin 2018, environ 8 000 entreprises faisaient appel au *Private Equity* (soit quatre fois plus qu'en 2000). C'était à peu près le même nombre dans l'Union européenne. L'augmentation des fonds levés entre 2013 et 2018 (+ 85 %

dans l'Union européenne, et + 83 % aux États-Unis) manifeste bien le dynamisme du secteur, qui s'est confirmé en 2019 et 2020.

Sur les dix dernières années, la moitié de ces capitaux ont été apportés à des entreprises qui ouvraient leur capital pour la première fois. Ces montants sont **sans commune mesure avec le nombre d'introductions en Bourse sur Euronext, ni avec les fonds qui ont été levés à l'occasion de ces opérations.**

Au niveau mondial, comme le montre le graphique ci-dessous, où l'on voit réparti par catégories le volume de titres émis par les entreprises non financières, **le Private Equity joue un rôle nettement croissant dans les financements accordés à l'économie**, en particulier par comparaison aux émissions sur les marchés action. Cela est d'ailleurs encore plus vrai en Europe plus qu'aux États-Unis.

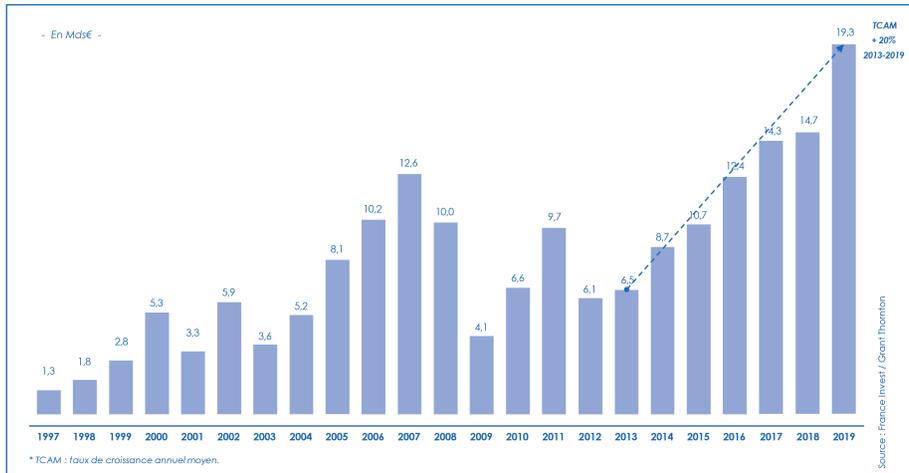


Source : Dealogic, Preqin, US FED, ECB, BoE and other European central banks, AFME CMU Key performance indicators, octobre 2019.

Il n'est donc **pas contestable que le Private Equity fait concurrence à la Bourse**. Pour autant, opposer l'un et l'autre sans autre forme de procès ne serait pas conforme à la réalité. **Les univers du coté et du non-coté ne sont en effet pas hermétiques l'un à l'autre.**

D'abord, **un certain nombre de sociétés de capital investissement sont elles-mêmes cotées**. C'est le cas des célèbres Blackstone, Apollo, Carlyle et KKR aux États-Unis. C'est aussi le cas, en France, de sociétés qui investissent principalement leurs propres capitaux, comme Eurazeo ou encore Wendel. Cela a pour conséquence, d'une part, que leur prospérité contribue à la taille des grandes Bourses mondiales et, d'autre part, que l'accès (fût-il indirect) du grand public au *Private Equity* est paradoxalement facilité par la Bourse.

La France ne fait pas exception, comme le montre l'évolution des montants investis (inférieurs de seulement quelque 20 % aux capitaux levés période après période) ci-dessous.



Source : *Activité des acteurs français du capital-investissement, Montants investis, France Invest-Grant Thornton, 17 juin 2020.*

Ensuite et surtout, il est important de souligner **la contribution du capital investissement aux introductions en Bourse**. Certes, quand un fonds veut « sortir » d'une participation, il le fait aujourd'hui le plus fréquemment en passant le relais à un autre fonds. Dans d'autres cas, il vend sa participation à une entreprise du même secteur que l'entreprise cédée qui souhaite procéder à de la croissance externe. Mais la sortie en Bourse reste une des options⁴³. Et une proportion importante des entreprises qui sollicitent leur cotation sont aujourd'hui contrôlées, au moment de leur introduction en Bourse, par un fonds ou une société de *Private Equity* : ce fut en 2019, au niveau européen, le cas de **42 % des IPO** – pourcentage bénéficiant certes de l'effet combiné de la hausse de l'activité du *Private Equity* et... de la baisse du nombre des introductions – **pour un total représentant 58 % des capitaux levés sous la forme IPO sur les marchés action**⁴⁴.

Marchés boursiers et *Private Equity* sont donc à la fois **concurrents et complémentaires**, chacun ayant, comme on va le voir, ses avantages et ses inconvénients⁴⁵.

43. Le fonds de *Private Equity* cédant peut aussi envisager durablement la cession à un autre fonds et l'introduction et se préparer aux deux options de trancher pour l'une ou pour l'autre (c'est le *dual track*, dont il sera question plus loin).

44. IPO Watch Europe 2019, PwC.

45. Cela est d'ailleurs vrai pour l'émetteur comme pour le souscripteur.

II. De l'inconvénient d'être coté...

Aller en Bourse ou pas ? Comprendre les 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 des deux dernières décennies en faveur du capital investissement au détriment du recours au marché.

A – Pourquoi aller en Bourse ? Des bénéfices incontestables

Depuis l'article fondateur de Modigliani & Miller (1958) pour qui la valeur de marché d'une entreprise est indépendante de la structure de son capital, de nombreux travaux théoriques, contestant cette conclusion, ont par la suite cherché à modéliser la structure optimale du capital d'une firme. Le consensus qui s'en dégage est que l'objectif final consiste très légitimement à minimiser le coût moyen pondéré du capital (WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) qui se calcule comme suit :

$$WACC = \frac{V}{E} \times R_E + \frac{V}{D} \times R_D \times (1 - T_C)$$

R_E = Cost of Equity.

R_D = Cost of Debt.

E = Market value of the firm's Equity.

D = Market value of the firm's Debt.

$V = E + D$ = Total market value of the firm's financing.

E/V = Percentage of financing that is Equity.

D/V = Percentage of financing that is Debt.

T_C = Corporate Tax rate.

Tout directeur financier ayant eu à calculer un tel coût en connaît les « marges de manœuvre » potentielles... De la théorie à la pratique, il n'y a pas qu'un pas.

L'étape suivante du corpus théorique a consisté à analyser les facteurs explicatifs spécifiques aux introductions en Bourse. La **minimisation du WACC** apparaît encore comme un critère primordial. Un second critère essentiel est de **desserrer la contrainte de financement** dans une optique de diversification des sources de

financement (dette, capital-investissement et actions cotées). De **nombreuses autres explications**, comme par exemple la réduction des asymétries d'information entre dirigeants et investisseurs, sont avancées. Lesquelles comptent vraiment ? À partir d'une enquête menée dans un article précédent auprès d'un échantillon de 170 entreprises (Brau & Fawcett, 2006)⁴⁶, Brau (2010)⁴⁷ met en évidence les arguments avancés par les intéressés (voir tableau ci-dessous).

Dans le panel A, les motivations exprimées (soumises explicitement aux répondants dans l'ordre présenté) sont exprimées en nombre de réponses. Dans le panel B, les motivations sont exprimées en pourcentages et en termes de moyenne et sont classées par ordre d'importance décroissant.

Table 2. A Closer Look at Brau and Fawcett (2006a) Motivation Question for IPOs from 2000-2002

Panel A.						
How important were/are the following motivations for conducting an IPO?	Not Important				Very Important	Total Reply
	1	2	3	4	5	
a. To minimize our cost of capital	24	35	37	39	32	167
b. Debt is becoming too expensive	66	49	29	17	7	168
c. Our company has run out of private equity	59	32	30	26	20	167
d. To create public shares for use in future acquisitions	11	24	34	60	41	170
e. To allow one or more principals to diversify personal holdings	38	27	30	49	26	170
f. To allow venture capitalists (VCs) to cash-out	68	20	26	30	24	168
g. To enhance the reputation of our company	19	23	44	59	24	169
h. To establish a market price/value for our firm	12	23	48	60	27	170
i. To broaden the base of ownership	31	22	39	53	25	170
j. To attract analysts' attention	35	40	43	39	11	168

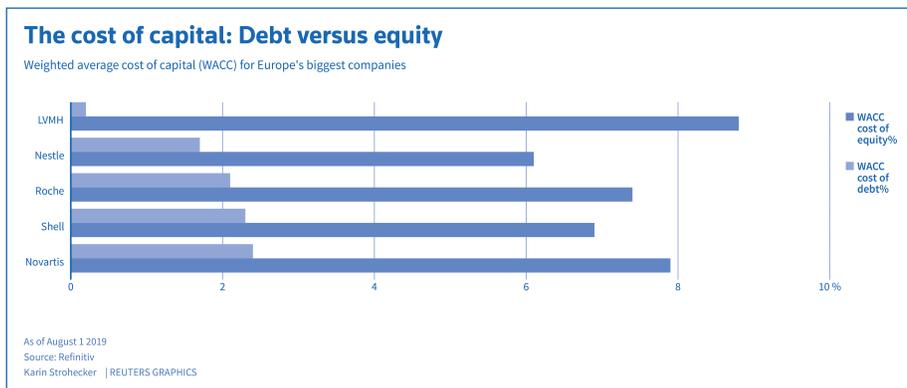
Panel B.						
How important were/are the following motivations for conducting an IPO?	Not Important				Very Important	Mean
	1	2	3	4	5	
d. To create public shares for use in future acquisitions	6%	14%	20%	35%	24%	3.56
h. To establish a market price/value for our firm	7%	14%	28%	35%	16%	3.39
g. To enhance the reputation of our company	11%	14%	26%	35%	14%	3.27
a. To minimize our cost of capital	14%	21%	22%	23%	19%	3.12
i. To broaden the base of ownership	18%	13%	23%	31%	15%	3.11
e. To allow one or more principals to diversify personal holdings	22%	16%	18%	29%	15%	2.99
j. To attract analysts' attention	21%	24%	26%	23%	7%	2.71
f. To allow venture capitalists (VCs) to cash-out	40%	12%	15%	18%	14%	2.54
c. Our company has run out of private equity	35%	19%	18%	16%	12%	2.50
b. Debt is becoming too expensive	39%	29%	17%	10%	4%	2.11

Source : "Why Do Firms Go Public? The Handbook of Entrepreneurial Finance", James C. Brau, Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Forthcoming, 2010.

46. "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice." Brau, J. C., and S. Fawcett with Stan Fawcett, *Journal of Finance* 61, 399-436, 2006a.

47. "Why Do Firms Go Public? The Handbook of Entrepreneurial Finance", James C. Brau, Edited by Douglas Cumming, 2010.

Naturellement, l'importance relative et la pertinence de chacune de ces motivations est variable selon les entreprises. La conclusion à laquelle parvient Brau (2010) à partir d'une vaste revue de la littérature et de travaux empiriques est que celles qui sont avancées par la théorie sont toutes justifiées, mais que la principale diffère grandement de l'une à l'autre. Certaines varient au surplus, cette fois pour toutes les entreprises, en fonction des circonstances financières, et donc dans le temps. Ainsi, aujourd'hui, à la différence de la situation qui prévalait en 2002 quand l'enquête a été conduite, **le niveau très faible des taux d'intérêt a pour conséquence que réduire son taux d'endettement ne constitue pas un moyen de réduire le coût du capital** – au contraire, puisque la dette coûte beaucoup moins cher que les fonds propres, comme le montrent les quelques exemples figurant dans le tableau ci-dessous. Réduire son endettement n'est donc pas aujourd'hui la motivation la plus courante pour avoir recours à la Bourse. Si le maintien d'un bilan solide (qui requiert des fonds propres suffisants en proportion de la dette) joue toujours, l'argument d'un coût excessif de la dette, lui, n'a plus cours.



Source : *The cost of capital : Debt versus equity*, Reuters Graphics, 01/08/2019⁴⁸.

En revanche, les trois principales motivations évoquées par les chefs d'entreprise dans cette enquête sont, elles, intemporelles. Elles constituent même **les trois principaux avantages d'une cotation**, les trois objectifs recherchés prioritairement par les entreprises qui s'introduisent en Bourse :

1) Faire apparaître un prix – et, par là même, **offrir la liquidité**. Rien d'étonnant dès lors qu'il s'agit là, fondamentalement, de la raison d'être d'un marché. Accéder au marché, c'est accéder à la **possibilité de vendre son bien**, fût-ce partiellement,

48. <https://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/editorcharts/STOCKS-BUYBACKS/OH001QEMM7MS/index.html>

sans avoir à interagir en personne avec l'acheteur, sans avoir à se justifier vis-à-vis des tiers et à l'heure de son choix. Cela constitue une grande liberté, d'abord pour le **fondateur**, mais aussi pour les **investisseurs** qui l'ont accompagné et peuvent ainsi monétiser leurs investissements. Enfin l'entrée en Bourse est précieuse du point de vue des **managers et des salariés actionnaires** : la possibilité de « sortir » aisément donne plus de valeur aux titres qu'on leur a donné ou vendu, ce qui permet à l'entreprise de mieux gérer ses talents.

2) Disposer, en vue d'opérations de croissance externe, du moyen de payer une cible « en papier ». L'argument est du second ordre tant que l'entreprise reste « la chose » de son fondateur. Mais il devient très important pour une grande entreprise sans actionnaire de contrôle : **la possibilité d'acheter un concurrent sans sortir de cash facilite la conquête en la rendant financièrement moins périlleuse.** Une bonne illustration de cet avantage a été donnée *a contrario* à la fin des années quatre-vingt-dix, période d'intense consolidation du secteur, par France Telecom qui, seule dans ce cas dans son univers concurrentiel, ne pouvait pas payer ses cibles « en papier » parce que l'État voulait en garder le contrôle. Lorsque les valorisations se sont effondrées avec l'éclatement de la bulle internet, sa situation financière était extrêmement dégradée là où les autres « Telco » se trouvaient simplement avoir surpayé en monnaie de singe, ce qui n'a guère d'inconvénient.

On relèvera ici que la **capacité d'élargir la base d'investisseurs** susceptibles d'investir dans l'entreprise est un argument à part mais qui résulte directement des deux précédents et procède de la même idée générale : lorsqu'il s'agit de financer un projet de développement, **la cotation permet la levée d'argent frais auprès d'actionnaires** préexistants mais aussi de **nouvellement recrutés selon un process simple et qui ne requiert pas de démarche spécifique auprès de chacun d'entre eux**⁴⁹ – ce qui n'est pas le cas tant que l'entreprise est entre des mains privées.

3) Se faire plus largement connaître, dernier des trois principaux arguments avancés par les entreprises sondées, peut sembler un enjeu relativement anecdotique à l'aune des deux précédents. Mais il n'est pas mince à certaines périodes clés de la vie d'une entreprise. **L'annonce d'une prochaine cotation génère l'intérêt de la presse et de la communauté financière,** l'une et l'autre étant insusceptibles de « suivre » toutes les entreprises hors événement structurant de ce type.

⁴⁹ Sous réserve, bien sûr, d'avoir formellement recueilli l'accord des actionnaires existants sur l'augmentation de capital.

Surtout, au-delà de la notoriété elle-même, c'est aussi la **reconnaissance par le marché** qui a, en soi, une valeur. **Banquiers, fournisseurs, clients et journalistes regardent différemment une société cotée** parce qu'elle a, en quelque sorte, « passé un test » en entrant en Bourse et qu'elle **publie ensuite régulièrement des informations financières certifiées** par des commissaires et visées par le régulateur – un gage de conformité et de transparence qui rassure.

Mais l'exigence de ce test et l'importance de ce gage peuvent aussi, précisément, peser sur la vie d'une entreprise cotée et être regardés comme autant de sujétions, donc d'inconvénients attachés à la cotation...

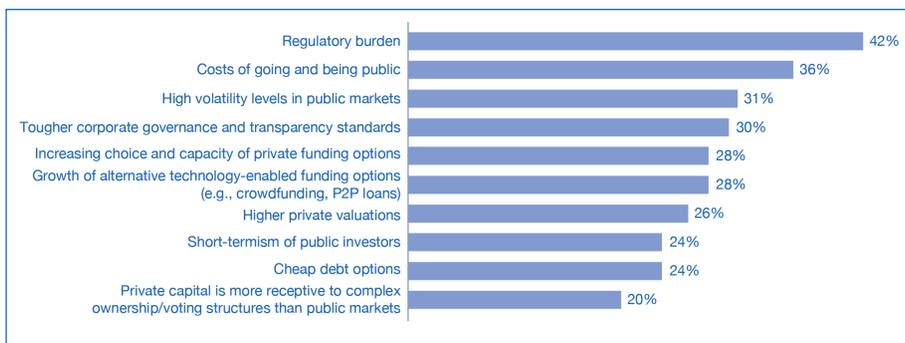
B – Des sujétions de plus en plus perçues comme dissuasives

a) Contraintes, coûts et conformité aux attentes : le poids d'une cotation

Si une cotation en Bourse n'est pas anodine, c'est justement, et sans surprise, à raison des inévitables *contreparties* des avantages évoqués ci-dessus : aux délices de la liquidité sont associées **les affres de la volatilité** ; aux bienfaits de possibilité d'accueillir de nouveaux investisseurs et/ou de pouvoir alléger sa propre position sans chercher un acheteur spécifique correspondent **les désagréments de la libre entrée au capital d'actionnaires non-désirés** ; et les avantages de l'honorabilité et de la notoriété liées à la transparence ont pour pendant **les obligations et les limitations parfois pesantes** imposées par le régulateur. (S'ajoute à ce trio le **coût qui s'attache d'abord à l'entrée en Bourse, puis au fait d'y être**).

En juillet 2018, *The Economist Intelligence Unit* a mené pour le compte de PwC une enquête auprès de 370 dirigeants d'entreprises (basées à 52 % dans des pays développés et à 48 % dans des marchés émergents)⁵⁰ interrogés sur les inconvénients liés à la cotation. Le tableau page suivante restitue leurs réponses.

50. "Capital Markets in 2030, The future of equity capital markets"; PwC & The Economist Intelligence Unit, 2019.



Source : *“Capital Markets in 2030, The future of equity capital markets”, PWC & The Economist Intelligence Unit, 2018.*

On peut en réalité décomposer ces réponses en deux ensemble d'« inconvénients » :

i. Les contraintes pesant sur l'entreprise cotée liées au régulateur

Le poids des contraintes réglementaires se classe en tête (42 % des réponses) et apparaît donc comme le problème principal que doivent gérer les entreprises cotées. Cela est encore plus vrai si l'on veut bien considérer que l'inconvénient classé au deuxième rang (avec 36 %), **le coût de devenir puis d'être coté**, lui est, en période de croisière, presque intégralement lié : hors le coût de l'introduction, les principaux coûts évoqués sont ceux qui sont liés à la collecte et à la diffusion selon les règles de l'information financière qui doit régulièrement être communiquée au marché. On pourrait même grouper avec cet ensemble la réponse qui arrive au quatrième rang (30 % des répondants) et qui évoque la **« corporate governance » et les standards de transparence**. Tout cela ressortit en fait à l'idée que, **une fois en Bourse, l'entreprise doit des comptes, au propre comme au figuré, et ne peut plus – ni ses mandataires – agir, comme auparavant, dans la seule limite du respect de la loi « générale »**. Être coté, c'est effectivement supporter un carcan spécifique.

De quoi parle-t-on concrètement, et en particulier en France ? Quels sont les changements que subit, en termes de contrainte réglementaires, une entreprise qui entre, puis est entrée en Bourse ? Ce n'est pas le lieu ici de les détailler précisément – on en trouve d'ailleurs très aisément le détail, en particulier sur le site de l'AMF⁵¹ – mais il n'est sans doute pas inutile à notre analyse d'en lister les principales composantes :

- **Information lors de la préparation de l'introduction et de la première cotation**

Une société qui se dispose à entrer en Bourse doit très naturellement **se présenter en détails aux éventuels souscripteurs. Elle le fait en publiant en**

51. <https://www.amf-france.org/fr/espace-professionnels/societes-cotees-et-emetteurs/mon-espace-societe-cotee>

français⁵² un « **Prospectus** »⁵³ (précédé d'un « Résumé ») qui doit être « complet et compréhensible et présenter des informations cohérentes (et permettre) aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière les résultats et les perspectives de la société ». Ce document, obligatoirement assorti d'une « lettre de fin de travaux » écrite par les Commissaires aux Comptes (en sus de la démarche de certification des comptes), doit être **visé par l'AMF**. Il doit également être diffusé (publié dans la presse et/ou *online*). Il peut ou non inclure le *Document de référence*, autre publication obligatoire qui, lui, est émis non seulement à l'introduction mais, ensuite, mis à jour au moins chaque année ;

- **Information régulière des actionnaires**

- *Document de référence*

Une entreprise cotée doit avoir élaboré et mettre à la disposition du public, usuellement dans le cadre de son *Rapport annuel* (ou comme support autonome) mais aussi *online*), un « **Document de référence** ». Celui-ci est **mis à jour au moins une fois par an** après la publication des résultats, **éventuellement plus souvent en cas d'opération** financière puisque chacune doit faire l'objet d'un prospectus spécifique. Très complet, il donne des informations nombreuses en particulier sur la **gouvernance** – composition, rôle, fonctionnement des organes sociaux –, bien sûr les **comptes** (présentés de manière normalisée) au sens des résultats et de la situation financière mais aussi de la **trésorerie**, les **prévisions d'activité**, le **contrôle interne**, les **principaux facteurs de risques** mais aussi, entre autres, la liste des **principaux actionnaires** et le détail de la **rémunération et des avantages des mandataires et principaux managers**.

- *Information « périodique et permanente »*

Une entreprise cotée doit se soumettre à une double obligation, par communiqué de presse et *online*, de :

- * **publication périodique** (mensuelle⁵⁴, trimestrielle⁵⁵, semestrielle ou annuelle selon l'information) de ses comptes, qui doivent être dûment approuvés et

52. Dans certains cas spéciaux, en particulier quand une entreprise déjà cotée sur une autre place, le document peut être en anglais accompagné d'un résumé en français.

53. https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/guide/guide_professionnel/S%27informer_sur_Le_prospectus.pdf

54. L'obligation de publication mensuelle concerne seulement la publication du nombre d'actions et de droits de vote.

55. À noter que la publication des comptes n'est obligatoire que semestriellement et que la publication trimestrielle, quoique usuelle (en tout cas pour les grandes entreprises), ne se fait qu'à leur initiative et sans que ce soit requis par les textes.

audités, mais aussi **du nombre de ses actions et droits de vote**. Cette démarche est extrêmement codifiée (heure de publication, délai de publication après l'approbation par les organes sociaux, forme, etc.) - voir sur ce sujet le « Guide de l'information périodique des sociétés cotées » publié par l'AMF en juin 2020⁵⁶ ;

* **publication permanente** (c'est-à-dire requise à chaque fois que la situation l'exige) des franchissements de seuil, des opérations sur les titres de la société effectuées par ses dirigeants et, surtout et selon une procédure très précise, d'informations dites privilégiées (c'est-à-dire « à caractère précis, qui n'a pas été rendue publique (...) et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours⁵⁷ », ce qui couvre un spectre de possibilités très large) - voir sur ce sujet le « Guide de l'information permanente » publié par l'AMF en août 2016⁵⁸.

- **Assemblée générale annuelle**

Il va de soi, enfin, que ***l'Assemblée générale annuelle des actionnaires prend un tour tout différent*** dès lors que la société est cotée : on sort, avec la cotation, de l'entre-soi et du huis-clos d'une société dont les actionnaires se connaissent pour passer à une **réunion beaucoup plus large, ouverte⁵⁹, potentiellement médiatisée, dont les participants ne sont pas connus à l'avance** (en tout cas pas avant qu'ils aient exprimé le souhait de participer) et **qui suit une liturgie très précise** faisant la place belle aux questions des actionnaires. Même si la crise liée à la pandémie de la Covid-19 a permis de faire, à titre dérogatoire, l'expérience d'Assemblées générales digitales, la norme demeure celle de ces Assemblées physiques et ultra-normées héritées du XIX^e siècle que d'aucuns jugent obsolètes mais auxquelles l'AMF a fermement redit son attachement dans un récent rapport⁶⁰.

L'ampleur des changements induit par une cotation est donc considérable pour l'entreprise et ses dirigeants. **Elle est bien sûr compréhensible** : dès lors que l'on fait **appel public à l'épargne** (et c'est bien de cela qu'il s'agit quand on entre en Bourse), **il est nécessaire d'informer parfaitement les actionnaires** - et c'est bien à cela que visent, chacune à sa manière, les innombrables obligations qui s'imposent

56. <https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2020-10/guide-de-linformation-periodique-des-societes-cotees-4.pdf>

57. Art. 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

58. [https://www.amf-france.org/sites/default/files/doctrine/Position/Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/doctrine/Position/Guide%20de%20l%27information%20privilegiee.pdf)

59. Y compris, très souvent, aux médias, en tout cas ceux accrédités.

60. Rapport 2020 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, AMF, 24 novembre 2020.

aux sociétés cotées, du *Prospectus* à l'Assemblée générale en passant par le fameux « doc de réf » (surnom du *Document d'enregistrement universel*, qui devient vite l'obsession de la direction générale et en particulier de la direction financière) ou la gestion, ô combien délicate et exigeante, des informations d'initiés.

Il n'en demeure pas moins que **le ressenti des dirigeants est souvent celui d'une pénible pesanteur**. Ce sentiment tient en grande partie au fait qu'**une société cotée publie un grand nombre d'informations offrant un degré de transparence pouvant être supérieur à celui souhaité par les mandataires**. Tel est le cas de certains éléments sur la trésorerie, la cartographie des risques ou les prévisions d'activité, qui sont traditionnellement confidentiels tant ils sont **à la limite du secret commercial**, mais qui doivent être communiqués au marché dès lors que la société est cotée. Tel est aussi celui des informations, toujours très sensibles, concernant **la rémunération des dirigeants** (ainsi que leurs opérations sur les titres de la société, d'ailleurs possibles seulement pendant des « fenêtres » strictement fixées par la réglementation).

Ce point nous a d'ailleurs souvent été signalé, au fil des travaux préparatoires au présent document, comme étant l'un de ceux qui plaident, aux yeux des chefs d'entreprise, en faveur du *Private Equity*. C'est un fait que **les dirigeants d'entreprise cotées voient souvent leurs rémunérations non seulement étalées au grand jour mais aussi critiquées** par les médias et l'opinion, **contrariété à laquelle échappent leurs pairs à la tête d'entreprises comparables mais non-cotées...** alors même qu'ils sont parfois bien mieux rémunérés

La transparence exigée par la cotation a donc un prix souvent perçu comme élevé. Mais c'est également le cas de l'organisation que requiert la nécessité de respecter les contraintes réglementaires. Le **passage aux normes comptables IFRS**, très techniques, souvent contre-intuitives et parfois orthogonales à certains éléments du *corpus* comptable français traditionnel (principe de prudence en tête), est souvent en soi un **traumatisme pour l'organisation** qui doit non seulement « s'équiper » en compétences supplémentaires (internes ou externes) mais aussi changer son approche bien au-delà des questions strictement comptables. Certaines **modifications de périmètre par ailleurs opportunes peuvent ainsi, « sous IFRS », avoir un tel impact qu'elles deviennent déraisonnables**. La « lecture » que le marché fera probablement de telle ou telle opération structurante mais mal jugée parce que dilutive à court terme dissuade aussi parfois de la conduire. On peut concevoir qu'un manager dynamique nourrisse dans de telles circonstances une réelle frustration.

Le coût du basculement vers la Bourse doit aussi être apprécié au regard des **dépenses à engager par l'entreprise**, d'une part, pour **respecter scrupuleusement**

(et dans les temps) **les obligations de publication** et les interactions avec le régulateur – cela passera souvent par la création d'un ou plusieurs postes dédiés à la direction financière et/ou à la direction de la communication, mais aussi par une hausse sensible des honoraires d'avocat – et, d'autre part, pour **l'organisation de l'Assemblée générale** (et, le cas échéant, des présentations périodiques à la presse). Le recours à des sociétés spécialisées (location, aménagement, production...) est indispensable pour ces grands rendez-vous, ce qui a un prix. On peut par exemple estimer les dépenses liées à une Assemblée générale pour une grande entreprise cotée à un peu plus d'un million d'euros pour la seule logistique. Les célèbres et indispensables « **road shows** » (tournée des grands investisseurs mondiaux que les managers effectuent environ une fois par an d'Edimbourg à Boston, Zürich, Singapour ou San Francisco) occasionnent eux aussi des frais élevés. Encore ne compte-t-on pas ici le **temps-homme** des directeurs généraux ou directeurs financiers (et de leurs accompagnateurs), **qui a une valeur monétaire mais plus encore peut-être un coût d'opportunité** : le temps que l'on passe à parler aux actionnaires pourrait utilement être consacré aux clients ou aux équipes internes...

Reste à évoquer la question douloureuse du **risque pénal et quasi-pénal encouru par l'entreprise, mais aussi par ses dirigeants, en cas de manquement même involontaire aux règles de marché**. Que les obligations faites aux entreprises cotées et à leurs managers soient assorties de sanctions légales ou disciplinaires, cela se comprend fort bien. Que ceux qui cherchent délibérément à violer ou à détourner la loi en paient le prix, c'est bien naturel. Mais la **réglementation** est si touffue et parfois si **difficile à interpréter et à appliquer à un cas particulier**, et le **régulateur peut se montrer si vétilleux et si sévère**, que bien des dirigeants croyant avoir bien fait se retrouvent si ce n'est condamnés, en tout cas entraînés dans de lourdes procédures coûteuses en frais juridiques, en énergie et en réputation. De quoi dresser beaucoup de chefs d'entreprise contre le marché et sa régulation... « C'est un **exercice d'acrobatie** permanent », dira l'un. « Un champ de mines », jugera un autre ». « Un véritable traquenard », s'emportera un troisième...

Sans doute ce « ressenti » exagère-t-il considérablement la réalité : peu de dirigeants sont *in fine* condamnés. Mais le ressenti, comme on sait, est souvent plus important que la réalité quand il s'agit de former son opinion – et l'opinion des **patrons d'entreprise françaises cotées est que ce risque pénal**, même s'il ne se matérialise pas fréquemment, est un **réel sujet de préoccupation**. Il est vrai que **certains exemples récents de jugements rendus par le collège des sanctions de l'AMF dans des cas complexes** où, manifestement, l'intérêt de l'entreprise et la stricte observance de la règle étaient difficilement compatibles dans une période où l'information dite « d'initié » était en réalité incertaine (on pense ici à la condam-

nation par la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, en juillet 2020, d'EDF et de son ancien président-directeur-général dans l'affaire de la communication au marché d'informations sur le financement de la centrale nucléaire d'Hinkley Point, au Royaume-Uni⁶¹) peuvent être de nature à effrayer bien des patrons, même parfaitement honnêtes...

Cette situation a un double effet négatif qu'on ne mesure pas toujours complètement : premièrement, elle dissuade **les entreprises d'entrer en Bourse** (et incite celles qui y sont déjà à en sortir) ; deuxièmement, elle **dissuade les managers** de rejoindre une entreprise cotée⁶², cela au détriment de la qualité des talents que celle-ci aurait besoin de mobiliser pour prospérer.

Il faut reconnaître que **la plupart des inconvénients qui viennent d'être évoqués** (à part, peut-être, le poids des IFRS, que les fonds imposent eux aussi souvent aux entreprises où ils investissent ne serait-ce que dans la perspective de les faire entrer un jour en Bourse...) **n'existent pas dans le cadre du Private Equity**, en particulier s'agissant du rapport coût/bénéfice tel que perçu par les dirigeants qui trouvent, dans cet univers alternatif, des « packages » plus attractifs pour bien moins de complexité et de risque à gérer.

Par définition, le *Private Equity* les préserve également de toute une seconde catégorie d'inconvénients, ceux qui sont liés non plus cette fois à la régulation, mais à la cotation en soi.

61. Dans sa décision du 28 juillet 2020, la Commission des sanctions de l'AMF a infligé à la société EDF une sanction pécuniaire de 5 millions d'euros « pour avoir diffusé une fausse information dans un communiqué de presse du 8 octobre 2014 » au sujet du projet de construction de la centrale nucléaire d'Hinkley Point C au Royaume-Uni, ainsi qu'une sanction de 50 000 euros à l'encontre de M. Henri Proglgio, Président-directeur-général d'EDF à la date du communiqué litigieux.

Il leur était reproché d'avoir écrit que les principaux éléments des accords d'octobre 2013 sur le projet « restent inchangés ». Or, selon la Commission des sanctions de l'AMF, des changements significatifs étaient intervenus sur le schéma de financement par dette garantie. En conséquence, la Commission des sanctions de l'AMF a considéré que la société EDF avait diffusé une information fautive, susceptible de porter le cours du titre à un niveau anormal ou artificiel. « Elle avait également retenu que ce manquement était également caractérisé à l'encontre de M. Proglgio, Président-directeur-général d'EDF à la date du communiqué litigieux, responsable de l'information financière de la société et qui en avait revu le contenu avant publication. » - Source : Communiqué de presse de l'AMF, 30 juillet 2020.

62. Ainsi, d'ailleurs, que les commissaires aux comptes, eux aussi exposés à de lourdes sanctions, d'accepter des mandats dits « EIP » - c'est-à-dire d'audit d'entreprises cotées.

ii. Les contraintes pesant sur l'entreprise cotée liées à l'exposition au marché lui-même

Une fois cotée, une entreprise a une vie différente car ses titres sont quotidiennement traités sur le marché. De la cotation découlent quatre conséquences qu'il faut gérer, parfois dans la douleur : (1) des actionnaires indésirables peuvent apparaître ; (2) le prix de l'entreprise est inévitablement variable ; (3) ce prix est contestable, lors de l'introduction en Bourse comme au fil des années de cotation ; (4) la recherche d'une bonne valorisation peut pousser les entreprises à des comportements nuisibles à elle-même comme aux tiers.

• **Les actionnaires indésirables : ils sont inévitables**

La cotation en Bourse donne à l'évidence à chacun la possibilité d'acheter des titres – c'est même l'une des vocations du marché action. Les dirigeants aimeraient toujours pouvoir choisir leurs actionnaires, en tout cas éviter l'entrée de ceux qui sont indésirables, ce qui est impossible. Être coté a pour conséquence que l'on peut en particulier voir monter à son capital **un concurrent ou un activiste**. La question se pose évidemment en termes plus crus dans le cas de très grandes sociétés disposant d'un flottant abondant : une ETI qui a mis 10 % ou 15 % de son capital en Bourse a fort peu de chances d'être déstabilisée par l'irruption de l'un d'entre eux. Au surplus, la plupart des actionnaires, individuels ou institutionnels, d'une entreprise cotée même de grande taille ont tout naturellement un comportement d'investisseurs passifs et ne se mêlent pas, hors crise, de la gestion de l'entreprise.

Le développement rapide des « *proxies* », firmes qui proposent aux investisseurs des recommandations de vote à l'occasion des Assemblées – les plus importantes étant Glass, Lewis & Co et ISS –, a cependant renouvelé cette problématique. Suivies par de très nombreux investisseurs (en particulier les institutionnels américains qui, pour beaucoup, sont légalement tenus de voter au titre de leur devoir fiduciaire), elles peuvent orienter le vote en « coagulant » les suffrages dans un sens ou dans l'autre. Promptes à s'émouvoir de tel ou tel manquement aux règles de « compliance » ou de bon comportement, elles peuvent ainsi considérablement compliquer la vie aux mandataires, en particulier sur les questions sensibles de rémunération ou de conflit d'intérêts : sur leurs opinions peuvent s'aligner, de bonne foi ou simplement pour se couvrir, des actionnaires qui, sans elles, auraient souvent ignoré la problématique ; faute de temps pour se consacrer à l'analyse approfondie de chaque résolution votée à l'Assemblée générale de chacune des sociétés dont elles sont actionnaires. Cela se comprend et bénéficie effectivement à l'actionnaire mais pose des problèmes au regard de leur processus de

traitement des résolutions, souvent assez mécanique, et à leur penchant pour le politiquement correct qui n'est pas toujours l'idéal économique d'une entreprise.

La Bourse est ainsi source de réels désagréments pour les émetteurs. On aurait tort, cependant, d'imaginer que l'absence de cotation met à l'abri des inconvénients qui peuvent venir d'une relation tendue avec un actionnaire. Sauf à être toujours la propriété exclusive de ses fondateurs, en tout cas d'une poignée de personnes physiques qui se font confiance, toute entreprise doit gérer, avec ses bailleurs de fonds propres, une relation qui n'a pas plus de raisons d'être un long fleuve tranquille dans le cadre du *Private Equity* que si elle a fait appel au marché. Le fantasme consistant à n'avoir pas de comptes à rendre et d'être indéboulonnable, que caressent certains dirigeants plus ou moins négligents ou indéclicats, est (heureusement !) impossible à réaliser, que ce soit dans le cadre du *Private Equity* ou dans celui d'une cotation en Bourse. **Dès lors que l'on sollicite les capitaux d'un tiers, on lui consent un droit de critique et de contestation.** Tout juste sait-on mieux, si l'on n'est pas en Bourse, avec qui on aura éventuellement des relations tendues...

• ***La variabilité du prix : elle est naturelle sur un marché. Mais elle a un impact juridique et financier et même psychologique important***

Sur le plan juridique et financier, pour les actionnaires fondateurs et/ou de contrôle, une variation importante du prix **se traduit éventuellement par des pertes** comptables (ou des profits exceptionnels) s'ils doivent provisionner une dévalorisation (par exemple au niveau d'une holding de contrôle) et, dans le cas où existent d'autres actifs financés à crédit au prix d'une sûreté sur les titres cotés, par des tensions avec les banques. Pour les investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension...), soumis à des règles IFRS qui rendent largement inévitable le « *mark to market* » (c'est-à-dire la valorisation au prix du marché), la volatilité se traduit en cas de baisse des cours par des pertes comptables (et, là encore, en cas de hausse, par des profits qui ne sont pas récurrents, ce qui peut être annonciateur de recul du résultat sur les années à venir). En un sens, on peut dire que **la volatilité des cours d'une entreprise nourrit la volatilité des résultats de ses actionnaires.** Enfin, pour l'entreprise cotée elle-même, la variation des prix peut aussi se traduire par des difficultés bancaires (tel **crédit peut par exemple être assorti de conditions sur la valorisation**, sanctionnées par une modification du taux d'intérêt, voire une rupture du contrat de prêt).

Sur le plan psychologique, il peut être angoissant de vivre des **variations quotidiennes qu'on ne s'explique d'ailleurs pas toujours et qui sont parfois parfaitement exogènes** – hausse des taux, baisse générale du marché... – susceptibles de

donner le sentiment qu'on s'appauvrit (ou qu'on s'enrichit) sans avoir de maîtrise sur le mouvement. Le malaise des montagnes russes est vite venu. En réalité, la gratification qu'on perçoit à savoir « combien l'on a » se paie par l'incertitude de ne pas savoir « combien l'on aura » demain. On en revient à **l'arbitrage éternel liquidité/volatilité...** Choix cornélien.

Celui-ci concerne d'ailleurs toutes les catégories d'actionnaires, petits épargnants ou gros institutionnels, et il explique incontestablement non seulement la réticence de certains chefs d'entreprise à entrer en Bourse, mais aussi une partie du succès du *Private Equity*. Paradoxalement, la liquidité a une valeur, mais aussi, *via* la volatilité qui s'attache à elle, un « coût psychologique » que de plus en plus d'acteurs semblent ne pas souhaiter payer : ils préfèrent **la tranquillité de ne pas savoir** le prix plutôt que l'information éphémère en quoi consiste un prix variable quotidiennement. Ils sacrifient ainsi plus ou moins sciemment un bienfait pour s'éviter une préoccupation. « *On constate une aversion à la volatilité qui conduit (certains investisseurs) à préférer le Private Equity malgré son illiquidité : il y a zéro volatilité... parce qu'il y a zéro liquidité. C'est une aberration mentale, mais c'est ainsi !* », analysait ainsi récemment Louis de Montalembert, Président de Pléiade Asset Management⁶³. **L'illiquidité** du *Private Equity*, qui devrait jouer à son détriment, **peut ainsi devenir, contre toute logique financière, un avantage comparatif** par rapport à l'investissement coté.

C'est un pan entier du « fonds de commerce » des Bourses qui s'effondre ainsi, en dépit de tout ce que peut dire la théorie financière : quand Stéphane Boujnah, Président d'Euronext, affirme que « *les investisseurs vont indiscutablement valoriser la liquidité qu'offrent les marchés cotés, ce qui était moins leur préoccupation avant la crise* »⁶⁴, il formule certes une analyse rationnelle, mais aussi un vœu pieux puisque les tendances qui préexistaient ne semblent nullement en voie de s'inverser depuis la crise.

- **La « vérité » du prix elle-même (au-delà de ses variations quotidiennes) est aussi sujette à caution**

Il est vrai que l'on voit peu de chefs d'entreprise pester contre le marché lorsqu'il survalorise leur société... En revanche, nombreux sont ceux qui se plaignent que le marché « ne reconnaît pas » la valeur fondamentale de leur titre. Qu'en est-il ?

* Chronologiquement, la question se pose d'abord lors de l'introduction en Bourse. **La première cotation donne souvent lieu à une envolée du titre, par-**

63. Lors de l'émission « C'est votre argent », *BFM Business*, 17 juillet 2020.

64. Interviewé par Guillaume Benoit et Elsa Conesa, *Les Échos*, 29 mai 2020.

fois spectaculaire (c'est le « *Day 1 pop* », constatée, bon an mal an, dans près des trois quarts des introductions). Ce décalage **invite naturellement à penser que l'entreprise valait plus que le prix offert**, autrement dit que le cédant (quand il y a cession de titres par les actionnaires) n'a pas pleinement valorisé ses actifs ou que l'entreprise (quand l'introduction se fait intégralement par augmentation de capital) n'a pas maximisé sa levée de fonds. On comprend aisément que **les entreprises qui entrent en Bourse en conçoivent une certaine amertume.**

Le phénomène a été particulièrement discuté ces derniers mois aux États-Unis après l'apparition de décalages qui, de fait, donnent à penser. En septembre 2020, NCico a ainsi été offert à la souscription à 31 dollars et cotait 71 dollars dès le premier jour, soit un bond de 129 %. Un peu plus tard, les introductions de Snowflake (+ 250 % à la première cotation) puis Airbnb (+ 148 %) ont fait apparaître des écarts encore supérieurs. En moyenne, selon Bloomberg, la hausse constatée le premier jour de cotation était, pour les 279 entreprises introduites sur l'une des Bourses américaines entre janvier et fin septembre 2020, de 31 % (et même de 78 % pour les entreprises de logiciel !)⁶⁵. **La question se pose depuis un certain temps** : à l'occasion d'une conférence du 25 septembre 2019⁶⁶, Jay Ritter, Professeur au *Warrington College of Business* de l'Université de Floride, s'interrogeait, à partir d'une étude réalisée sur une période de dix ans (juillet 2009 à fin juin 2019) faisant apparaître un bond moyen de 16 % à la cotation, à propos des **motivations d'émetteurs qui admettent** ce qu'il faut bien appeler **une spoliation** : le montant moyen qu'ils abandonnaient ("*money left on the table*"), calculé en multipliant la différence entre le cours de clôture du premier jour de cotation et le prix offert à l'introduction multiplié par le nombre de titres, ressortait selon cette étude à 37 millions de dollars – soit 5 % de la capitalisation boursière moyenne post introduction (et plus de deux fois les commissions que les émetteurs versent toujours à regret aux banques intermédiaires...).

65. "Direct Listings to Take Center Stage as Palantir, Asana Debut", Elizabeth Fournier, Bloomberg, 28 septembre 2020.

66. "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs ?"

Year	Number of IPOs	Mean First-day Return		Aggregate Amount Left on the Table	Aggregate Proceeds
		Equal-weighted	Proceeds-weighted		
1980-1989	2,048	7.2%	6.1%	\$3.30 billion	\$53.99 billion
1990-1998	3,613	14.8%	13.3%	\$30.07 billion	\$226.38 billion
1999-2000	856	64.6%	51.7%	\$66.92 billion	\$129.47 billion
2001-2018	1,980	14.3%	13.4%	\$65.08 billion	\$487.10 billion
1980-2018	8,497	17.9%	18.4%	\$165.37 billion	\$896.95 billion

Source : Jay Ritter, University of Florida⁶⁷.

Le décalage tend au surplus à s'accélérer au fil du temps comme l'ont montré les travaux de Ritter sur la plus longue période (voir tableau ci-dessus). Une étude réalisée par Dominique Dufour et Éric Molay, professeurs à l'Université de Nice Sophia Antipolis⁶⁸, dédiée aux introductions sur le compartiment Alternext entre 2005 et 2007 – mais des résultats très proches sont obtenus par d'autres travaux portant sur Euronext au sens large – montre que **la France n'est pas immune à ce problème**. Fût-elle inférieure aux cas spectaculaires observés aux États-Unis, une significative sous-évaluation à l'introduction (6 % dans les huit jours suivants l'IPO) apparaît dans leur échantillon d'entreprises nouvellement cotées. Comment l'expliquer ?

Elle pourrait bien, en tout cas aux États-Unis, résulter d'une sorte de « **collusion** » **plus ou moins volontaire entre les nouveaux investisseurs** (particuliers ou institutionnels), les **dirigeants et les intermédiaires** dont les intérêts, au moment de l'introduction, se trouvent alignés entre eux, mais **désalignés des intérêts de l'entreprise**. Jay Ritter observe que, dans le cadre de l'habituelle procédure d'introduction en Bourse avec placement garanti par un syndicat bancaire (*building block*), les acheteurs de gestion collective ("*buy-side*") sont en concurrence pour obtenir des allocations favorables dans un contexte de sursouscription quasi-systématique. **Un prix d'introduction délibérément fixé plus bas** que la vraie valeur du titre **permettrait aux banques intermédiaires** (qui décident de ces allocations) à la fois de **réduire leurs frais de marketing** (puisque les acheteurs sont alléchés par une bonne affaire) et d'**imposer aux souscripteurs**, pour obtenir la priorité dans l'allocation des titres, **des commissions plus élevées** (celles-ci « passant » plus facilement si une bonne affaire est quasiment garantie). Quant aux **dirigeants des entreprises émettrices**, qu'on pourrait imaginer plus réticents à cette mécanique qui empêche leur société

67. <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf>

68. « Sous-évaluation à l'introduction en Bourse et valorisation : l'exemple d'Alternext », Dominique Dufour, Éric Molay, mai 2008.

de tirer tout le parti de l'entrée en Bourse, ils seraient **en réalité indifférents à la décote** dans la mesure où, généralement gratifiés d'un certain nombre d'actions à l'introduction voire déjà actionnaires, ils **recupèrent par la hausse du cours qui suit l'introduction un manque à gagner personnel** qui s'avère ainsi **éphémère...** C'est donc **l'entreprise seule** qui **fera les frais** d'une sous-évaluation à l'introduction ou ses actionnaires antérieurs s'il s'agit d'une introduction en Bourse par cession de titres.

Curieusement, **la question du décalage** entre le prix d'introduction et la valeur de l'entreprise **peut se poser de manière inverse avec un prix d'introduction excessif suivi d'une longue baisse du titre**. Cette configuration est assez fréquente sur certains marchés et pour certaines catégories de valeurs. Une étude de Pascal Quiry et Yann Le Fur⁶⁹, portant sur 101 sociétés introduites en Bourse depuis 2014, révèle ainsi que leur performance moyenne sur cinq ans (hors dividende) est de - 33 % alors que, sur la même période, l'indice SBF 120 a progressé de 36 % et le CAC 40 Mid & Small de 55 %. Ils observent que cette moyenne reflète **des évolutions contrastées selon la capitalisation boursière** (cf. tableau ci-dessous), seules les entreprises ayant une capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros ayant une performance positive :

Capitalisation à l'introduction	Nombre	% en hausse	% en baisse	Performance moyenne	Performance médiane
> 1 Md€	16	62 %	38 %	35 %	11 %
> 250 M€	10	0 %	100 %	- 63 %	- 86 %
> 100 M€	34	12 %	88 %	- 56 %	- 66 %
< 100 M€	41	22 %	78 %	- 33 %	- 42 %
Total	101	23 %	77 %	- 33 %	- 48 %

Source : Pascal Quiry et Yann Le Fur, *Lettre Vernimmen* n° 174, décembre 2019.

Quiry et Le Fur proposent plusieurs facteurs explicatifs. D'abord, pour les grandes introductions en Bourse, **l'essentiel des acheteurs sont des institutionnels qui ont les moyens humains et techniques d'analyser précisément le dossier** et la valeur, boudant l'introduction si le prix leur paraît excessif. Les plus **petites entreprises**, au contraire, **sont** principalement **souscrites par des petits porteurs**, des petits fonds et des *family offices* **dont le niveau de sophistication financière est bien moindre**. Il est également possible, avancent-ils, que les **banquiers introducteurs** soient **plus attentifs à leur réputation sur les grosses opérations** où se joue leur fonds de commerce dans la durée. Enfin, affirment-ils, **la possibilité même d'une valorisation de certaines entreprises au profil**

69. Pascal Quiry et Yann Le Fur, *Lettre Vernimmen* n° 174, décembre 2019.

spécial, comme les nombreuses *biotech*, et autres *greentech* venues sur la Bourse de Paris, est **douteuse** – si bien qu'il est « plus aisé de **vendre du rêve** » (rêve parfois assorti, pour les petits épargnants souscrivant sur des petites opérations, d'un avantage fiscal qui rend aveugle au prix).

Il faut ajouter, pour finir sur cette question de « décalage » de valorisation au moment des **introductions en Bourse**, que celles-ci **s'effectuent le plus souvent dans des marchés haussiers**, pendant lesquels **la volatilité est moindre**. Inversement, **lors de phases baissières, pendant lesquelles la volatilité est toujours plus forte, les émetteurs tendent à « disparaître »**. Dans cette optique, le « *timing* » des IPO ne semble pas toujours répondre aux besoins fondamentaux des entreprises – ce qui, par contraste, donne là encore une forme d'avantage comparatif au financement privé du type *Private Equity*, moins « saisonnier » et moins « procyclique »⁷⁰.

* Le problème de la valorisation se pose bien sûr aussi pendant les années qui suivent l'entrée en Bourse et **durant toute la période de cotation d'une entreprise**.

La théorie économique enseigne certes que **les marchés sont efficaces**, et ils le sont globalement et à long terme, mais cela n'empêche nullement des **épisodes ponctuels de mauvaise évaluation**, le ponctuel... pouvant durer⁷¹. Désintéret pas toujours explicable des investisseurs pour tel ou tel compartiment, effet de **mode** favorisant ou défavorisant **sans discrimination** toute une catégorie de titres (ou sur toute une place), **krach ou flambée** aux raisons purement exogènes (par exemple, l'épidémie de la COVID-19) qui rend les analystes **aveugles aux qualités intrinsèques de telle entreprise particulière et incapables d'apercevoir son potentiel de long terme** : les hypothèses ne manquent pas, et toutes correspondent à une réalité historiquement observée.

Confrontés à ce type d'épisodes, **certain actionnaires en profitent pour se renforcer à bon compte**⁷² : si l'on a introduit (donc, vendu) un titre à un certain prix et qu'on le rachète moins cher, on a évidemment fait une bonne affaire. De même, nombre d'entreprises opèrent elles-mêmes, quand les cours baissent, une sorte de **régulation de la valeur de leur titre** (qui est aussi un investisse-

70. On notera que, symétriquement, la fluctuation permanente des marchés et l'apparition subséquente de périodes durant lesquelles il est très difficile de faire coter une entreprise pousse les acteurs du *Private Equity* à de plus en plus préférer une « sortie » en « secondaire » (c'est-à-dire par cession à un autre acteur du *Private Equity*) plutôt qu'en Bourse. Avec un pair, le cédant convient d'un prix et d'un *timing* qui ne seront pas quotidiennement susceptibles d'être remis en cause par une baisse de la Bourse (souvent d'origine tout à fait exogène) qui « ferme la fenêtre de tir ».

71. Ce qu'on peut résumer par cet aphorisme de Jean-Marie Messier, l'ex-président de Vivendi : « Le marché a toujours raison, mais il n'a pas raison tous les jours »...

72. Bernard Arnault, actionnaire de contrôle de LVMH, l'a par exemple souvent fait.

ment si elles se jugent injustement décotées) en procédant à des **rachats d'actions**. Même si c'est justement la pauvreté ressentie de l'information prix qu'elle est censée délivrer qui en est à l'origine, la Bourse renoue ainsi avec son double rôle de place d'échange et de générateur de liquidité...

Poussée jusqu'au bout, cette réaction à un mauvais « pricing » par le marché – souvent combinée à la lassitude des dirigeants (évoquée plus haut) de devoir rendre des comptes et se soumettre à la régulation – peut cependant **amener une société à se retirer purement et simplement de la Bourse**, l'actionnaire de contrôle (ou encore des fonds d'investissement) lançant une offre publique avant de demander la radiation du titre (opération de « *take private* »). **On voit d'ailleurs paradoxalement apparaître à cette occasion la réalité de la décote** telle que mesurée par le marché lui-même qui, après l'annonce de l'opération, s'aligne sur le prix offert... Ce fut le cas, en septembre 2020, après que Patrick Drahi, fondateur du groupe Altice, eut annoncé son intention de racheter toutes ses actions (cotées à Amsterdam) : le titre a bondi de 25 % en une séance. Même progression ou presque, et pour les mêmes raisons, lorsque les frères Bentzmann, cofondateurs de Devoteam, avaient annoncé, deux mois plus tôt, leur intention de reprendre le contrôle à 50 % au moins de leur entreprise (sans, cette fois, la retirer de la cote)⁷³. Il y a évidemment quelque chose de **troublant à voir ainsi apparaître un prix de transaction très supérieur à celui qui était offert un instant avant par le marché**, l'une des explications tentantes étant, précisément, que l'auteur de l'offre donne un prix **à l'idée même d'être débarrassé de certaines contraintes liées à la cotation** (ou à l'absence de contrôle majoritaire) qui justifie qu'il paie, lui, plus cher...

- ***L'impact de la cotation sur la stratégie de l'entreprise n'est pas nul***

L'un des reproches couramment faits à la Bourse dans le débat public n'est pas sans lien avec les questions de valorisation : parce qu'elles auraient l'obsession de leur cours de Bourse, **les entreprises cotées se montreraient plus court-termistes, ou socialement plus dures** (thématique des « licenciements boursiers »), cela **au détriment** de l'économie et même **de la collectivité**. Une telle vision généralisante est certes teintée d'excès et résiste mal à l'analyse. Innombrables sont les projets d'entreprise révolutionnaires exigeant une capacité d'investissement de long terme, des voitures Tesla aux vaccins anti-covid mis au point durant l'hiver 2020 en passant par l'iPhone, qui ont été conçus par des entreprises dûment cotées et rendant des comptes trimestriellement. Et les groupes qui embauchent le plus

⁷³. Groupe Open, Harvest, Easyvista et Envea ont, entre autres, également profité de la baisse des cours du printemps 2020 pour se retirer de la cote à très bon prix.

massivement depuis dix ans, d'Amazon à Zara, Alibaba ou Samsung, sont souvent les idoles des marchés. Il n'empêche : un chef d'entreprise doit effectivement, s'il dirige une société cotée, **incorporer les éventuelles réactions de la Bourse à sa stratégie et à son « positionnement » par rapport à ses pairs** : sur le marché, les titres sont en concurrence les uns avec les autres pour avoir la faveur des investisseurs, si bien qu'il est difficile, quand bien même un patron d'entreprise cotée le souhaiterait, de ne pas **« être dans la course »**, en particulier la course aux profits et à l'optimisation du rendement pour les actionnaires.

Dans une lettre adressée à l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF, en anglais *European Securities and Markets Authority*, « ESMA ») en septembre 2019, FCLTGlobal, une ONG basée à Boston, appelait l'attention du régulateur sur une de ses études portant sur le comportement des entreprises de l'indice MSCI ACWI (soit 85 % des entreprises cotées dans le monde) sur la période 1999-2017 qui montrait que **les préoccupations de long terme étaient en déclin dans les entreprises**, en particulier depuis la crise de 2007. FCLTGlobal pointait en particulier la **tendance croissante** des sociétés étudiées à **distribuer du capital** aux actionnaires (sous forme de dividendes et rachats d'actions), **ce qui prive l'entreprise des ressources nécessaires** au déploiement d'une stratégie de long terme. D'autres travaux vont dans le même sens.

Certains autres établissent que **le passage du capitalisme familial au capitalisme actionnarial** (ce qui est à peu près synonyme d'entrée en Bourse), caractéristique du xx^e siècle, est partiellement à l'origine d'un **rétrécissement des horizons de gestion** des entreprises lié à l'importance croissante des échéances de publication des comptes. L'**« alignement des intérêts » entre managers et actionnaires opéré par la pratique désormais très courante des stock-options** ou des attributions d'actions gratuites ne fait qu'accroître le risque d'arbitrages rendus au nom du **« Return on equity »**⁷⁴, donc des profits à court terme. Des travaux publiés en juillet 2020 par Benjamin Bennett, René M. Stulz & Zexi Wang tendent à prouver que cela est particulièrement vrai des plus grandes entreprises, **en particulier celles qui intègrent les principaux indices boursiers** et se trouvent être détenues en grande partie par des fonds indiciels, dont **les gérants ne sont nullement préoccupés par le devenir à long terme de telle ou telle d'entre elles**⁷⁵. Déclaration opportuniste cachant d'autres motivations ou témoignage sincère ? Au moment d'annoncer son retrait de la cote, Patrick Drahi déplorait en tout cas en

74. On pourrait cependant faire valoir que les sociétés qui ne s'intéressent pas au *return on equity* entament fréquemment une sorte d'attrition qui finit par un rachat par un concurrent - ce qui est trop souvent arrivé à d'ex-fleurons français passés sous contrôle étranger.

75. "Does Joining the S&P 500 Index Hurt Firms?", Bennett, Benjamin and Stulz, René and Wang, Zexi, NBER Working Paper No. w27593, juillet 2020.

septembre 2020 que la Bourse incite à se concentrer sur « *la performance à court terme et les résultats trimestriels* », ce qui ne lui permettait pas, disait-il, de mettre en œuvre la stratégie ambitieuse qu'il caressait⁷⁶.

À ce court-termisme croissant des managers correspond celui des investisseurs. La durée de détention d'une action, à Londres ou à New York, est passée de 7 ans dans les années 1960 à un an en 2010, avec un écart-type élevé puisque, pour les traders en haute fréquence, la durée n'est souvent que de quelques secondes, voire moins... Au total, le fameux « *affectio societatis* » qui, originellement, réunit les actionnaires derrière un projet entrepreneurial partagé, n'a ici plus beaucoup de place. **Sur ce critère-là aussi, il est compréhensible que certains dirigeants préfèrent le modèle alternatif du *Private Equity*** dans le cadre duquel, au moins un temps (celui de la durée de détention par le fonds), **le manager et l'actionnaire** (ou les quelques actionnaires), **se connaissent et travaillent ensemble** à l'élaboration et à la mise en œuvre **d'une stratégie qui doit payer à l'échéance de trois, cinq ou dix ans**, et pas forcément aux prochains « *quarterly* ».

b) Qui peut encore aller en Bourse ?

Il ressort ainsi de notre analyse que chaque entreprise vivra différemment les avantages et les inconvénients d'une cotation en fonction de sa taille (et de sa maturité) ainsi que des contraintes et des opportunités propres à chaque marché. Mais **y a-t-il des entreprises adaptées à la Bourse**, tandis que d'autres ne le seraient pas ? Il est clair que les très grandes entreprises, équipées pour gérer la complexité, trouvent encore un grand intérêt à la cotation. Tel n'est pas le cas de la plupart des autres.

En France, **les années 1985 à 2000 ont été celles de la multiplication des introductions en Bourse**. Certaines concernaient de très grandes entreprises, à commencer par les entreprises privatisées (Saint-Gobain, CCF, Paribas, etc.), mais **un très grand nombre portait sur les titres d'entreprises du type ETI** (voire PME) s'introduisant au « **Second marché** », inauguré par Zodiac en 1983⁷⁷ et où l'on voyait parfois plusieurs valeurs faire leur entrée la même semaine. Quelques officines spécialisées écumaient même alors ce qu'on appelait « la Province » pour convaincre de franchir le pas **des chefs d'entreprise qui, bien souvent, auraient mieux fait de s'abstenir** : un lunetier ou un marchand de jouets du Jura dont le chiffre d'affaires

76. On notera cependant que les histoires boursières triomphales de Google, Amazon puis Tesla sont précisément celles d'entreprises qui n'ont, très longtemps, délibérément fait aucun profit pour se consacrer à un développement au pas de charge. La Bourse peut donc incontestablement comprendre et, massivement, approuver ce choix...

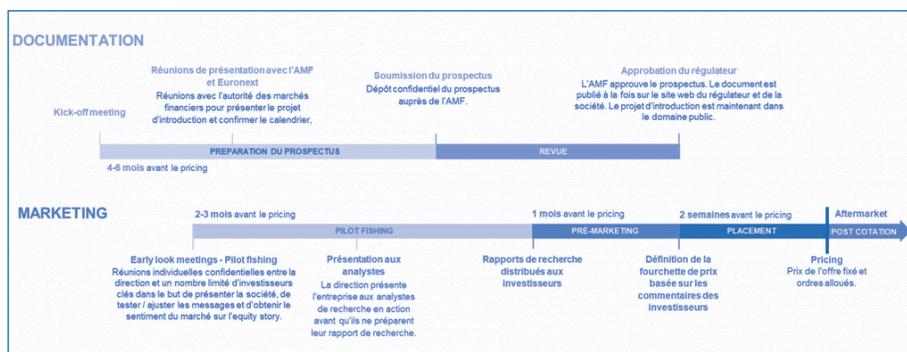
77. Valeur retirée de la cote en 2018 après le rachat de la société par Safran.

se comptait en dizaines de millions d'euros n'avaient pas grand-chose à y faire... et en sont sortis plus tard, souvent en y ayant perdu des plumes.

Symétriquement, c'est sur le Second marché que de **futures grandes et belles sociétés** comme Clarins⁷⁸, Dassault Systèmes, Beneteau, Bonduelle, Métropole Télévision (opérateur de la chaîne de télévision M6) ou encore Hermès (aujourd'hui au CAC-40 et devenu le chouchou des investisseurs), ont pu faire leurs premiers pas d'entreprise cotée et **trouver des financements** qui ont véritablement contribué à leur développement spectaculaire.

On voit ici que, **pour une entreprise moyenne, la Bourse est parfois très indiquée dans un parcours d'excellence, parfois au contraire une très bonne manière de s'exposer inutilement** à des obligations auxquelles elle aura du mal à faire face. Cela est encore plus vrai aujourd'hui qu'hier car les obligations réglementaires s'accroissent en tendance : il y a trente ans, une entrée au Second marché ne requérait ainsi que deux années de comptes certifiés tandis que le visa de la COB (précurseur de l'AMF) n'était même pas requis pour la « Note d'information » accompagnant l'offre aux investisseurs – légèretés impensables aujourd'hui.

Que la cotation soit plus adaptée aux grandes entreprises qu'aux plus petites découle d'abord des dépenses, évoquées plus haut, qu'il faut engager pour une introduction en Bourse – opération qui s'étale sur six mois (voir tableau ci-dessous) et requiert à la fois une forte mobilisation interne et le recours à des compétences externes (financières, juridiques, etc.). **Assez largement fixes, ces coûts d'introduction sont évidemment plus facilement amortis par une grande entreprise** que par une petite et représentent mécaniquement, pour elle, une proportion plus faible des fonds levés.



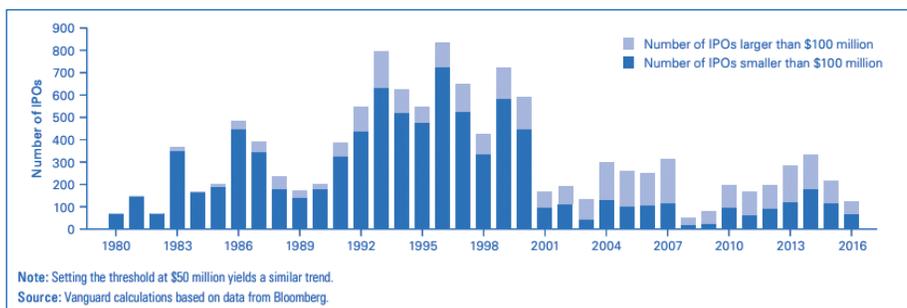
Source : Les étapes clés d'une IPO, Euronext guide IPO⁷⁹.

78. Valeur retirée de la cote en 2008 après le rachat de la société par ses fondateurs.

79. <https://www.euronext.com/fr/financement/modalites-introduction-en-bourse/processus-ipo>

Et il en va **de même pour les coûts récurrents de cotation** : même si une PME cotée n'a nul besoin de s'offrir les mêmes *road-shows* qu'un géant du CAC-40, elle devra consacrer du temps (et donc, de l'argent) au suivi réglementaire et à la conformité ainsi qu'aux relations avec les investisseurs, et **cette contrainte pèse plus lourdement sur elle en pourcentage de son budget** mais aussi du temps de manager disponible. Enfin, les petites valeurs ont généralement d'un flottant limité qui les expose à **une plus grande volatilité** et d'un **manque d'intérêt de la part des investisseurs**, en particulier depuis la directive européenne MiFID 2, entrée en vigueur en janvier 2018, qui a proscrit les analyses financières *sell side* (c'est-à-dire faites par un intermédiaire financier). Quoique bien intentionnée, cette mesure de *unbundle* (on ne peut plus à la fois être courtier et produire de l'analyse) a pratiquement annihilé la couverture des entreprises petites et moyennes⁸⁰ faute de modèle économique viable pour une analyse financière indépendante.

C'est la **découverte progressive de cette inadéquation du marché aux besoins et aux moyens des entreprises de taille petite et moyenne** qui a nourri depuis le début du siècle, en France mais aussi sur tous les grands marchés mondiaux, un **mouvement d'attrition** du nombre de celles d'entre elles qui étaient cotées sous le double effet de retraits de la cote, et surtout d'une chute du nombre d'introductions. Là réside en réalité la principale explication de **la baisse du nombre total d'entreprises cotées**. Une analyse en termes de taille des IPO menée par Vanguard (voir graphique ci-dessous) montre ainsi que, **aux États-Unis, le nombre d'introductions de grandes sociétés est resté relativement stable** depuis les années quatre-vingt-dix, **celui des entreprises de moins cent millions de dollars de capitalisation ayant, lui, fortement décliné** depuis le début du siècle⁸¹.

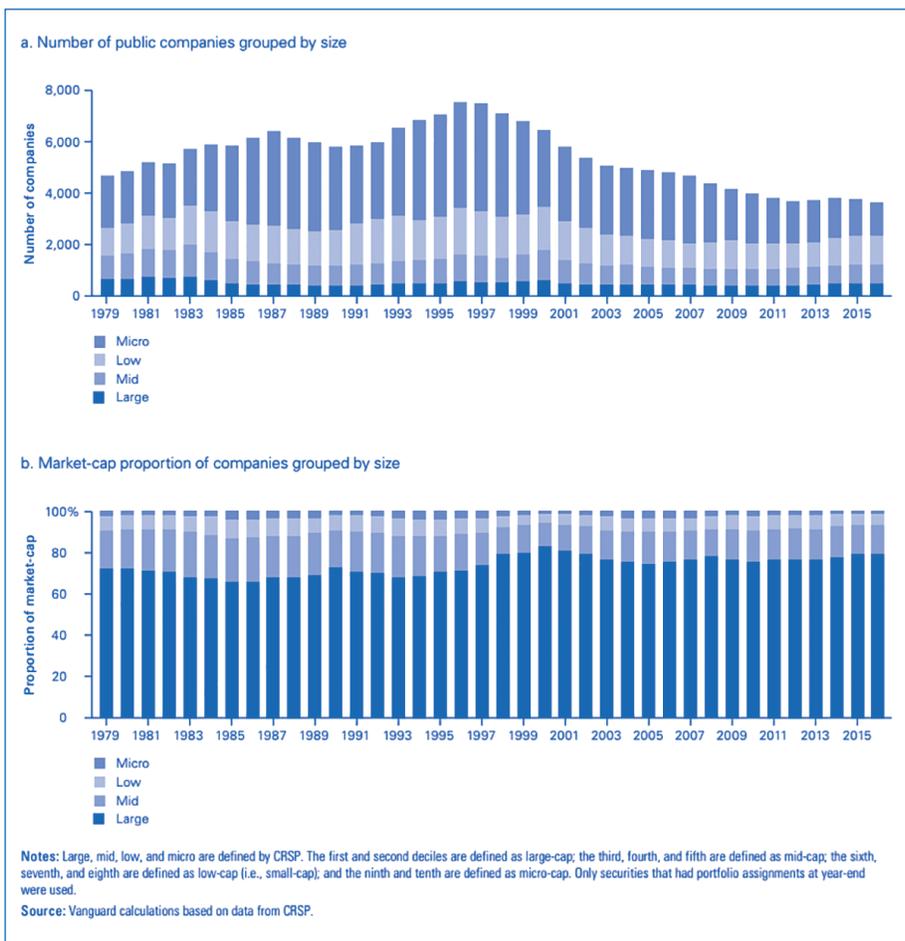


Source : Vanguard Research Note : "What's behind the falling number of public companies?", 2017 (auteurs James J. Rowley Jr., Haifeng Wang).

80. Selon Euronext, 60 % des capitalisations inférieures au milliard d'euro sont couvertes par zéro à un analyste et la proportion est encore plus élevée pour les vraies petites capitalisations (100 millions d'euros et moins).

81. "What's behind the falling number of public companies?", James J. Rowley Jr., Haifeng Wang, Vanguard Research Note, November 2017.

Une décomposition par taille d'entreprises cotées (voir le second graphique) confirme la tendance à la baisse du nombre des plus petites (les *micro caps* et les *low caps* dans le graphique), bien que leur poids dans la capitalisation totale soit relativement stable (autour de 1,5 % du total).



Source : Vanguard Research Note : "What's behind the falling number of public companies?", novembre 2017 (auteurs James J. Rowley Jr., Haifeng Wang).

Ce n'est pas par hasard que **le boom du *Private Equity*, y compris** – et de plus en plus – **sur le compartiment des *mid-caps*** (entreprises moyennes), est **contemporain** de la prise de conscience par les entreprises, petites et moyennes en tête, des sujétions imposées par la Bourse, et de leur moindre intérêt pour une cotation. Le recours à ce mode de financement alternatif leur a permis de **lever les capitaux dont elles avaient besoin pour se développer sans recourir au marché.**

Du point de vue de l'efficacité économique, ce pas de côté est peu discutable : pourquoi opter pour un dispositif contraignant et frustrant alors qu'on peut obtenir le même résultat à moindre peine ? Par ailleurs, il est difficile pour une petite capitalisation d'offrir la liquidité minimale rassurant l'investisseur. Le *Private Equity*, lui, n'a, par définition, pas de difficulté à gérer l'illiquidité. **S'est donc progressivement installée dans beaucoup d'esprits l'idée que la Bourse devait être une sorte de couronnement au terme d'un parcours effectué d'abord entre des mains privées** jusqu'à une valeur d'un milliard d'euros minimum, en tout cas quelques centaines de millions d'euros. De nombreuses ETI en développement s'y sont engagées, différant une entrée en Bourse qu'elles auraient envisagée bien plus tôt il y a seulement dix ou vingt ans.

Les entreprises de marché ont évidemment **flairé la menace**. Non que la rentabilité des **petites valeurs** soit particulièrement élevée pour elles (c'est le contraire) mais, d'une part, elles représentent une part importante de leur chiffre d'affaires (à la mi-2020, 80 % des 682 sociétés de la cote parisienne étaient ainsi des « valeurs moyennes », c'est-à-dire de moins d'un milliard d'euros de capitalisation⁸²) et, d'autre part, elles constituent, comme on l'a vu plus haut à propos de la trajectoire d'Hermès après son entrée au « Second Marché », un **vivier de futures grandes capitalisations** et le gage d'un renouveau indispensable compte-tenu des inévitables retraits de la cote.

Afin d'**attirer les petites et moyennes** entreprises, **de nombreuses Bourses ont créé des compartiments dédiés** (voir tableau page suivante) caractérisées par des **procédures administratives et des contraintes réglementaires allégées**. Les régulateurs ont accepté ce mouvement.

⁸². Interview de Camille Leca, Directrice des opérations listing d'Euronext en France, par Bruno de Roulhac, *L'Agefi Quotidien*, 16 juin 2020.

Name of SME / growth market	Name of main exchange	Country	Year launched	No. of domestic listed companies	Market cap \$bn
TSX Venture	TMX Group	Canada	1999	1,980	43
Kosdaq	Korea Exchange	Korea	1996	1,267	265
AIM*	London Stock Exchange Group	UK	1995	903	131
Jasdaq	Japan Exchange Group	Japan	2010	749	101
ChiNext	Shenzhen Stock Exchange	China	2009	710	787
New Connect	GPW (Warsaw Stock Exchange)	Poland	2007	401	3
Euronext Growth / Access**	Euronext	France +	2006	367	25
GEM	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong	1999	324	36
First North***	Nasdaq Nordic Exchanges	Sweden +	2006	318	19
Mothers	Japan Exchange Group	Japan	1999	248	47

* AIM includes AIM Italia (95 companies and \$6.3bn market cap at the end of 2017)
 ** Euronext includes markets in France, Belgium, the Netherlands and Portugal, and was initially launched as Alternext in 2006
 *** Nasdaq First North includes markets in Sweden, Denmark, Finland and the Baltics

Source : "What are stock exchanges for and why should we care?",
 New Financial, Pension Insurance Corporation, June 2019.

En France, l'Autorité des marchés financiers a même « positionné les PME au cœur des priorités de son plan stratégique 2018-2022 » (*Rapport annuel 2019*), s'engageant à adapter la supervision à la taille des sociétés. Dès 2018, elle a supprimé l'obligation de prospectus pour toutes les levées de fonds inférieures à 8 millions d'euros (voir le tableau ci-dessous)⁸³. En octobre 2019, elle a approuvé l'enregistrement du système multilatéral de négociation, **Euronext Growth Paris, nouvelle catégorie de plateforme de négociation avec des contraintes réglementaires allégées.**

83. Observatoire des offres publiques, 10^e édition portant sur 2018, EY, 2019.

La révision du règlement général de l'AMF permet aux entreprises de lever jusqu'à 8 millions d'euros sans être obligées de rédiger un prospectus

Le 21 juillet 2018, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a décidé de relever le seuil d'exemption du prospectus de 5 à 8 millions d'euros, ce dernier étant remplacé par un document d'information synthétique (DIS) notifié à l'AMF.

Cette mesure s'applique aux marchés Euronext Growth et Euronext Access (par opposition au marché règlementé Euronext) et facilite l'accès à la bourse et le refinancement par le marché des entreprises, en fonds propres et dettes obligataires.

Les avantages de cette mesure sont multiples :

- ▶ **Gain de temps** : pour les entreprises cherchant à lever jusqu'à 8 M €, les obligations liées à la rédaction d'un prospectus disparaissent.
- ▶ **Réduction des coûts** : même si l'AMF rappelle que « l'émetteur reste responsable du caractère complet, exact et équilibré des informations fournies », les diligences demandées aux avocats, commissaires aux comptes et prestataires en service d'investissement sont allégées.
- ▶ **Simplicité** : les autres options qui permettaient des financements en capitaux propres sans prospectus ont été supprimées et il n'existe désormais qu'un seuil unique et rehaussé, plus favorable aux entreprises.
- ▶ **Opportunité** : un placement privé complété d'un document d'information synthétique permet par exemple d'accéder à un bassin élargi d'investisseurs, susceptible d'augmenter à la fois le montant levé et la notoriété de l'entreprise.

Ci-dessous, nous détaillons un aperçu du contenu du document d'information synthétique (DIS) à fournir dans le cadre d'une admission sur Euronext Growth :

- ▶ **Description de l'émetteur et de ses activités**
 - Société : modèle commercial, organisation, situation concurrentielle, marchés principaux, facteurs de risques significatifs, rationnel de la transaction envisagée
 - Description des organes de surveillance et de direction de l'entreprise
 - Description des principaux contrats / brevets

▶ Informations financières

- Rapports annuels ou états financiers des 2 derniers exercices et tendance financière générale des 2 derniers exercices
- Informations en cours ou passées sur les situations d'insolvabilité, de liquidation ou de procédure équivalente dont : condamnations pour fraude ou procédure en cours impliquant ou ayant impliqué tout membre des organes de direction et de surveillance de la société (sur une période d'au moins 5 ans)
- Structure actionnariale de l'entreprise et participations détenues par le conseil d'administration ou de surveillance, les principaux dirigeants et le Listing Sponsor
- Description des programmes d'attribution d'actions aux employés
- Description des transactions des personnes ayant des responsabilités de direction dans l'entreprise, conseils, principaux actionnaires ou sociétés appartenant au même groupe que l'émetteur concerné
- Information concernant le capital de la société et sa répartition par catégorie d'actions
- Trésorerie disponible et informations prévisionnelles sur le BFR sur les 12 mois suivant le 1er jour de négociation

▶ Informations juridiques

- Statuts
- Fiscalité / contentieux

▶ Calendrier prévisionnel

- Date de la prochaine assemblée générale annuelle d'actionnaires suivant la candidature
- Calendrier prévisionnel de publication des comptes annuels, audités ou non, le cas échéant, du rapport semestriel suivant la candidature

▶ Parties impliquées dans la transaction

- Identité du Listing Sponsor et apporteur de liquidités sélectionnés par l'émetteur
- Structure d'actionariat allant jusqu'aux bénéficiaires effectifs (i.e. législation de l'UE sur la lutte anti-blanchiment)

Source : Observatoire des offres publiques, 10^e édition portant sur 2018, EY, 2019.

Euronext a également mis au point des **programmes d'accompagnement des jeunes entreprises** désirant entamer un parcours qui sera couronné par une introduction, « TechShare » pour les sociétés de haute technologie et « FamilyShare » pour les sociétés à capital familial. Euronext **réfléchit par ailleurs à un « modèle de marché PME »** qui permettrait de revisiter des sujets aujourd'hui douloureux pour les petites valeurs, « *horaires de fixing, organisation du "market making" dans les statuts des brokers de valeurs moyennes, réduction du pas de cotation* »⁸⁴. Elle cherche également à traiter, au niveau européen, la question du manque d'analyse financière des petites valeurs, peut-être en s'inspirant de l'« analyse sponsorisée » qui a cours en Suisse (hypothèse d'un « *de-unbundle* » partiel).

Un rapport conjoint de **CroissancePlus** (l'association des dirigeants d'entreprises en forte croissance), **Euronext et Paris EUROPLACE** (l'organisation en charge de promouvoir et développer la Place financière de Paris) de novembre 2020 formule ainsi **douze propositions « concrètes pour réaccélérer les développements de la Bourse, au niveau français et européen »**, qui représente selon ses auteurs un « *canal indispensable du financement des entreprises, y compris des PME/ETI, aux côtés des financements bancaires et du capital-investissement* »⁸⁵.

Ces organisations – soulignant que la réforme MiFID 2 « *a déstabilisé les bureaux de recherche qui sont pourtant les artisans de la performance informationnelle de la Bourse* » – considèrent qu'une relance de l'économie de la recherche est fondamentale pour « *créer les conditions d'une transparence et d'une liquidité différentes, indispensables à l'attractivité de la Bourse dans la durée* »⁸⁶.

Le rapport observe par ailleurs qu'une accélération dans la mise en place des mesures d'harmonisation fiscale et réglementaire au niveau européen est nécessaire car celles-ci faciliteraient à la fois « *l'établissement de grands fonds de capital-développement européens* » mais permettraient aussi de lever les freins à la cotation intra-communautaire⁸⁷. Pointant du doigt des « *contraintes techniques liées à la cotation, la post-cotation et la réglementation* » qui inhibent l'accès d'investisseurs européens au capital de PME/ETI cotée françaises, CroissancePlus, Euronext et Paris EUROPLACE demandent des « *mesures de simplification de l'organisation des marchés primaires européens* » par la création d'un « *mécanisme européen* »

84. Interview de Camille Leca, Directrice des opérations listing d'Euronext en France, par Bruno de Roulhac, *L'Agefi Quotidien*, 16 juin 2020.

85. « La bourse comme levier de la relance – 12 propositions pour faciliter le financement des entreprises par le marché », *Rapport* par Paris Europlace, Euronext et CroissancePlus, novembre 2020.

86. *Op. cit.*

87. *Op. cit.*

d'appel public à l'épargne » et l'élimination des « obstacles européens aux cotations transnationales » – notamment en fluidifiant le « passporing », en facilitant « *la conservation/règlement-livraisons de valeurs étrangères* » et la « *libre négociation des titres via les brokers* »⁸⁸.

Les entreprises de marché « font la cour » aux petites valeurs, mais aussi aux autres ! Elles opèrent, en effet, dans un **contexte concurrentiel très aigu** – concurrence **avec le Private Equity, mais aussi entre elles**. La **rapide consolidation du secteur** depuis une vingtaine d'années en est l'illustration. Le processus, enclenché depuis plus d'un demi-siècle, est très net : il a existé plus d'une centaine de Bourses aux États-Unis, des Bourses régionales en France, etc. Euronext, l'opérateur des Bourses d'Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris, a acquis la Bourse de Dublin (2017) puis celle d'Oslo (2019) et enfin, en 2020, la Bourse italienne. Les tentatives de rapprochement ne sont pas toutes couronnées de succès ainsi que l'attestent nombre de fusions avortées (Londres-Toronto, Singapour-Sydney, London Stock Exchange Group-Deutsche Börse), souvent en raison de l'opposition des autorités de la concurrence concernées qui cherchent à éviter des situations monopolistiques.

Cet objectif est parfaitement légitime. Il ne fait pas de doute que **la concurrence entre places de cotation est un atout pour les sociétés candidates à l'introduction** qui y trouveront innovation et « service client ». Le fait que les introductions « délocalisées » (par exemple d'une société italienne à Amsterdam ou d'une française au Nasdaq), qui étaient très rares il y a seulement vingt ans, soient aujourd'hui monnaie courante montre bien que **les entreprises y trouvent leur compte** et qu'elles n'hésitent plus à choisir la Bourse qui leur apporte le meilleur rapport avantages/contraintes.

C – Entrer en Bourse, en sortir : deux témoignages

Il nous a ici semblé utile, en complément de l'analyse théorique des avantages et des inconvénients de la cotation en Bourse, d'interroger sur cette problématique deux chefs d'entreprises qui se trouvaient à un tournant à cet égard – l'une, Verallia, qui s'est récemment introduite en bourse, l'autre, Orolia, qui a, elle, décidé de la quitter. On trouvera page suivante ces deux témoignages, qui montrent bien comment chaque entreprise pèse le pour et le contre d'une cotation, et sur quels critères elle le fait.

⁸⁸. « La bourse comme levier de la relance – 12 propositions pour faciliter le financement des entreprises par le marché », *Rapport par Paris Europlace, Euronext et CroissancePlus*, novembre 2020.

Une expérience d'introduction en Bourse : Didier Fontaine, Directeur financier de Verallia au moment de son IPO⁸⁹

Didier Fontaine était Directeur Financier et Directeur du Plan du Groupe Verallia de février 2018 à novembre 2020.

Après avoir débuté sa carrière en finance au Canada et au Brésil, il a occupé diverses fonctions chez Schlumberger avant de prendre la direction administrative et financière de Faurecia Échappement en 2002 puis d'Inergy Automotive en 2005. Il a ensuite rejoint Plastic Omnium en 2009 comme Vice-Président exécutif administration et finance. Directeur administratif et financier de Constellium de 2012 à 2016, il y a mené l'introduction en Bourse à New York et à Paris mi-2013. De 2016 à 2018, il était Directeur administratif et financier et membre du Directoire de Zodiac Aerospace.

Didier Fontaine est diplômé de Sciences Po Paris en Fiscalité Finances et titulaire d'un diplôme supérieur en économétrie de l'Université de Lyon.

Verallia s'est introduite en Bourse en octobre 2019 dans le cadre d'une des « IPOs » les plus importantes à Paris depuis le début du siècle. Pourquoi avez-vous pris cette décision alors que de nombreuses autres entreprises restent privées, voire se retirent de la Bourse en invoquant en particulier le coût et les contraintes qui pèsent sur les sociétés cotées ?

Il y a effectivement des contraintes importantes attachées à la cotation et ce n'est pas faux qu'on a parfois le sentiment de devoir produire en abondance une documentation dont on n'est pas bien sûr que beaucoup de gens la lisent ou y trouvent leur intérêt... Les obligations sont un peu moins écrasantes en Europe – je vous rappelle que nous avons choisi une cotation sur Euronext, en France, et pas aux États-Unis, où la « *full disclosure* » trimestrielle (qui porte sur le résultat, le résultat net par action, et pas seulement sur le chiffre d'affaires comme en Europe) et les contraintes liées à la loi Sarbanes-Oxley sont réellement très pesantes. Mais on ne saurait nier qu'une société qui s'introduit en bourse s'inflige un important travail supplémentaire.

Cela étant dit, il faut aussi rappeler qu'être coté présente de nombreux avantages. Certains sont bien connus et souvent évoqués, comme la possibilité de « payer en papier » une éventuelle acquisition ou encore la notoriété, la respectabilité que procure une cotation en Bourse : les investisseurs et, plus généralement, les partenaires d'affaires d'une société cotée – qui peuvent être à l'étranger – savent qu'elle est sous le contrôle permanent du marché et que, pour cette raison, on est plus assuré qu'elle délivre une information de qualité et qu'elle produit des comptes fiables et fidèles. Dans des métiers globaux comme le nôtre, cette visibilité et cette lisibilité rassurent.

89. Fonctions au moment de l'introduction en Bourse de Verallia.

Mais je voudrais insister sur une autre dimension de la cotation qui, à mon avis, constitue un de ses principaux avantages : elle oblige l'entreprise à une discipline financière et même opérationnelle et à une gouvernance sans faille. La qualité de la clôture, des indicateurs de suivi et de reporting doit être impeccable et respecter très strictement les délais promis au marché. Cela oblige l'entreprise à une organisation et à une circulation de l'information de bonne qualité. Cette discipline est bonne en soi pour l'entreprise et sa crédibilité et, au surplus, elle fédère puissamment les équipes qui sont toutes tendues vers ces objectifs communs.

Verallia est contrôlée par un fonds de Private Equity. Cela a-t-il joué dans la décision de l'introduction en Bourse ?

Nous n'avions pas de problème avec un contrôle exercé très majoritairement par Apollo. On fantasme beaucoup sur les fonds de *Private Equity*, en particulier parce que certains fonds peuvent se voir reprocher de charger excessivement l'entreprise en dette LBO ou de se comporter en simples tailleurs de coûts obsédés par la rentabilité à court terme. La vérité est que l'univers du *Private Equity* est très vaste et hétérogène et que beaucoup de fonds ne se comportent heureusement pas du tout de cette manière. Ils aident au contraire à la composition d'un management de qualité ainsi qu'au développement international et à la stratégie. Nous avons eu d'excellents rapports avec Apollo, qui a pris le temps de nous accompagner.

Mais, inévitablement, tout fonds a un jour besoin de « sortir », en tout cas de préparer la monétisation de la valeur qu'il a créée. À ce moment-là, la cotation en Bourse est souvent une bonne solution pour organiser la sortie progressive, surtout dans des métiers assez concentrés comme les nôtres où la cession à un « stratégique » [NDLR : c'est-à-dire à un concurrent], mode de sortie alternatif, poserait presque fatalement des problèmes d'antitrust et/ou des problèmes sociaux.

Mais il y a pour cela un *timing*, et c'est précisément l'un des savoir-faire des professionnels du *Private Equity* qui achètent souvent « bien », c'est-à-dire quand la valeur de l'entreprise est relativement faible, et qui vendent « bien », proposant au marché un objet désirable parce qu'en croissance et doté d'une très bonne visibilité à moyen et long terme prometteuse d'un dividende stable. Verallia se trouve aujourd'hui exactement dans ce cas.

Il est vrai que notre introduction en Bourse a bénéficié de la relative rareté des vecteurs d'investissement dans notre métier, en particulier en Europe. Les multiples sont de ce fait élevés.

Quelle différence y a-t-il pour vous entre le reporting à un fonds et le reporting au marché ?

Dans les deux cas, il faut assurer un très bon reporting. Mais un fonds de *Private Equity* actionnaire largement majoritaire (si l'on exclut la participation du management et la BPI) est très présent au Conseil d'Administration et vit dans une sorte

d'intimité permanente avec l'entreprise, ce qui requiert naturellement moins d'information régulière formalisée. Symétriquement, des actionnaires dispersés, comme c'est le cas dans une société cotée, ne disposent pas de cet accès et doivent naturellement être informés régulièrement et sur un mode qui garantit une stricte égalité entre eux. Ce sont donc deux exercices différents.

Du point de vue des agrégats pertinents, on peut pointer une différence importante : l'univers du *Private Equity* raisonne principalement sur l'EBITDA, lequel exclut les frais financiers, tandis que l'information livrée au marché, elle, est plus axée sur le résultat d'exploitation, qui les intègre. Je vois d'ailleurs dans cette différence l'un des avantages de la cotation : nous sommes forcés d'être plus attentifs au coût de notre financement.

Le coût de la cotation, au moment de l'introduction puis en période de croisière, est parfois invoqué comme élevé et dissuasif. Qu'en est-il chez Verallia ?

Il faut distinguer l'entrée en bourse de départ et le coût récurrent. L'opération de cotation elle-même nous a coûté 15 millions environ, c'est vrai que c'est un assez gros budget, mais c'est une dépense qu'on ne fait qu'une fois – comme évoqué, nous avons par ailleurs déjà structuré et renforcé les fonctions administratives, avec notamment la mise en place d'un bon contrôle interne, ce qui a également un coût. Le fait d'être coté entraîne des dépenses supplémentaires de redevance à Euronext de charge administrative et de voyages pour rencontrer les investisseurs (*road show*). Le total se monte à environ 2 à 3 millions d'euros par an, ce qui est significatif mais évidemment absorbable par une société comme la nôtre. Au surplus, nous avons profité de l'opération pour renégocier notre dette ce qui nous permet une économie annuelle couvrant en réalité le coût de la cotation.

Le dialogue avec les investisseurs, justement, est parfois présenté par les dirigeants d'entreprise comme pénible compte tenu de leur peu de connaissance de la société et de son environnement économique. Quelle est votre expérience ?

Ce serait mentir que ne pas avouer qu'il nous arrive de ressentir parfois une certaine lassitude... On ne peut pas espérer ne rencontrer que des investisseurs de marché aussi compétents et connaisseurs du business que l'était auparavant notre unique actionnaire fonds de *Private Equity* ! Quand un analyste peu au fait du métier nous pose une question, disons, assez navrante, il est difficile de ne pas soupirer en se disant « J'étais bien quand nous n'étions pas cotés »... Mais il ne faut pas généraliser : beaucoup d'investisseurs, en particulier les « *long only* », sont très sophistiqués et excellents connaisseurs de notre secteur. Échanger avec eux est plaisant et intellectuellement stimulant. On apprend du marché ! Il vous amène parfois des idées inattendues et pertinentes. Qu'il ne le fasse pas toujours est normal.

Par ailleurs, cela permet aussi d'avancer sur des sujets clés pour notre environnement comme la gouvernance et surtout l'ESG qui est une vraie et souhaitable tendance de fond.

Une expérience de retrait de la cote : Jean-Yves Courtois, CEO d'Orolia

Docteur en sciences physiques (spécialiste de physique quantique), Jean-Yves Courtois consacre la première partie de sa vie professionnelle à l'enseignement et la recherche mais la deuxième partie au monde de l'industrie.

Entré chez Thales, le groupe le charge, en 2002, de céder une filiale située dans le sud de la France, Thales Microsonics, spécialisée dans les composants pour télécommunications mobiles et les activités militaires. Celle-ci est rachetée par un groupe familial, Temex, qui lui en confie la direction générale. Jean-Yves Courtois repositionne la société.

Puis il la scinde en deux : les activités de composants d'un côté et celles d'équipements et de systèmes, à partir desquelles Jean-Yves Courtois crée Orolia. Cette dernière est introduite en Bourse en 2007 sur Alternext Paris (Euronext growth).

Après avoir fait une offre publique de retrait en juillet 2016, Orolia est radiée d'Alternext le 22 septembre.

À peine dix ans de cotation, pourquoi le choix d'un retrait de la cote ?

En 2007, lors de l'entrée en Bourse sur Alternext, le chiffre d'affaires d'Orolia était d'environ 12 millions d'euros et il y avait un besoin de trouver 10 millions pour réaliser une acquisition. Or, Orolia était une petite société, inconnue et avec des actionnaires préoccupés par la dilution. L'idée était qu'une introduction en Bourse permettrait en quelque sorte d'appartenir à une « élite » avec des méthodes de gestion plus élaborées. Ce point était d'autant plus important que l'acquisition portait sur une entreprise internationale. Une cotation permettait donc d'obtenir à la fois une valorisation plus précise de l'entreprise, une amélioration de la crédibilité, une levée rapide de capitaux et enfin une visibilité à l'international.

Tout s'est bien passé et nous n'avons aucun regret.

En 2013-2014, les premières limites d'Alternext ont commencé à apparaître du fait qu'Orolia est une société très hightech dont l'objet est difficile à expliquer au public. Par ailleurs, le chiffre d'affaires était passé à une centaine de millions, nous avions besoin de plus de capitaux mais Alternext n'avait pas assez de profondeur, surtout pour une société trop compliquée.

Un autre problème soulevé par la cotation était la nécessaire publication trimestrielle du chiffre d'affaires et celle semestrielle des comptes. Non seulement c'est beaucoup de travail pour une petite société mais surtout, à chaque fois, il était compliqué d'expliquer les événements exceptionnels tels que les « *write off* » pour arrêter certains développements ou activités. Cela créait un « buzz » négatif. En fait, quand on est coté, il y a trop de réactions hâtives, voire simplistes, aux communiqués

financiers ce qui engendre de la volatilité pour le cours du titre, surtout dans le cadre d'Alternext. Or, nous étions trop petit pour passer sur Euronext, d'où la décision de retrait de la cote et de faire appel au *Private Equity*.

À l'été 2015, nous avons entamé un « *roadshow* » aux USA et en France. Notre objectif était d'avoir au capital un fonds capable de mettre 20 à 30 millions si nécessaire. Nous avons eu 8 offres de fonds, avec de meilleures valorisations en France. Nous avons fait le choix d'Eurazeo pour leur volonté stratégique de détention à long terme tout en investissant pour la croissance. La structure actuelle du capital est : 52 % pour Eurazeo, 41 % pour la famille Asscher et 7 % au management.

Quelles sont les principales différences entre une cotation en Bourse et avoir un fonds de Private Equity majoritaire au capital ?

Une première différence est liée aux modalités de rémunération incitatives des managers. En Bourse, c'est avec des actions ; en *Private Equity* c'est la participation à la création de valeur avec effet de levier. Mais cela n'a pas joué sur notre décision.

Un avantage important est que les fonds de *Private Equity* savent prendre des décisions stratégiques avec un horizon de moyen terme. De plus, la gouvernance du Conseil d'Administration est de meilleure qualité en *Private Equity*, les administrateurs étant plus motivés et plus insistants sur la « vraie » création de valeur.

Le problème de la cotation en Bourse est que la valeur du cours peut différer de la valeur de la société (surtout pour une société de haute technicité). De plus, la pression du court terme est un handicap plus important pour les entreprises dans le secteur de la défense (où la volatilité sur les contrats et la durée du retour sur les investissements de croissance se traduit par une volatilité des cours).

Cela ne veut pas dire que tous les fonds de *Private Equity* sont équivalents. Certains font par exemple baisser de 25 % la Recherche et le Développement simplement pour faire augmenter l'EBITDA. Il faut bien choisir son fonds de *Private Equity*, à condition bien sûr d'avoir le choix.

En Bourse, le seul contrôle c'est la communication aux analystes tous les semestres. Mais il y a trop peu de suivi approfondi des petites valeurs.

En conclusion, Orolia était entrée dans une « phase de vie » où la Bourse était moins adaptée.

III. Vers une « Bourse 2.0 » ?

La désaffection vis-à-vis des Bourses à laquelle on assiste depuis une vingtaine d'années conduira-t-elle à leur disparition ? On pourrait le penser : désertion des émetteurs, hyper-concurrence entre les entreprises de marché, montée en puissance rapide du *Private Equity* qui constitue une solution alternative et pour les entreprises à la recherche de capitaux, et pour les investisseurs à la recherche de vecteurs de placement – on l'a vu, la **liste est longue des périls qu'elle doit aujourd'hui affronter**. On aurait pourtant tort de l'enterrer trop vite. Elle donne même à certains égards des signes de vitalité qu'on n'aurait pas imaginés il y a seulement un an ou deux...

A – Bourse pas morte !

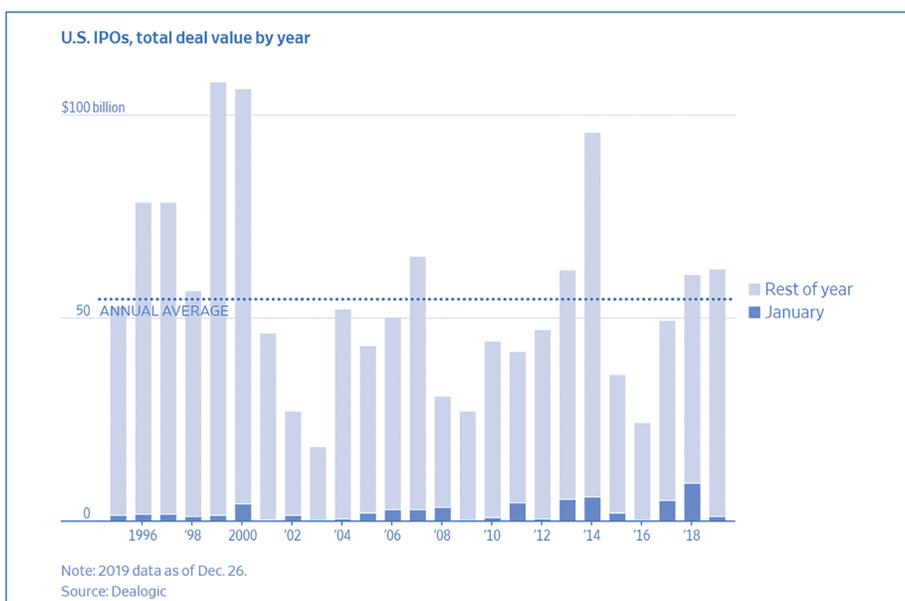
Le 29 décembre 2019, le *Wall Street Journal* publiait en Une un long article intitulé : « 2019, année de la déception pour les introductions en Bourse »⁹⁰. Maureen Farrell y déplorait la faiblesse du nombre d'IPOs réalisées cette année-là, très inférieure aux prévisions, et le montant limité des capitaux levés (61 milliards de dollars tout de même, mais Uber et Lyft avaient fortement dopé ce montant). Un an plus tard, le 30 décembre 2020, le même journal affichait à la première page sous la même signature ce titre triomphal : « **Record d'introductions en Bourse en 2020** »⁹¹. L'auteur pointait dans ce second article les **167 milliards de dollars levés sur l'année sur les marchés action américains (un record depuis l'année du boom des « dot-com » en 1999)** au fil de 454 introductions en Bourse dont celles, fracassantes, de Palantir, DoorDash et Airbnb.

La succession à un an d'intervalle de ces deux articles, séparés au surplus par une crise sanitaire mondiale dont on aurait pu attendre des effets dévastateurs, montre, d'une part, que les tendances peuvent rapidement s'inverser en termes d'intérêt des entreprises pour la Bourse et, d'autre part, que les **introductions, au moins aux États-Unis, sont désormais plutôt sur une pente ascendante**. À la vérité, même si 2019 avait déçu les attentes (malgré les introductions de Uber, Lyft et Pinterest),

90. "2019: The Year of IPO Disappointment", Maureen Farrell, *Wall Street Journal*, 29 décembre 2020.

91. "Record IPO Surge Set to Roll On in 2021", Maureen Farrell, *Wall Street Journal*, 30 décembre 2020.

elle n'était pas si mauvaise que ça puisqu'elle constituait, après le point bas atteint en 2016 (24 milliards de dollars levés, deuxième plus mauvaise année sur 25 ans), la troisième année de hausse pour les entrées en Bourse à Wall Street - 2020 étant désormais, malgré des débuts poussifs, la quatrième consécutive (voir graphique ci-dessous). « *Cet incroyable dynamisme contraste avec le marasme de ces dernières années, quand les spécialistes de Private Equity et les patrons eux-mêmes prononçaient l'oraison funèbre des entrées en Bourse* », commente le *Wall Street Journal*. On le dirait à moins... En juin 2020, Dun & Bradstreet est même revenu sur la cote dix-huit mois seulement après l'avoir quittée à la faveur de son rachat par le fonds Blackstone - tout un symbole...



Source : U.S. IPOs, total deal value by year, Dealogic, "2019: The Year of IPO Disappointment", Maureen Farrell, *Wall Street Journal*, 29 décembre 2020⁹².

Au niveau mondial, 2020 a également vu tomber, selon Refinitiv, un double record avec 850 milliards d'euros de capitaux levés sur les marchés actions (niveau inédit) dont près de 300 milliards sous la forme d'introductions en Bourse⁹³, volume le plus important enregistré depuis 2007. C'est que **les marchés asiatiques ont, eux**

92. "2019: The Year of IPO Disappointment", Maureen Farrell, *Wall Street Journal*, 29 décembre 2020.

93. Le solde est le fruit d'augmentations de capital de sociétés déjà cotées.

aussi, été très actifs d'IPO, raflant même, sur les neuf premiers mois de 2020, 64 % des introductions réalisées dans le monde et 52 % des fonds ainsi récoltés⁹⁴. Sur la même période, en **revanche, la zone Europe-Moyen-Orient** (où l'Europe se taille la part du lion) n'a levé que 17,6 milliards de dollars en 130 opérations, soit environ un quart de moins que sur la même période de 2019. **L'absence d'un secteur technologique aussi développé** que dans les deux autres zones, et en particulier de « licornes » digitales, **explique sans doute largement ce retard**⁹⁵.

Mais **il ne faut pas en déduire que l'Europe des introductions en Bourse est à l'arrêt** : en mai 2020, le numéro deux du café conditionné, **JDE Peet's**, avait levé 2,25 milliards d'euros en s'introduisant sur **Euronext Amsterdam**, faisant apparaître une valeur globale de 17 milliards d'euros et marquant un record de plus de dix-huit mois (qui refermait un semestre de vaches maigres pour les introductions européennes). Il rejoignait à la cote néerlandaise deux géants, la fintech **Adyen**, spécialiste des paiements, entrée en juin 2018 et qui frôle les 50 milliards d'euros de capitalisation (c'est-à-dire plus que BNP Paribas et Société Générale réunies !) et, surtout, le géant du e-commerce et du pari en ligne sud-africain **Prosus**⁹⁶, coté pour la première fois en septembre 2019 et qui valait en Bourse, fin 2020, plus de 145 milliards d'euros.

D'autres marchés européens ont, fût-ce moins spectaculairement, connu une belle année. **Londres** a entre autres vu entrer à la cote **The Hut Group** (e-commerce), dont l'introduction en Bourse en septembre 2020 a fait ressortir une capitalisation de 4 milliards d'euros, ce qui en fait la plus grosse opération de ce type à la City depuis 2013. Plus anecdotique, la **Bourse d'Oslo** a connu un record d'introductions (en nombre) couvrant des secteurs très variés, du pétrole aux pêcheries en passant par le shipping⁹⁷. **Milan** (une seule entrée en Bourse significative, celle du groupe de technologies de filtration, de masques et de respirateurs GVS pour 570 millions d'euros⁹⁸) **et Paris sont en revanche largement restés à l'écart du mouvement.**

Hors le lancement spectaculaire du SPAC du trio Niel-Zouari-Pigasse (cf. *infra* pages 77 et suivantes), **une seule introduction** importante a eu lieu sur le marché

94. "2021 Geostrategic Outlook - The geopolitics of COVID-19 will shape the global business environment", Geostrategic Business Group, EY, December 2020.

95. C'est le point de vue de Franck Sebag, associé chez EY, cité par *L'Agefi Quotidien*, « L'Europe reste en marge du mouvement de reprise des IPO », 16 octobre 2020.

96. Dont l'un des atouts est de posséder presque un tiers du capital du géant chinois Tencent...

97. "Lockdown winners drive Europe's IPO market to surpass 2019", Bloomberg, 15 décembre 2020.

98. L'actualité boursière et l'actualité « people » ont cependant convergé à la mi-octobre lorsque a été annoncée l'intention de l'influenceuse italienne (star d'*Instagram*) Chiara Ferragni de solliciter prochainement une cotation de ses affaires...

réglementé parisien en 2020 – l'éditeur de jeux vidéo Nacon, dont la capitalisation est de 650 millions d'euros seulement – alors que 2019 avait vu entrer en Bourse de Paris deux grosses valeurs, la FDJ et Verallia. Mais les « micro-IPOs » se sont poursuivies à un rythme assez actif, en particulier en France sur le secteur des biotech et des medtech, qu'Euronext Paris courtise activement⁹⁹. Les entreprises de marché « en retard » affirment au surplus attendre de **nombreuses introductions en 2021**, en particulier des entreprises technologiques.

L'année 2020 aura également été marquée, dans tous les grands pays, par **le retour, à la faveur du trou d'air lié à la crise sanitaire du printemps 2020, des investisseurs individuels** – plusieurs millions aux États-Unis, plusieurs centaines de milliers en France, selon les estimations des régulateurs.

Le paysage général n'est donc globalement pas celui d'une dévastation, il est même plus engageant qu'il y a quelques années. Les investisseurs, en tout cas, croient, eux, à l'avenir des Bourses ! **La capitalisation d'Euronext** (qui est cotée à Paris) **a plus que doublé en cinq ans** et frôle les 7 milliards (c'est-à-dire à peu près autant que Seb ou Dassault Aviation). Et **il aura fallu moins de quatre ans à l'Intercontinental Exchange** (ICE, qui a racheté le NYSE en 2012) pour parvenir à la même performance. On a déjà vu des secteurs suscitant plus de scepticisme... C'est peut-être qu'il y a des raisons d'y croire.

B – *Private Equity* : indices, interstices et interrogations

L'une d'entre elle est que, avec le temps, les Bourses ont pour partie dominé leur peur du *Private Equity*. Pendant une grosse décennie, celui-ci les a en quelque sorte déshabillées, détournant vers lui jeunes entreprises cherchant des financement et entreprises matures sortant de la cote. Moins d'introductions, plus de retraits : c'est cet effet de ciseaux, on l'a vu, qui explique l'attrition des marchés actions, et le *Private Equity* en a été l'un des agents les plus actifs. **La concurrence du *Private Equity* est là pour longtemps** et les Bourses ne lui reprendront jamais l'intégralité de la part considérable du financement en fonds propres des entreprises qu'elles ont dû lui concéder. Mais, avec le temps, **le profil de ce rival se précise et fait apparaître, pour les entreprises de marché, de nouvelles opportunités et de sérieux arguments à faire valoir dans la compétition**, dans l'espoir d'au moins

⁹⁹. Il est frappant que, fin 2020, 14 entreprises cotées à Paris travaillaient sur la lutte contre la Covid-19 – Voir : « Covid-19 : impacts sur les Biotechs cotées – Analyse sur les risques et la communication financière », KPMG, 16 décembre 2020.

enrayer le basculement. Elles ne s'en privent pas. D'une part, elles s'efforcent d'égaliser certains des avantages du *Private Equity*, d'autre part, elles comptent sur une plus large prise de conscience de ses inconvénients. Il s'agit de se glisser dans les creux, et de magnifier les bosses...

a) Égaliser les atouts du *Private Equity*

L'un des avantages comparatifs du *Private Equity*, en tout cas d'une grande partie de ses acteurs, est d'offrir à ses investisseurs **un accès plus important au compartiment qui a produit les meilleures performances ces dernières années, la technologie**. Certes, les GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft), tout comme Tesla ou Alibaba, sont dûment cotés – leurs parcours boursiers sont même devenus légendaires. Mais, depuis dix ans, les Bourses ont en réalité été assez largement tenues à l'écart des parcours les plus spectaculaires, en particulier ceux des **start-up de la Silicon Valley, dont le décollage se fait d'abord au profit des fonds qui y investissent très tôt** en capital. **Du point de vue de l'investisseur** désireux de capter une partie de la valeur créée par l'ébullition technologique californienne (et plus largement américaine), mais aussi asiatique ou européenne, **le bon choix, le seul en fait, a trop longtemps été celui du *Private Equity***, et pas celui de la Bourse où les valeurs tech sont rares – en particulier en Europe – et où ces valeurs arrivent plus tardivement après un parcours réussi au sein des fonds dont elles ont dopé le rendement. Cela est d'autant plus important que la plupart des investisseurs en actions cotées pratiquent aujourd'hui une « gestion passive » consistant à acheter (ou à répliquer) les grands indices boursiers, si bien que **le défaut de technologiques dans la composition des grands indices** les repousse et les détourne vers le *Private Equity*.

Pour corriger le tir, **les grandes Bourses**, en particulier celles de New York et Shanghai, font désormais un effort particulier pour **aller chercher et faire entrer à la cote des entreprises technologiques** qui ont encore une forte capacité de progression. Cela peut consister à amener au marché des entreprises jeunes à fort potentiel – ce à quoi contribuent puissamment certaines innovations évoquées plus haut en termes de plateformes spécifiques ou de programme d'accompagnement (par exemple Euronext Growth Paris et TechShare) – mais aussi à y faire entrer de plus grandes sociétés. Celles-ci peuvent-être le fruit de *spin-off*¹⁰⁰ ou de *build-up*¹⁰¹

100. Une opération de *spin-off* consiste à vendre une partie de ses activités, généralement sous forme de cession d'une filiale dédiée à cette activité.

101. Une opération de *build-up* consiste à racheter une première entreprise en recourant au crédit pour ensuite acquérir d'autres sociétés du même secteur d'activité.

comme la société de paiement **Worldline** (qui est précisément les deux...) entrée à Euronext Paris en 2014 puis admise début 2019 au CAC 40, devenu la vingt-troisième plus grosse capitalisation parisienne. La **création de compartiments dédiés** aux entreprises qui sont aux marches des indices phares (par exemple le Next 40 chez Euronext Paris) ou **spécialisés sur la technologie** (French Tech 120) et d'indices attachés contribue aussi à attirer les investisseurs en leur offrant la possibilité de miser sur cette catégorie qu'on ne trouvait auparavant en densité suffisante que dans le *Private Equity*¹⁰².

Les nouvelles recrues « tech » de la cote peuvent aussi être introduites en Bourse par **leurs fondateurs ou/et par les fonds qui les ont accompagnées dans un premier temps mais veulent « monétiser »**. On assiste depuis deux ou trois ans à Wall-Street à un puissant mouvement en ce sens, la quasi-totalité des très grandes introductions technologiques récentes (Uber, Lyft, Zoom, Airbnb, Pinterest, etc.), qui se multiplient, correspondant précisément à ce schéma. **La Bourse prend ainsi le relais de fonds** qui peuvent réallouer leurs capitaux à d'autres futures *success story*, tandis que la cote s'enrichit de cette précieuse composante technologique.

L'Europe, malgré ses efforts, reste cependant aujourd'hui à la traîne dans cette démarche¹⁰³ et les **entreprises de technologie qui entrent en Bourse sur le Vieux continent le font trop souvent trop tôt, comme solution de repli**, non pas parce qu'il est temps pour des fonds actionnaires de passer la main mais au contraire **faute que des fonds de capital développement** locaux (trop peu nombreux et pas assez dotés) **puissent les accompagner, comme il serait préférable** à ce stade de leur développement : ainsi que le relevait le rapport Tibi à l'été 2019, « *la médiane des capitalisations boursières des entreprises technologiques introduites à Paris ces trois dernières années était de 57 millions d'euros en France. En comparaison, la capitalisation boursière médiane des entreprises technologiques au moment de leur introduction en 2018 sur le Nasdaq et le NYSE était de 608 millions de dollars* »¹⁰⁴. Mais de nombreuses initiatives montrent que **la Place de Paris semble vouloir se mobiliser en ce sens**.

¹⁰². Les pouvoirs publics peuvent jouer un rôle en mobilisant les énergies autour d'un parcours d'excellence des sociétés de technologie qui, passé un certain nombre de levées, peuvent accéder au marché. C'est par exemple ce que fait, en France, Cédric O, Secrétaire d'État en charge du numérique, très soucieux de renouveler le marché parisien par « une vague d'IPOs ».

¹⁰³. « *Seulement seize entreprises de technologie ont été cotées cette année en Europe [sur les huit premiers mois], le plus petit nombre en dix ans, (...) levant collectivement 650 millions de dollars, soit une minuscule fraction des 9,2 milliards de dollars levés (sur l'introduction de valeurs technologiques) et des plus de 23 milliards de dollars levés en Asie* » ("Tech IPOs Are Booming Everywhere But in Europe This Year", Swetha Gopinath et Myriam Balezou, Bloomberg, 2 septembre 2019).

¹⁰⁴. « Financer la quatrième révolution industrielle - Lever le verrou du financement des entreprises technologiques », Philippe Tibi, Rapport remis au ministre de l'Économie et des Finances, juillet 2019.

Le *Private Equity*, on l'a vu, **permet aussi aux fondateurs de garder le contrôle**, en tout cas de ne pas avoir une myriade d'interlocuteurs avec qui ils doivent partager le pouvoir, en particulier aux moments-clés de la vie de la société. Cela est normalement impossible en Bourse, sauf à limiter le flottant à l'extrême, ce qui pose des problèmes de volatilité. Pour s'aligner, **certaines Bourses offrent aux sociétés qu'elles accueillent la possibilité d'actions à droit de vote multiple**, permettant aux fondateurs ou aux actionnaires historiques de peser à l'Assemblée Générale deux, dix, voire... mille fois plus que les nouveaux venus qui ont acheté leurs actions sur le marché. On tourne clairement le dos, ici, à la « pureté » de la démocratie actionnariale – et certaines places, comme Londres ou Paris¹⁰⁵ s'y refusent catégoriquement, s'en tenant au principe, auquel sont d'ailleurs attachés les associations d'actionnaires (mais aussi les activistes et tous les fomenteurs d'OPA...), d'une action-une voix. Mais d'autres, comme les **Bourses suisse ou néerlandaise**, ne s'encombrent pas de ces scrupules. L'une des raisons du succès d'Euronext-Amsterdam par rapport à Euronext-Paris est précisément le fait que **les actions à droit de vote multiple sont autorisées à Amsterdam, et pas à Paris**. Hong-Kong, qui avait un temps interdit ce dispositif, y est d'ailleurs rapidement revenu pour ne pas s'aliéner les candidats à la cotation, qu'ils sentaient hésitants¹⁰⁶...

b) Compter sur les limites du *Private Equity*

Le *Private Equity* est condamné à investir avec un **horizon limité au court et moyen terme** : sauf de rares acteurs investissant sur leurs capitaux permanents, l'industrie fonctionne en levant des fonds qui doivent être restitués (ou dont doit au moins leur offrir la possible restitution) au bout de quelques années, typiquement cinq, huit, parfois dix. Cela **l'empêche de s'intéresser à certaines entreprises dont les cycles de développement** sont très longs au point qu'ils **dépassent son horizon d'investissement du *Private Equity***.

Cette limite crée, pour les Bourses, des **interstices, en particulier sectoriels**, sur lesquelles les Bourses peuvent se positionner sans risque d'être concurrencées par leur grand rival. Euronext a ainsi fait le choix de **miser particulièrement sur les petites entreprises de BioTech et de MedTech** (technologies médicales avancées) qui ont souvent besoin de **dix ou quinze ans de recherche** avant d'avoir un chiffre

105. Sauf s'agissant des droits de vote multiple acquis à raison de la durée de détention d'un titre.

106. Les actions à droit de vote multiple sont de nouveau autorisées à Hong Kong depuis avril 2018.

d'affaires significatif, *a fortiori* de dégager des bénéficiers – ce qui les élimine comme vecteur d'investissement pour le *Private Equity*, mais pas pour un investisseur en Bourse patient (et donc peu soucieux de la liquidité que de telles petites capitalisations ne sont pas en situation d'offrir). Il s'agit cependant, ces entreprises étant vulnérables, de placements très aléatoires, ce qui limite les marges de manœuvre des Bourses dès lors qu'elles ne souhaitent pas mettre les épargnants excessivement en risque¹⁰⁷.

Plus grave, **le rendement réel du *Private Equity* est aujourd'hui en débat, certains économistes contestant même la réalité de sa surperformance vis-à-vis des marchés.** Ce point est crucial dès lors que, comme on l'a vu plus haut, l'industrie tend à présenter son **TRI** (Taux de Rendement Interne, ou IRR – *Internal Rate of Return*) élevé, souvent vanté comme étant à peu près le double de celui d'un placement en Bourse, comme la **généreuse compensation de l'illiquidité inhérente au *Private Equity*.** On comprend bien, dès lors, que si **la surperformance est effectivement plus faible qu'on l'imagine**, voire inexistante comme l'affirment certains experts, **le « deal » offert par le *Private Equity* perd beaucoup de son attrait...**

La thèse défendue par ces voix critiques est que les chiffres de rendement affichés par le *Private Equity* sont biaisés par toutes sortes de conventions inaperçues des souscripteurs mais qui leur ôtent toute signification opérationnelle. Ils pointent en particulier l'usage de **TRI « brut », c'est-à-dire considérés avant l'imputation des frais de gestion, lesquels peuvent être considérables** en matière de *Private Equity*. Ludovic Phalippou, un Français formé à la Toulouse Business School puis à l'Université de Californie et à l'Insead qui enseigne aujourd'hui l'économie financière à Oxford où il dirige le domaine académique Finance et Comptabilité de la Saïd Business School, est devenu l'un des contempteurs les plus déterminés du *Private Equity* et a publié à ce sujet plusieurs travaux de recherche académique¹⁰⁸ mais aussi un livre accusateur¹⁰⁹. Il estime que, là où les fonds classiques permettant

107. Euronext Paris attribue d'ailleurs l'importance du nombre des retraits de la cote observés ces dernières années à la surreprésentation des « micro-cap » parmi les entreprises qu'il accueille, et dit explicitement s'attendre à davantage de radiations dans ce compartiment (en particulier sur Euronext Growth) dans les mois et années à venir en raison de leur vulnérabilité à la crise sanitaire et économique compte tenu de leur structure de bilan – source : entretien avec Camille Leca, Directrice des opérations listing d'Euronext en France, septembre 2020.

108. "Private Equity Portfolio Company Fees", avec M. Ueber et C. Rauch, 2018, *Journal of Financial Economics* n° 129 ; "Estimating Private Equity Returns from Limited Partner Cash Flows", avec A. Ang, B. Chen et W. Goetzmann, 2018, *Journal of Finance* n° 73 ; ou encore "Thirty years after Jensen's prediction: Is Private Equity a superior form of ownership?", 2020, avec P. Morris, *Oxford Review of Economic Policy*, n°36 ; mais aussi et surtout "An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory", *Working Paper*, University of Oxford, Saïd Business School, juin 2020.

109. "Private Equity laid bare", Ludovic Phalippou, publié à compte d'auteur, 7 septembre 2017.

d'accéder à un placement coté (Mutual funds, FCP, Sicav, etc.) prélèvent usuellement des frais de 0,5 % à 1 % par an, les fonds de *Private Equity*, eux, se rémunèrent couramment, tout compris, à hauteur de 5 % à 6 % des actifs sous gestion.

Cette différence peut aboutir à **un décalage substantiel entre le rendement brut** couramment affiché vis-à-vis des investisseurs **et le rendement net de frais**, le seul qui les intéresse effectivement (en tout cas, le seul qui devrait les intéresser) – **réduisant même à peu près à néant**, affirme-t-il, la **surperformance affichée**. **D'autres biais** ont été pointés par Phalippou, comme par exemple le caractère largement fictif, affirme-t-il, des performances intermédiaires dès lors que la liquidité n'est pas là (permettant de les monétiser) ou encore le **choix** (délibéré selon lui) **comme benchmark** de la performance de l'industrie **d'indices boursiers peu appropriés, mais flatteurs**. Au total, affirme-t-il, aucun des chiffres avancés n'est jamais faux, mais l'usage qui en est fait serait contestable et de nature à donner une image très favorable de la réalité. C'est donc un réquisitoire violent auquel il se livre.

L'acharnement de Phalippou serait presque suspect¹¹⁰ s'il n'était assis sur une recherche dont la profondeur et la qualité ne sont pas discutées et s'il n'avait **attiré l'attention de grands médias très avertis et sélectifs** comme *The Economist*¹¹¹ ou le *Financial Times*¹¹² (qui l'a cité et a évoqué ses travaux pas moins de soixante fois !) **et même du régulateur** : un comité spécial de la SEC (gendarme de la Bourse américain, équivalent de l'AMF) l'a ainsi auditionné en septembre 2020 et entendu dire (sans, affirme le *Financial Times*, que les autres panélistes, même les représentants de l'industrie, ne le contredisent) que certaines conventions peu explicites utilisées dans la présentation du TRI permettaient de « faire ressortir une performance impressionnante à partir de rien » (*"an amazing track record out of thin air"*). Phalippou insiste également sur l'avèrs de la médaille de frais de gestion très élevés :

110. D'autres éminents chercheurs ont cependant produit, avant les travaux de Phalippou mais aussi à sa suite, des études largement convergentes – en particulier les Professeurs Robert Harris (Université de Virginie – Darden School of Business), Tim Jenkinson (Oxford – Saïd Business School) et Steven Kaplan (Université de Chicago – Booth School of Business) dans un travail de 2015, "How Do Private Equity Investments Perform Compared to Public Equity?", mais aussi Victoria Ivashina et Josh Lerner (Harvard Business School) dans plusieurs articles dont "Pay Now or Pay Later? The Economics within the Private Equity Partnership".

111. Voir en particulier "Impaired visibility" – Visibilité réduite, article renommé, dans sa version *online*, "Can Private Equity's numbers be trusted?" – Peut-on se fier aux chiffres du *Private Equity* ?, *The Economist*, 5 septembre 2020.

112. Voir en particulier "The real "money heist" is taking place in Private Equity" – Le braquage du *Private Equity*, par Jonathan Ford, *Financial Times*, 21 juin 2020 ; ou "Investors need to lift the lid on Private Equity" – Il faut que les investisseurs soulèvent le couvercle du *Private Equity*, par le même auteur, *Financial Times*, 20 septembre 2020.

les rémunérations très élevées que perçoivent les salariés du *Private Equity*, en particulier les dirigeants des grands opérateurs, sous forme de salaire, mais aussi de *carried interest* (rémunération indexée sur la performance affichée, justement, du fonds).

Au total, affirme-t-il sur la base de calculs réalisés sur les performances du *Private Equity* **entre 2006 et 2019, un investisseur aurait, sur cette période, réalisé une performance à peu près comparable s'il avait simplement mis... sur un fonds indiciel** (degré zéro de la valeur ajoutée de gestion puisqu'il calque simplement la performance moyenne des Bourses)¹¹³ **tandis que**, pendant le même temps, **les sociétés de management des fonds de *Private Equity* percevaient collectivement 230 milliards de dollars** de frais de gestion (alimentant naturellement les généreuses rémunérations qu'il évoque)¹¹⁴. Ces éléments ont été largement relayés par la presse financière britannique et américaine dans un parfum de semi-scandale.

De grands acteurs du *Private Equity* (en particulier Blackstone, mis en cause dans la critique de l'opération Hilton, mais aussi KKR, Invest Europe¹¹⁵ ou encore la British Private Equity and Venture Capital Association¹¹⁶) ont **vivement récusé les analyses de Ludovic Phalippou**, lui reprochant en particulier à leur tour de... sélectionner les données pour servir son propos.

L'industrie a de sérieux arguments à faire valoir : sa valeur ajoutée devrait aussi se mesurer, au-delà des critères de rendement, en développement économique grâce au développement des entreprises « accompagnées » dans des phases-clés de leur développement (internationalisation, build-up...), le *carried interest* ne serait dû que si le "*hurdle*" (seuil de performance minimal, généralement fixé à 8 %) est franchi – c'est un fait –, le recours de plus en plus massif au *Private Equity* par des investisseurs institutionnels très sophistiqués (fonds de pension, fonds de dotation des grandes universités, etc.) et procédant à des vérifications très poussées (*due*

113. Phalippou s'est même « amusé » à démontrer que le LBO considéré comme le plus réussi (et nominalelement le plus rentable) de l'histoire du *Private Equity*, celui de la chaîne hôtelière Hilton, avait produit pour ses investisseurs un rendement inférieur, frais déduit, à celui que leur aurait procuré un simple investissement en Bourse dans Marriott, un des principaux concurrents de Hilton. In "An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory", *op. cit.*

114. Le *Financial Times* évoquait le 29 juin 2020, sous la plume de Robin Wigglesworth ("Why private capital will benefit from the crisis"), le fait que « les fonds de capital investissement semblent avoir de meilleurs rendements pour leurs managers que pour leurs investisseurs, et (que) cela est particulièrement vrai du *Private Equity* ». Le titre même du dernier travail de recherche de Phalippou, d'ailleurs le plus polémique, "Private Equity Returns & The Billionaire Factory" (*op. cit.*) suggère la même conclusion assassine.

115. "Private Equity has clear long-term benefits for investors", *Financial Times*, 19 juin 2020.

116. "Statement on fund performance", BVCA, 17 juin 2020.

diligences) ne serait pas compatible avec les accusations portées contre lui et, enfin, la réalité de la surperformance serait incontestable, même après homogénéisation des mesures entre marché boursier et investissement en non-coté.

Fût-elle feutrée, la bataille des chiffres fait rage sur le sujet depuis l'été 2020. Il n'empêche : le ver est dans le fruit et il est très probable que, **à l'avenir, les grands investisseurs**, parfois jusqu'alors insuffisamment regardants, **scruteront de beaucoup plus près les modes de calcul des rendements que leur promet l'industrie du *Private Equity***, avec le risque que la comparaison avec la Bourse soit, à l'arrivée, beaucoup moins favorable, et aussi que les évolutions réglementaires en cours ici et là aux fins d'élargir l'accès du *Private Equity* aux particuliers s'en trouvent ralenties¹¹⁷.

C'est là, à l'évidence, une **évolution favorable aux Bourses**.

C – D'une Bourse à l'autre : une pratique des entrées à la cote en voie de refondation

De leur côté, les grands marchés de cotation qui avaient plus particulièrement souffert de la désaffection des investisseurs multiplient, depuis quelques années, les **initiatives pour élargir leur « base de clientèle » et renouveler leurs pratiques**, non sans un certain succès.

On a déjà vu plus haut les efforts que font tous les marchés, y compris européens, pour favoriser l'entrée en Bourse d'entreprises technologiques et, à cette fin, particulièrement en France, pour faire émerger un écosystème permettant que « maturent » dans des fonds dédiés les licornes de demain qui entreront à la cote quand leur taille le leur permettra. On a dit, aussi, combien les entreprises de marché s'efforçaient de réduire les obstacles à la cotation tels que perçus par les émetteurs.

Mais **les évolutions les plus importantes ont lieu, depuis 2015 environ, en matière de techniques d'entrée en Bourse**, avec en particulier, et spécialement à Wall Street, le développement rapide des **PIPE** (*Private Investments in Public Equity*, ou « *Direct listing* ») et des **SPACs** (*Special-Purpose Acquisition Companies*). Derrière

¹¹⁷ La contestation acharnée depuis 2017, en France, par l'*asset manager* Moneta de certains actes de gestion d'Altamir, une des rares sociétés de capital-investissement cotées, et l'annonce en septembre 2019, en Allemagne, du prochain retrait de la cote de Rocket Internet, ex-étoile montante du capital-investissement, à un prix deux fois et demie inférieur à son cours d'introduction en 2013, ne sont pas de nature à rasséréner à cet égard.

ces deux acronymes se cachent deux **nouvelles manières d'utiliser la Bourse sans avoir à supporter l'intégralité des sujétions** que comporte une introduction traditionnelle. Les Bourses en font une promotion très active – voir à ce sujet, en annexe, l'écran d'accueil du site internet du NYSE en décembre 2020.

Le PIPE, ou Direct listing, est une méthode d'entrée à la cote beaucoup plus légère que l'IPO (Initial Public Offering) traditionnelle.

Le *Direct listing* présente, par rapport à l'IPO, un inconvénient majeur : il **ne permet pas de lever des capitaux**. Mais sa rapidité d'exécution et son caractère économique séduisent de plus en plus d'émetteurs, en particulier aux États-Unis. Spotify (musique en ligne) en 2018 puis Slack (messageries privées) en 2019, Palantir (big data) et Asana (logiciel) à l'automne 2020 y ont eu recours.

La principale différence du *Direct listing* avec l'IPO est qu'il **ne passe pas par l'émission d'actions nouvelles**. Ce sont les actions préexistantes qui sont admises à la cote et qui seront vendues – s'ils le souhaitent ! – par ceux qui les possédaient (fonds, managers, salariés, etc.). En découle une autre très grande différence : **il n'y a pas besoin de payer les services d'une banque ou d'un syndicat bancaire garantissant le placement**, comme c'est le cas pour une IPO, dès lors que le risque n'existe pas qu'un émetteur se retrouve avec, sur les bras, des titres émis par lui mais n'ayant pas trouvé preneur. Qu'elles procèdent en prenant une commission ou en vendant les titres plus cher qu'elles ne les ont achetés, les banques qui garantissent une IPO réalisent un profit qui vient en déduction de la levée pour les entreprises – ces frais n'existant pas dans le cas d'un *Direct listing*.

Enfin, un PIPE ne requiert **pas de « lock-up »**, ce mécanisme qui interdit aux actionnaires de vendre durant une certaine période pour éviter de faire baisser le marché – **la liquidité est donc immédiate, et totale**. Pour finir, la **charge administrative requise par le régulateur** est à certains égards **plus légère**.

En contrepartie, un *Direct listing* **ne bénéficie pas du service de marketing et de régulation du titre assuré par le syndicat de placement dans le cas d'une IPO**, ce qui explique sans doute que beaucoup de PIPE se soient traduits par de **longs mois de baisse** du titre. Spotify a ainsi mis deux ans à retrouver son cours d'introduction et Slack est toujours nettement en-dessous – mais Palantir, elle, s'est envolée dans les mois qui ont suivi sa première cotation en *Direct listing*. Surtout, la communication officielle entourant l'opération étant très légère, **seules peuvent réussir leur cotation directe des entreprises qui jouissent déjà d'une très grande notoriété**.

Au total, même s'il n'est pas fait pour tout le monde, le *Direct listing* permet aux Bourses d'offrir aux entreprises une voie d'entrée alternative « light », au bénéfice de leur attractivité.

Les SPACs, eux, révolutionnent complètement l'approche traditionnelle de l'entrée en Bourse en renversant, en quelque sorte, la séquence temporelle classique – selon laquelle une entreprise entre en Bourse après avoir réussi un parcours précis dûment documenté et en s'engageant sur un projet particulier et détaillé. Un SPAC est en effet, au contraire, **une société sans activité opérationnelle qui lève des fonds en Bourse avec pour objectif unique de réaliser une ou plusieurs acquisitions dans le domaine du non-coté**. Elle s'introduit sur le marché en amont de ces opérations, sans documentation particulière et en demandant aux investisseurs « un chèque en blanc » (les Américains parlent de "*blank-check IPO*").

La métaphore est particulièrement appropriée au sens où l'on ne remet pas un chèque en blanc à n'importe qui : **c'est sur son parcours passé, sur son nom** (et son honorabilité supposée), **que le sponsor d'un SPAC** (généralement un financier aguerré ou l'ex-patron d'une start-up à succès qu'il a revendue) **se présente au marché**, vantant sa connaissance d'un secteur et le profit tiré des précédentes opérations qu'il a faites. Sa réputation lui tient donc lieu de « Prospectus », pour reprendre un instant la terminologie classique... Un **engagement de trouver une cible (généralement dans les 24 mois)** et, ordinairement, de la faire approuver par les actionnaires, est cependant pris par le sponsor qui, subsidiairement, restituera aux souscripteurs les fonds qu'ils ont apportés.

Si le SPAC trouve bien une **cible, il l'acquiert** par voie de *reverse merger take-over* et **fusionne avec elle puis, généralement, prend le nom de la société acquise**. Celle-ci entre ainsi très facilement en Bourse, **sans devoir se soumettre à la lourde liturgie des introductions classiques** puisqu'elle est dispensée même du visa de la SEC. Assez technique et très flexible, le dispositif permet dans le temps, en particulier en fonction de la date d'échéance du SPAC et parfois à la faveur d'un *Direct listing* (SPAC et PIPE pouvant se combiner), un **partage des fonds** qu'il avait recueillis **entre la cible, qui trouve ainsi des ressources** en fonds propres immédiatement disponibles et peu coûteuses, **et les souscripteurs originels du SPAC** (qui peuvent aussi rester actionnaires de l'ensemble fusionné), ainsi récompensés de la foi du charbonnier dont ils ont fait montre au début de l'aventure...

Les SPACs existent depuis les années quatre-vingt mais ils étaient, jusqu'à il y a seulement quelques années, d'un usage très rare. Ils sont aujourd'hui au contraire **les stars de Wall Street** (*Bloomberg Businessweek* a même écrit que le SPAC était

le nouveau « status symbol » pour tout milliardaire qui se respecte¹¹⁸...) et pèsent d'un poids spectaculaire sur l'activité des Bourses américaines : **près de la moitié des fonds levés sur les marchés aux États-Unis en 2020 l'auront été par cette voie¹¹⁹ !**

Sur les neuf premiers mois de 2020, selon SPAC Analytics¹²⁰ – fournisseur de données sur les SPACs, dont la seule existence atteste que tout un business d'analyse et de conseil s'est développé en quelques années autour de ce phénomène, que les grandes banques d'affaires elles-mêmes prennent très au sérieux après l'avoir longtemps snobé... –, **47 SPACs avaient annoncé un « deal »** (c'est-à-dire leur fusion avec une cible non cotée) **pour un montant global de dix milliards d'euros**, et 134 SPACs restaient en chasse avec, dans leur cartoucière, la bagatelle de 40 milliards d'euros.

Début 2021, le phénomène se poursuivait à « *une vitesse fulgurante* » avec une moyenne de **cinq SPACs lancés chaque jour ouvrable en janvier**, notait le *Wall Street Journal*¹²¹. Selon des données de Dealogic, fin janvier 2021, les SPACs concentraient « *plus de 70 % des fonds levés au travers d'introductions en Bourse contre environ la moitié l'an dernier et à peu près 20 % l'année précédente* »¹²².

Les SPACs ne sont plus l'apanage de Wall Street et, outre le NYSE et le Nasdaq (qui se battent à qui aura le plus de SPACs pour doper le chiffre total de leurs levées respectives¹²³...), **de nombreuses places boursières les ont maintenant autorisés**. En octobre 2020, le SPAC ION Acquisition Corp 1 a levé 260 millions de dollars sur la **Bourse de Tel Aviv**, un record au Moyen-Orient, avec pour objectif d'acheter une licorne d'au moins un milliard de dollars de valorisation. **Londres** comptait plusieurs SPACs à la fin 2020, et un... « SPAC of SPACs », Easterly Alternatives, vient même de s'y lancer avec une thèse d'investissement consistant à investir ses cent millions de dollars dans des SPACs.

118. "Blank Check IPOs, the Status Symbol of 2020, Have Raised \$32 Billion This Year", Crystal Tse, Bloomberg Businessweek, 27 août 2020.

119. En avril 2020, selon le *Wall Street Journal*, les levées des SPACs représentaient même 80 % des fonds levés en Bourse à New York. Aux États-Unis, sur l'ensemble du second semestre, affirme le *Financial Times*, les SPACs ont levé plus d'argent que les IPOs traditionnelles.

120. <https://www.spacanalytics.com/>

121. « Les Spac, la dernière tendance qui fait fureur à Wall Street », Amrith Ramkumar et Maureen Farrell, traduit de l'anglais par Anne Montanaro, *The Wall Street Journal & L'Opinion*, 26 janvier 2021.

122. *Op. cit.*

123. Voir "NYSE wins back listing crown from Nasdaq after luring Spacs", Richard Henderson, *Financial Times*, 1^{er} novembre 2020. Voir aussi, en annexe, combien le NYSE mise sur les SPACs.

À Paris, seuls deux SPACs sont apparus à ce stade. D'abord, Mediawan, doté de 250 millions d'euros par Xavier Niel, Matthieu Pigasse et Pierre-Antoine Capton en 2015, qui a racheté AB Productions en 2017 avant de se « dé-SPACquer » (c'est-à-dire de devenir une société cotée classique). Puis 2MX Organic, pour 300 millions d'euros, en novembre 2020, orienté sur le bio, « sponsorisé » toujours par Xavier Niel et Matthieu Pigasse cette fois associés à Moez-Alexandre Zouari. Mais **Euronext souhaite en voir apparaître d'autres** dès 2021¹²⁴ et *Les Échos* se demandent s'ils pourraient « relancer les introductions en Bourse en France »¹²⁵.

Tous les secteurs de l'économie sont historiquement concernés par ce type d'opérations, du crédit hypothécaire au chargement rapide de batteries, mais avec un biais orienté technologies, **la cible typique pesant quelques centaines de millions de dollars** – très souvent de l'ordre de 100 à 300 millions (même si certains *deals* ont flirté avec le milliard de dollars, voire plus : Canoo, une start-up de Los Angeles fondée par d'anciens managers de BMW spécialisée dans les véhicules électriques autonomes, a ainsi été valorisée 2,4 milliards de dollars lors de sa fusion avec le SPAC Hennessy Capital Acquisition Corp. à l'été 2020). Il est particulièrement intéressant de relever que cette **typologie est très cousine de celle des opérations réalisées par le Private Equity**, pour qui les SPACs sont à la fois un relais, une **sortie possible** (sans, encore une fois, les lourdeurs procédurales d'une entrée en Bourse classique), mais aussi un **concurrent nouveau directement lié au marché boursier** – ce qui fait monter les prix des cibles (au détriment du *Private Equity* qui n'est plus seul à enchérir¹²⁶).

Dans l'un et l'autre cas, on voit en tout cas que **le SPAC permet à la Bourse de ramener à elle des sociétés qui, sans lui, n'auraient probablement pas envisagé une cotation**, ou bien plus tard – en particulier des sociétés de technologie.

SPAC et PIPE ont certes leurs détracteurs¹²⁷, et leurs défauts, mais ils sont sans conteste, **pour les Bourses, des instruments d'une forme de reconquête.**

124. « Nous pourrions accueillir de nouveaux Spac dans les 12 à 18 mois », interview de Camille Leca, Directrice des opérations listing d'Euronext par Florent Le Quintrec, *L'Agefi Hebdo*, 17 septembre 2020.

125. « Le SPAC pourrait-il relancer les introductions en Bourse en France », Laurence Boisseau et Sophie Rolland, *Les Échos*, 15 décembre 2020.

126. "Glut of SPAC issuance makes hunt for deals more competitive", par Richard Henderson et Éric Platt, *Financial Times*, 16 octobre 2020.

127. Voir par exemple, contre les PIPE, "In defense of the IPO", éditorial du *Financial Times*, 15 septembre 2019 ; ou encore, à propos du risque de fraude attachés au SPAC, "The Spectacular Rise of SPACs: The Backwards IPO that is taking over Wall-Street", Camilla Domonske, NPR, 29 décembre 2020.

S'agissant des défauts des SPACs, il faut ainsi admettre qu'**il y a quelque chose de troublant à voir des marchés qui multiplient les réglementations pesant sur les sociétés cotées opérant de longue date permettre en même temps à ce qu'il faut bien appeler des coquilles vides de lever massivement et très facilement des fonds auprès du public...**

D – « Penser aux autres » : externalités positives de la cotation

Il convient, avant de conclure, d'évoquer brièvement une dimension de la problématique de la cotation qui nous semble insuffisamment développée s'agissant des Bourses, celle des externalités positives dont elles sont porteuses pour la collectivité.

En économie, on nomme externalité l'avantage (externalité positive) ou, au contraire, la nuisance (externalité négative) qu'un tiers retire (ou, respectivement, subit) à raison de l'activité d'un agent, sans qu'il en soit responsable lui-même. Par exemple, le trafic automobile engendre des externalités négatives pour la collectivité sous forme de pollution. Symétriquement, un apiculteur engendre des externalités positives en permettant la pollinisation de plantes et d'arbres qui ne lui appartiennent pas. **Au-delà de ce qu'elle apporte à ses utilisateurs (émetteurs et épargnants) la cotation en Bourse, justement, produit des externalités positives** qui doivent être prises en compte si l'on veut juger honnêtement de l'importance de l'existence et de la bonne santé de marchés publics d'actions.

Certaines de ces externalités sont bien connues et, pour beaucoup, ont été mentionnées ci-dessus, au moins en passant. C'est ainsi l'économie dans son ensemble qui bénéficie, à l'évidence, de la **capacité des entreprises à lever des fonds propres**, lesquels les protègent contre des revers de fortune qui se traduiraient par des suppressions d'emploi, et leur permettent d'investir et de se développer, de recruter, d'exporter. Malgré sa croissance exponentielle, le *Private Equity* seul ne suffirait certainement pas à satisfaire à ce besoin. De même, le libre accès par tous (direct et indirect) à la propriété des entreprises, que garantit l'existence d'un marché actions (mais pas le *Private Equity*), **comporte un aspect « démocratique » - c'est d'ailleurs l'un des arguments avancés par leurs partisans en faveur des fonds de pension.**

D'autres, en revanche, sont moins souvent prises en considération alors qu'elles seraient au moins aussi dignes d'intérêt :

- la cotation oblige les entreprises à une grande **transparence** sur leurs comptes qui **bénéficie** non-seulement à leurs actionnaires (au service desquels elle est précisément exigée), mais aussi à leurs **créanciers**, à leurs **salariés** et à toutes leurs **parties-prenantes** ainsi qu'aux **médias**, donc à l'opinion ;
- le marché, en permettant à des **concurrents** ou à des **activistes** d'entrer au capital d'une entreprise et soit d'en prendre le contrôle¹²⁸, soit de peser sur sa stratégie, constitue un **aiguillon certain au service de l'optimisation de sa gestion, en particulier de sa discipline financière**. Il en ressort une **meilleure allocation des capitaux** et une **plus forte productivité** – au niveau micro-économique (celui de l'entreprise concernée), mais aussi, au niveau macro-économique – l'une et l'autre étant des facteurs-clés de la contribution à la croissance économique. **Sans cet aiguillon, certains managers pourraient être tentés de « ronronner » et de gérer un peu trop dans leur propre intérêt** : c'est exactement ce qui s'était passé aux États-Unis dans les années 1960 et 1970, avant qu'une vague d'OPA ne réveille "Corporate America"... et la productivité du pays ;
- enfin, comme l'ont justement fait remarquer Augustin Landier (professeur à HEC) et David Thesmar (professeur au MIT)¹²⁹, « *tout comme le pluralisme démocratique* », la Bourse, où se confrontent toutes les opinions (celles des investisseurs convaincus qu'elle va baisser et celles des agents certains qu'elle va monter) et où cohabitent toutes les informations disponibles, a, malgré ses célèbres excès, « **une fonction modératrice sur les prix**. Elle fait émerger des prix qui reflètent des croyances moyennes plutôt que des croyances extrêmes ». Dans le *Private Equity*, l'intérêt de tous est toujours de croire à la hausse et d'y contribuer¹³⁰ tandis que, grâce à la multiplicité des instruments financiers, **on peut, en Bourse, gagner de l'argent quand le marché baisse, ou quand il monte**, ce qui constitue une **force de rappel contre les phénomènes spéculatifs**. « *C'est là une des raisons de placer [la Bourse] au centre du financement de l'économie* », concluent Thesmar et Landier.

Oui, **pour une entreprise en particulier, être cotée en Bourse est souvent pénible et contraignant**. Mais le **sacrifice auquel elle consent en y entrant** (bien sûr avec l'objectif d'y gagner plus qu'elle n'y perd !) est d'une **grande valeur pour la société** dans son ensemble. La dimension collective et systémique des Bourses est indéniable.

128. Sous le contrôle indispensable, évidemment, des autorités de la concurrence.

129. « La Bourse, temple du pluralisme économique » par Augustin Landier et David Thesmar, *Les Échos*, 4 octobre 2019.

130. Ne serait-ce que pour des raisons de rémunération.

Osons une métaphore triviale mais parlante : **le *Private Equity* a disrupté le marché des fonds propres un peu comme Uber a disrupté celui du transport individuel à la demande.** Dans les deux cas, le client en bénéficie grandement. Mais, dans les deux cas, il serait très regrettable que le nouvel intervenant fasse disparaître l'intervenant historique (qui doit, lui, se moderniser), ou le réduise à la portion congrue. Si le VTC a ses avantages, nombreux, il demeure qu'**il est dans l'intérêt de tous de pouvoir prendre un taxi à la volée ou d'en trouver un en station** – ce qui suppose... que les taxis aient suffisamment de clients pour boucler leur équation économique. De même, au titre de leurs externalités positives, **il est dans l'intérêt de tous que les Bourses continuent à prospérer.**

Conclusion

La désaffection pour les Bourses est-elle un phénomène pérenne ? La tendance des deux décennies passées pourrait laisser à le penser, en particulier en Europe. Le *Private Equity* constitue pour elles une concurrence très sérieuse et, là où leurs devanciers rêvaient d'« être cotés », une forme de désintérêt pour le marché s'est aujourd'hui installée chez beaucoup de chefs d'entreprise.

Les Bourses semblent cependant réagir et, à coup d'innovations, s'adaptent à marche forcée pour enrayer une **attrition qui semble aujourd'hui**, en tout cas aux États-Unis, depuis toujours marché directeur et marché-test, **beaucoup moins fatale qu'il y a seulement deux ou trois ans**.

Prenons deux exemples simples.

En premier lieu, la Bourse de Paris ne peut pas continuer à être l'une des dernières à considérer que la langue locale doit l'emporter sur la langue internationale. Accorder à une entreprise qui souhaite entrer à la cote la possibilité de **remplir intégralement ses formalités en anglais** est devenu indispensable. Nombre d'experts constatent ainsi que la Bourse d'Amsterdam a attiré beaucoup plus d'introductions ces derniers mois que celle de Paris alors même que toutes les deux opèrent sous la bannière d'Euronext, et imputent cette divergence, en sus des différences fiscales et réglementaires, aux facilités linguistiques qu'offre la place néerlandaise.

Par ailleurs, aussi louable qu'il soit, le principe une action-une voix ne peut pas être pérennisé à Paris si tous les marchés concurrents offrent la **possibilité de droits de votes multiples**. Plus généralement, un **allègement** et une **accélération** de la procédure, bien sûr dans le respect des droits de l'épargnant, sont indispensables : la bureaucratie boursière est, comme toutes les autres, une blessure qu'on s'inflige à soi-même.

Symétriquement, les derniers travaux de recherche sur le sujet laissent à penser que la **réglementation relative aux fonds de *Private Equity***, même si elle est légitimement beaucoup moins contraignante que celle qui est requise pour la cotation dès lors qu'il n'est pas fait appel public à l'épargne, **gagnerait à être renforcée, ne serait-ce que sous l'angle de la transparence des rendements**.

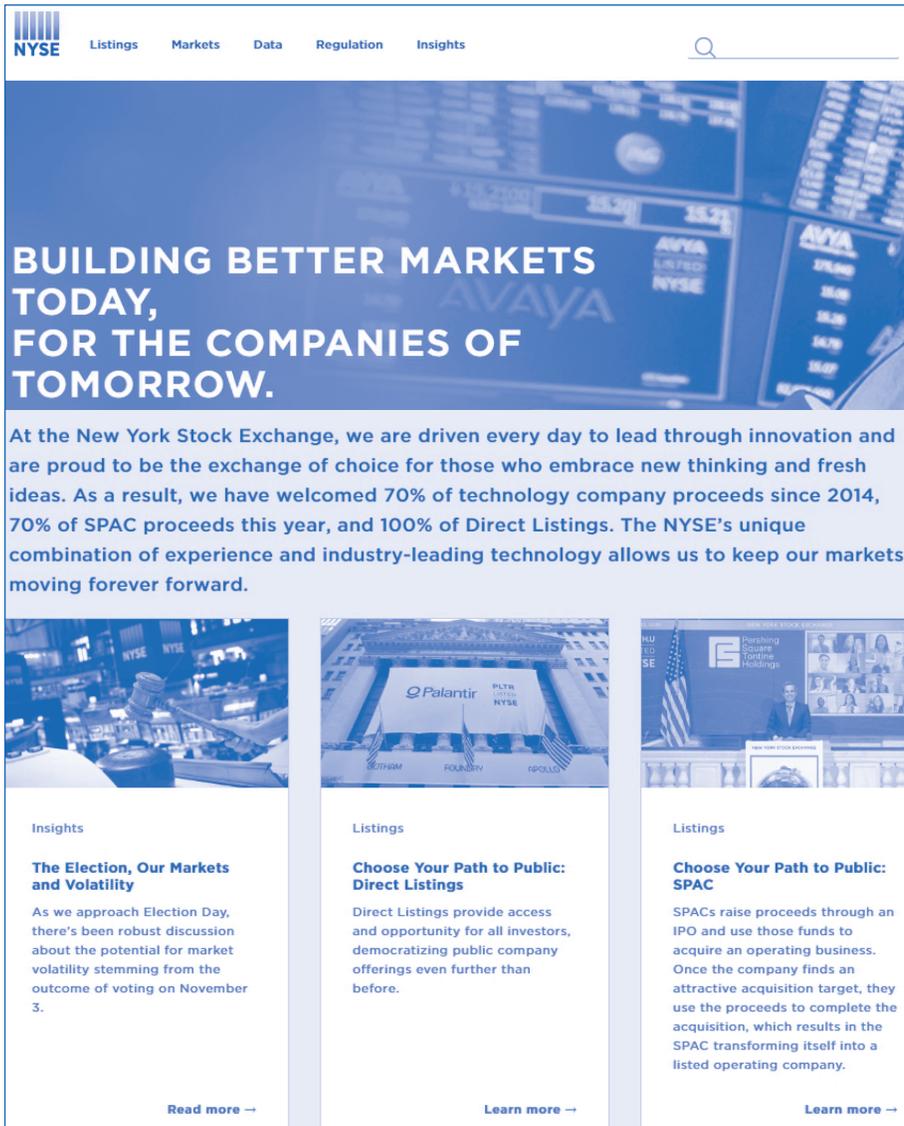
Mais le *Private Equity* n'est pas l'ennemi ontologique des entreprises de marché ! Il apparaît clairement aujourd'hui qu'une des raisons de la perte de substance des Bourses est la **modification du « parcours fonds propres » que font les entreprises, entrant plus tard (mais aussi plus grosses, et plus 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. **Les Bourses doivent travailler non-pas contre, mais avec l'industrie du *Private Equity* pour optimiser ce parcours** au bénéfice de tous les acteurs, à commencer par les entreprises.

C'est seulement dans quelques années, une fois qu'auront ou non été mises en œuvre ces nécessaires inflexions, que l'on pourra dire si les Bourses ont connu, au début du *xxi*^e siècle, **une simple éclipse, ou leur crépuscule.**

Annexe

Capture d'écran du site web du NYSE début décembre 2020, promouvant le direct listing et les SPAC.



NYSE Listings Markets Data Regulation Insights

BUILDING BETTER MARKETS TODAY, FOR THE COMPANIES OF TOMORROW.

At the New York Stock Exchange, we are driven every day to lead through innovation and are proud to be the exchange of choice for those who embrace new thinking and fresh ideas. As a result, we have welcomed 70% of technology company proceeds since 2014, 70% of SPAC proceeds this year, and 100% of Direct Listings. The NYSE's unique combination of experience and industry-leading technology allows us to keep our markets moving forever forward.

Insights

The Election, Our Markets and Volatility

As we approach Election Day, there's been robust discussion about the potential for market volatility stemming from the outcome of voting on November 3.

[Read more →](#)

Listings

Choose Your Path to Public: Direct Listings

Direct Listings provide access and opportunity for all investors, democratizing public company offerings even further than before.

[Learn more →](#)

Listings

Choose Your Path to Public: SPAC

SPACs raise proceeds through an IPO and use those funds to acquire an operating business. Once the company finds an attractive acquisition target, they use the proceeds to complete the acquisition, which results in the SPAC transforming itself into a listed operating company.

[Learn more →](#)

Source : Site web The New York Stock Exchange | NYSE¹³¹.

131. <https://www.nyse.com/index>

Les autres publications de l'Institut Messine

- **Comment l'État se défait-il sur les entreprises : Neuf regards**
Juin 2020, *Recueil* – sous la direction d'Anne de Guigné
- **Les patrons des PME et d'ETI françaises vendent-ils trop tôt et pourquoi ?**
Mars 2019, *Rapport* – sous la présidence de Baudouin d'Hérouville (Capital Investisseur)
- **Le lanceur d'alerte dans tous ses états – Guide pratique et théorique**
Novembre 2018, *Rapport* – sous la présidence de Pascale Lagesse (Avocate, spécialiste du Droit social, Associée, Cabinet Bredin Prat)
- **Repenser le travail et faire converger les protections pour réconcilier tous les actifs**
Novembre 2017, *Rapport* – sous la présidence d'Emmanuelle Barbara (Avocate, Associée-Gérante d'August Debouzy, Spécialiste en Droit du travail, de la Sécurité sociale et de la protection sociale)
- **Comprendre et évaluer les entreprises du numérique**
Octobre 2017, *Livre* co-édité avec Eyrolles – par François Meunier
- **Les chiffres dans le débat public : vérités et mensonges**
Décembre 2016, *Note* – par Jean-Marc Daniel (Statisticien, Professeur d'économie à ESCP-Europe-Paris)
- **Taux d'intérêt négatifs – Douze regards**
Janvier 2016, *Recueil* – sous la direction de Natacha Valla
- **Norme et Jugement sont-ils compatibles ?**
Juillet 2015, *Note* – par Sophie Chassat
- **L'excès d'information financière nuit-il à l'information financière ?**
Juin 2015, *Rapport* – sous la présidence d'Hervé Philippe (Directeur Financier et membre du Directoire de Vivendi)

- ***Fiscalité et politiques publiques : Peut-on vraiment orienter le comportement des entreprises par l'impôt ?***

Mars 2015, *Rapport* – sous la présidence de Gauthier Blanluet
(Avocat associé de Sullivan & Cromwell)

**Retrouvez toutes nos publications sur notre site internet :
www.institutmessine.fr**

Gouvernance

Les opinions exprimées dans la présente Note n'engagent ni les personnes citées, ni les organisations qu'elles représentent.

Président

Michel LÉGER

Commissaire aux comptes, Président du Conseil de surveillance de BDO France.

Comité Directeur

Philippe AUDOUIN

Directeur Général Finances, Membre du Directoire d'Eurazeo.

Jean BOUQUOT

Commissaire aux comptes, ancien Président de la CNCC.

Dominique CARLAC'H

Présidente de D&C ; Vice-Présidente et Porte-parole du MEDEF.

Jean-Marc ESPALIOUX

Associé - Executive Chairman de Montefiore Investment.

François HUREL

Président et Fondateur de l'Union des Auto-Entrepreneurs.

Denis LESPRIT

Commissaire aux comptes, Associé fondateur d'AEC ;
ancien Président de la CNCC.

Monique MILLOT-PERNIN

Commissaire aux comptes, Dirigeante et fondatrice du Cabinet Millot-Pernin.

Yves NICOLAS

Commissaire aux comptes, ancien Associé de PwC ;
ancien Président de la CNCC.

Yannick OLLIVIER

Commissaire aux comptes, Directeur général de Fiteco ;
Président de la CNCC

Pascale PARQUET

Directeur au sein du Secrétariat Général du Groupe BPCE ;
Membre de la Commission nationale des sanctions.

Helman LE PAS DE SÉCHEVAL

Secrétaire général et Membre du Comité exécutif de Veolia ;
Membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers.

Didier-Yves RACAPÉ

Commissaire aux comptes, Associé fondateur du Groupe Volentis ;
Ancien Président de la Compagnie Régionale
des Commissaires aux Comptes de Paris.

Conseil d'Orientation

Philippe BILGER

Magistrat honoraire ; Président de l'Institut de la parole.

Gauthier BLANLUET

Avocat, Managing Partner de Sullivan & Cromwell en France ;
Professeur de droit fiscal des affaires à l'Université de Paris II.

Francis CHARHON

Directeur général de Scala Mécénat ;
ancien Directeur Général de la Fondation de France.

Geneviève FÉRONE-CREUZET

Fondatrice et Présidente de Casabee ; Cofondatrice et Associée de Prophil.

Yves GÉRARD

Médiateur auprès de Société Générale et du groupe Crédit du Nord ;
Président du Cercle des médiateurs bancaires.

Antoine GOSSET-GRAINVILLE

Avocat, Co-fondateur et Associés de BDGS Associés.

Anne-Marie IDRAC

Présidente de France Logistique ; ancienne Secrétaire d'État
au Commerce extérieur et aux Transports ; Administratrice de sociétés.

Henri NALLET

Président de la Fondation Jean-Jaurès ; ancien ministre de la Justice.

Marie-Pierre PEILLON

Directrice de la Recherche et de la Stratégie ESG de Groupama Asset
Management ; Présidente de la commission Finance durable
de l'Association Française de la Gestion financière ;
ancienne Présidente de la Société Française des Analystes Financiers.

Guylaine SAUCIER

Administratrice de sociétés ; Fellow de l'Ordre des Comptables Agréés
du Québec ; ancienne P.-DG du Groupe Gérard Saucier Ltée.

Natacha VALLA

Doyenne de l'École du Management et de l'Innovation de Sciences-Po ;
ancienne Directrice Générale Adjointe de la politique monétaire
à la Banque centrale européenne.

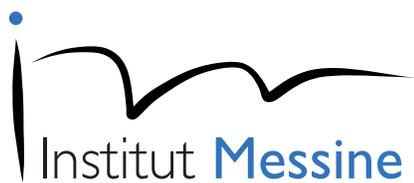
Jean-Marc VITTORI

Éditorialiste, *Les Échos*.



Catherine LUBOCHINSKY

Économiste spécialiste des marchés financiers
et Professeur en sciences économiques
à l'Université Paris 2 Panthéon-Assas.



www.institutmessine.fr