

Bonnes Feuilles



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

Réflexions sur la soutenabilité des fonds propres investis dans les PME – ETI en France



par Louis-Victor d'HERBÈS
Conseil en levée de capitaux et listing sponsor

L'Entreprise apporte une contribution décisive aux questions posées par les enjeux de réindustrialisation, de capacité à produire indispensable à notre souveraineté, de financement des retraites et des solidarités. Où nos PME et ETI trouvent elles les ressources en capital dont elles ont besoin ? Quel en est le retour pour les investisseurs ?

1. Les PME – ETI françaises trouvent des capitaux propres principalement auprès du private equity :

Le private equity s'est développé depuis environ 1996 en même temps que le nombre d'introductions en bourse chutait d'année en année à partir des années 2000. Une présence accrue sur le terrain, l'arrivée de l'euro qui a contribué à l'augmentation discrète du seuil de 450 k€ en 1996 à 2,5 M€ début des années 2000, puis 5, puis 8 M€ de nos jours pour réaliser une offre publique visée par l'Autorité des marchés financiers¹, des équipes de qualité et rigoureuses, ont

¹ Ce qui incite à une tendance au surfinancement, donc à la surévaluation.

conduit à une quantité impressionnante en nombre et en montants d'opérations primaires financées en private equity comparée aux chiffres de la cote parisienne² :

Financements en introductions en bourse et en private equity	2021	2022
Nombre d'entrées de PME - ETI (*) en bourse à Paris :	33	14
<i>Sur Euronext marché réglementé dont Spacs (**)</i>	13	4
<i>Sur Euronext Growth marché européen de valeurs de croissance</i>	20	10
Capitaux levés par les PME - ETI en marché primaire à Paris :	3 194 M€	458 M€
<i>Sur Euronext marché réglementé (**)</i>	2 808 M€	285 M€
<i>Sur Euronext Growth marché européen de valeurs de croissance</i>	386 M€	171 M€
Sociétés accompagnées en private equity en France :		
Nombre estimé en opérations primaires (50% du total) :	1 171	1 341
Montants estimés d'opérations primaires (50 % du total) :	13 550 M€	12 400 M€

(*) Capitalisation < 4 Md€ au 1^{er} jour, Code d'identité ISIN FR, Marché de référence Paris

(**) SPACS : 4 en 2021 pour 655 M€ levés et 1 en 2022 pour 150 M€

Sources : Euronext, France Invest

En tendance sur 5 ans, le nombre et les montants d'opérations du private equity sont en progression, ceux de la cote parisienne, hors année 2021 exceptionnelle, sont en baisse.

2. Les PME – ETI françaises cotées sur les marchés parisiens depuis 1996 ont utilisé régulièrement le marché financier sans démeriter

En tant qu'accompagnateur d'entreprises cotées en France depuis 1996, nous examinons depuis 27 ans l'évolution des entreprises présentes sur les différents segments de marchés de la cote parisienne ainsi que celle de leur cours de bourse.

À ce titre, nous avons publié en janvier 2022 un Livre Blanc³ sur « 26 ans d'introductions en bourse en France du 1^{er} janvier 1996 au 31 décembre 2021 » dans lequel nous observons que sur les 1 227 TPE, PME et ETI entrées en bourse en 26 ans :

- 795 ont utilisé l'offre au public, 432 la cotation directe,
- 551 étaient toujours cotées, 676 radiées définitivement,
- le taux de rendement interne médian hors dividende des sociétés encore cotées sur leurs marchés respectifs s'échelonnait sur la période 2005-2021, à 8,1% sur Euronext (7,6% sur la période 1996-2021) à 6,5% sur Growth, et pour mémoire à 4,9% sur Access.

2 Rappel, la cote parisienne se répartit entre Euronext marché réglementé, Euronext Growth et, pour mémoire, Euronext Access qui est un marché d'acclimatation des entreprises au marché financier.

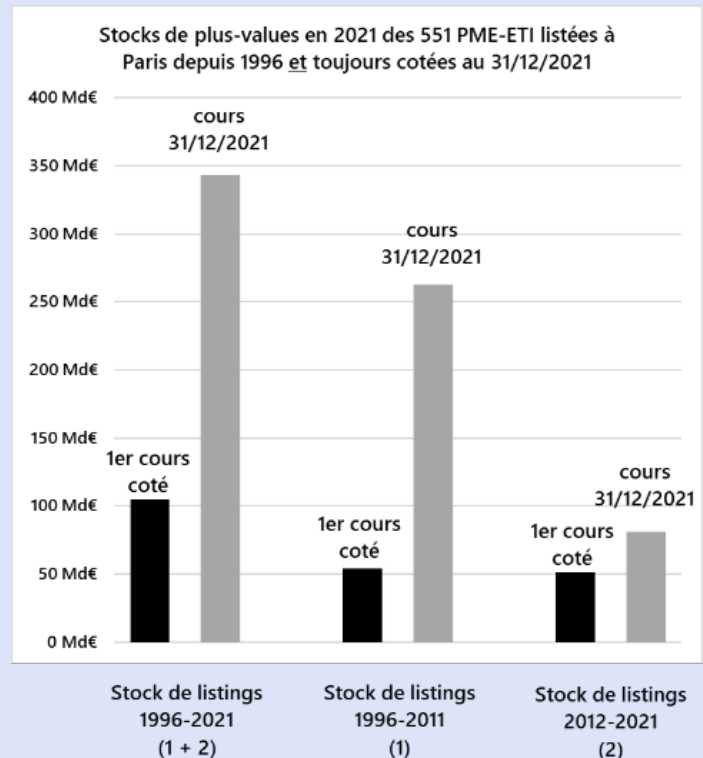
3 Un résumé du Livre Blanc est disponible sur le site www.ibi.fr/blog

3. Le stock de plus-values générées par les PME – ETI cotées diminue

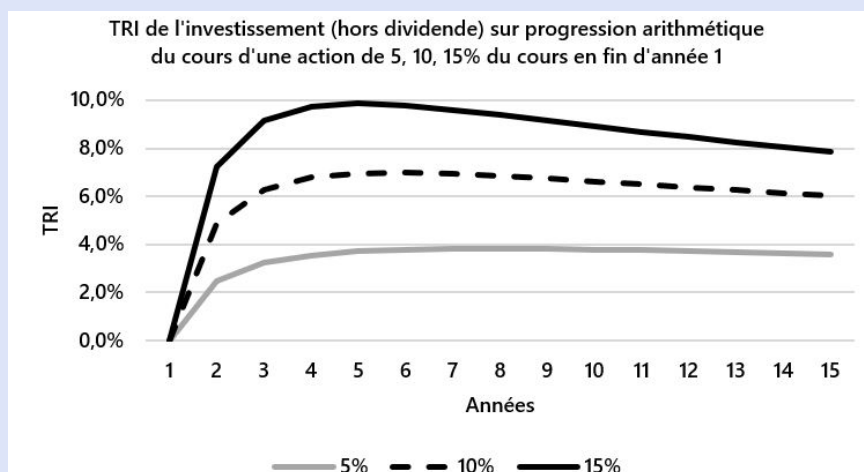
Le stock de plus-values latentes constaté dans le Livre Blanc au 31/12/2021 comparant la capitalisation boursière totale des sociétés encore cotées à cette date s'élevait à :

- 343,7 G€, soit 227% rapportés à 105 G€ de cumuls des capitalisations boursières en année de première cotation depuis 1^{er} janvier 1996,
- 81,1 G€ soit 58% rapportés à 51,3 G€ de cumuls des capitalisations boursières en année de première cotation depuis le 1^{er} janvier 2012.

En scindant les deux périodes, on constatait au 31/12/2021 que le stock 1996 – 2011 (15 ans) avait progressé de 387% au 31/12/2021, et le stock 2012 – 2021 (9 ans) de 58% au 31/12/2021.



La période 2012-2021, plus courte, plus récente et nettement moins active que la première marque une fragilité dans la génération de plus-values nécessaires à l'épargne et l'économie de notre pays. Le montant de plus-value latente apparaissant en période 1996-2011 s'érode. En prenant l'exemple d'une entreprise dont le cours de l'action progresse de 5, 10, ou 15% par an, plus la progression du cours est élevée et la durée d'investissement longue, plus le TRI baisse rapidement : il culmine ainsi en année 8 à 3,8% pour une progression annuelle du cours de 5%, en année 6 à 7% pour une progression annuelle du cours de 10%, et en année 5 à 9,9% pour une progression annuelle du cours de 15% :



4. Cette diminution des stocks de plus-values est confirmée dans les indices



La contrepartie de cette croissance supérieure se trouve, comme l'on sait, dans un risque de faillite ou de contre-performance plus élevé

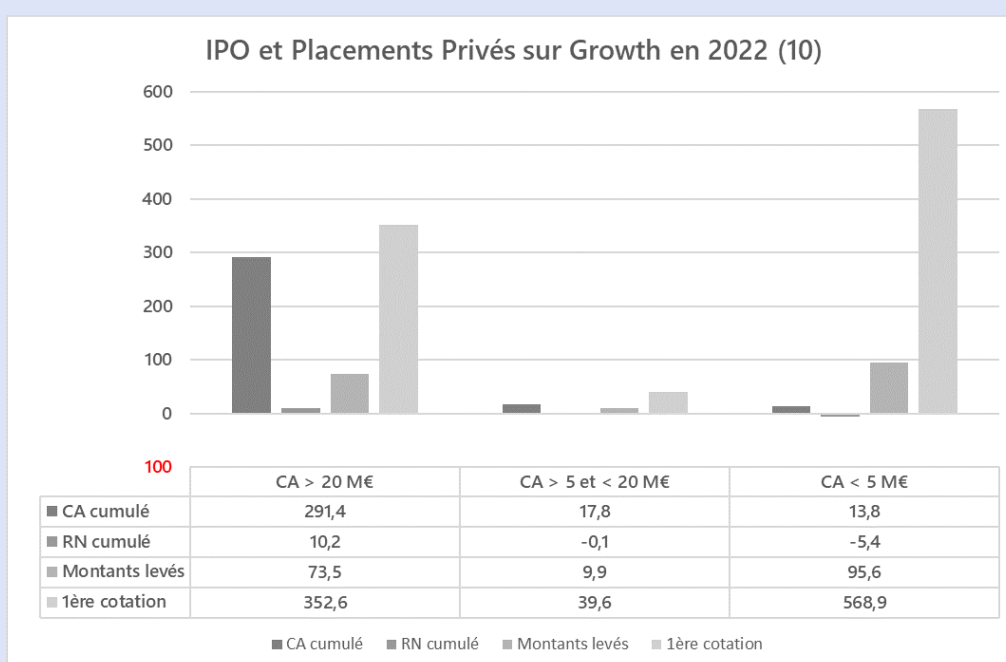


Depuis 2000 jusqu'à fin août 2023, l'indice CAC Mid&Small (haut de graphique, 165 valeurs dites Moyennes, indice créé en 1999) progresse plus vite que l'indice CAC 40 (ligne en milieu de graphique). En principe, la valeur des sociétés plus petites doit progresser plus vite puisqu'il est théoriquement plus facile de doubler un chiffre d'affaires de 20 qu'un chiffre d'affaires de 100, ce que montre l'indice Mid&Small. La contrepartie de cette croissance supérieure se trouve, comme l'on sait, dans un risque de faillite ou de contre-performance plus élevé qui est ici manifestement pris en compte par les investisseurs. L'indice Growth (bas de graphique) décroche en 2021-2022 par rapport au CAC 40 :



Euronext Growth, dont l'indice débute en 2006 et mesure l'évolution de toutes les sociétés cotées sur ce marché, a été créé en 2005 pour combler l'écart entre le marché d'acclimatation des entreprises à la Bourse et le marché réglementé. Euronext Growth est donc un marché stratégique et essentiel pour le financement de la plupart de nos entreprises. Or, son indice est actuellement le seul en territoire négatif par rapport à son niveau de départ en 2006.

Cette fragilité constatée se confirme par les graphiques comparant les introductions réalisées en 2021 et en 2022 et jusqu'au 15 juin 2023 sur Growth. Les entreprises entrées sur Growth en 2021 et en 2022 ont été classées en 3 segments de taille de cumul de chiffre d'affaires avec les résultats positifs ou négatifs correspondants. On voit, par simple lecture que sur deux années de suite, moins le chiffre d'affaires est élevé, moins le résultat net est élevé, plus la valorisation est élevée et plus le montant de capitaux apportés par le marché financier est élevé :



À mi-juin 2023 les 20 sociétés ayant choisi de coter leurs actions sur le marché Growth en 2021 montrent que 15 sociétés sont en perte et, dans la majorité des situations, deux années de suite. Conséquence : la capitalisation boursière cumulée des sociétés entrées sur Growth en 2021 a été ramenée de 1,6 Md€ au 1^{er} jour de cotation à 1 Md€ (-40%).



Les activités financées sur Growth sont, en grande majorité, jeunes, voire émergentes



Les activités financées sur Growth sont, en grande majorité, jeunes, voire émergentes, souvent spécialisées dans les énergies renouvelables, la santé, les télécoms, et le mérite du marché financier est de les accueillir avec bienveillance et un espoir parfois teinté de prophétie auto-réalisatrice qu'une évaluation froide pourrait considérer comme naïve. L'information financière que les sociétés émettent après leur cotation neutralise la plupart des critères subjectifs et ramène les valeurs exprimées par les cours de bourse à un niveau ajusté à la hausse ou à la baisse.

Il est frappant de constater que, respectivement en 2021 et 2022, sur un montant de cessions des adhérents de France Invest au coût historique de 11,4 milliards et 9,5 milliards d'€, 17 millions ont eu lieu par introductions en bourse et 2021 et zéro en 2022 (source : France Invest).



5. L'apparition progressive de la cotation des fonds de Private Equity valide pleinement la pertinence d'une présence sur le marché financier et devrait encourager les échanges entre ces deux sources de financement



L'Observatoire de la CCEF qui produit chaque semestre des données de valorisation des sociétés non cotées est d'utilité publique



On observe depuis quelques années une tendance à ouvrir des souscriptions aux fonds de private equity aux investisseurs individuels.

Ouvrir les souscriptions au public devrait logiquement aligner l'information financière des sociétés composant les actifs des fonds à un niveau le plus proche possible de celui des entreprises cotées, permettant une meilleure comparabilité, avec des critères de qualité fondamentale des sociétés dont les actions composent les actifs des fonds. Les incitations fiscales trop généreuses peuvent encourager les surévaluations, comme nous le rappellent certains effets du dispositif TEPA aboutissant à une défiscalisation radicale.

L'étape suivante consistera à mieux comprendre les raisons d'éventuelles différences de performance et de fonctionnement entre private equity et marché financier, afin de les adapter au mieux aux besoins des entreprises, de les inciter à échanger plus efficacement entre elles, et tenter d'atténuer autant que possible les contextes de surévaluation actuels.

À ce titre, l'Observatoire de la CCEF qui produit chaque semestre des données de valorisation des sociétés non cotées est d'utilité publique. Ses données de valorisation des sociétés non cotées devraient être largement diffusées et servir de référence.



Conclusion

Nous confirmons une tendance de fragilisation des entreprises financées par le marché boursier sur laquelle nous attirons l'attention depuis près de dix ans par nos différents travaux et publications.

L'importance cruciale des réponses apportées par les Entreprises à nos défis actuels et à venir, ainsi que la rareté croissante des ressources financières manifestée par la hausse actuelle des taux d'intérêts et une aversion au risque toujours plus généralisée, obligent les acteurs qui accompagnent ces entreprises en fonds propres sur les marchés financiers et en private equity de leur proposer des outils de financement soutenable, signifiant qu'elles puissent les utiliser sans être obligées d'altérer significativement leurs performances opérationnelles et de renoncer à leur indépendance capitalistique, voire leur pérennité, pour restituer tout ou partie des capitaux confiés.

La comparaison des performances financières et extra-financières entre marchés des entreprises cotées et non cotées sur des critères comparables est indispensable à l'intégrité du marché.

La balance romaine penchera en faveur des acteurs les plus capables de flécher les ressources financières vers les valeurs les plus consistantes.

[Retrouvez toutes les Bonnes Feuilles publiées](#)

