



HAL
open science

Le second marché boursier

Olivier Herz, Pierre Messulam

► **To cite this version:**

Olivier Herz, Pierre Messulam. Le second marché boursier. Sciences de l'ingénieur [physics]. 1985.
hal-01909864

HAL Id: hal-01909864

<https://minesparis-psl.hal.science/hal-01909864>

Submitted on 31 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



[179]

Consultation sur place

HERZ (Olivier)
MESSULAM (Pierre)

1985

MINISTÈRE DU REDEPLOIEMENT INDUSTRIEL
ET DU COMMERCE EXTERIEUR

ECOLE NATIONALE SUPERIEURE DES MINES
DE
PARIS



[179]

LE SECOND MARCHE BOURSIER

Consultation
sur place

Olivier HERZ
Pierre MESSULAM
Ingénieurs des Mines

Juin 1985

REMERCIEMENTS:

Nous tenons à remercier tout spécialement Monsieur Thierry COSTE, Directeur à la Direction Financière de la Banque Nationale de Paris ("terrain" de cette étude), pour les conseils pleins d'humour et l'aide précieuse qu'il nous a apportés, et Monsieur Michel WOHRER, de la Direction du Trésor ("pilote" de cette étude), dont les conseils précis et la lucidité nous ont stimulés tout au long de notre travail.

Nous tenons également à remercier à nouveau tous nos interlocuteurs pour la patience et la gentillesse dont ils ont fait preuve en répondant à nos questions.

NOTE:

Ce rapport a été entièrement réalisé sur des ordinateurs conçus et fabriqués par une société créée dans un garage voici 10 ans, et cotée à Wall Street depuis 5 ans.

RESUME

Le second marché boursier, créé le 1er février 1983, a facilité l'accès des entreprises au marché financier, en assouplissant grandement les formalités administratives préalables, et en réduisant la taille minimum pour accéder à la cote. Il a connu en 2 ans un grand succès auprès des milieux financiers et des entreprises, relayé abondamment par les media.

C'est pourquoi nous avons voulu comprendre son fonctionnement et, à travers lui, celui d'un marché financier, avant de nous intéresser aux effets qu'il pourrait induire sur le financement en capital des petites et moyennes entreprises.

Nous commençons donc par une présentation générale de la Bourse en France, destinée surtout à des lecteurs peu familiers avec le vocabulaire et les milieux boursiers: nous leur proposons une rapide description du cadre dans lequel s'est insérée la création du second marché. Après avoir présenté les différents acteurs boursiers, les divers marchés (notamment la bipolarité cote officielle/hors-cote existant avant la création du second marché) et leurs méthodes de cotation, nous terminons le premier chapitre par des comparaisons avec des bourses étrangères.

Nous nous intéressons ensuite à la genèse du second marché: nous rappelons la situation de la Bourse dans les années 70 et nous montrons différentes analyses des problèmes de l'épargne et de l'investissement en France au début des années 80; puis nous examinons comment les différentes expériences étrangères et les recommandations de la commission Dautresme ont été traduites dans les textes régissant le fonctionnement du second marché, ainsi que dans les faits.

De plus, le deuxième chapitre présente un premier bilan des problèmes liés à la "mécanique boursière": la difficulté de réussir une introduction et la spéculation, l'étranglement du marché, etc. Nous pensons que le second marché est incontestablement un succès boursier, mais qu'il sera d'autant plus crédible dans l'esprit des investisseurs que les sociétés ne répondant plus aux critères d'admission seront effectivement radiées.

Notre troisième chapitre présente la typologie des entreprises cotées à la fin 1984 sur le second marché, en essayant d'en dégager un "portrait-robot". Il s'agit d'une entreprise moyenne à actionnariat familial, assez peu endettée, en forte croissance et qui bénéficie souvent d'un effet de marque. L'entrée en bourse semble plus liée à des problèmes de patrimoine au sein du groupe familial des actionnaires qu'à un souci de lever rapidement des capitaux sur le marché financier.

Nous constatons enfin que, malgré des craintes qui pourraient hypothéquer l'avenir, le second marché a répondu aux attentes et aux intérêts de la communauté financière toute entière.

Nous examinons ensuite l'impact que peut avoir la création du second marché sur le "tissu industriel des PME". Le nombre d'entreprises susceptibles d'aller en bourse est restreint (quelques centaines seulement), et il s'agit d'entreprises peu représentatives de l'ensemble des PME françaises.

Mais il semble que la création du second marché n'ait pas encore beaucoup changé la situation de relative sous-capitalisation des PME, malgré les effets induits, encore modestes, sur le capital-risque, et malgré un début d'évolution de la mentalité des chefs d'entreprise à l'égard des capitaux extérieurs et de la Bourse.

C'est pourquoi nous essayons d'analyser dans le dernier chapitre la nature des obstacles à la prise de participations dans les PME. Si le second marché offre maintenant une "porte de sortie" aux investisseurs pour revendre leurs participations, il semble par contre que les actionnaires-dirigeants restent encore circonspects. Nous verrons que leur attitude peut s'expliquer par une mentalité "patrimoniale", mais qu'elle est singulièrement renforcée par la fiscalité et par les interventions de l'Etat dans l'économie.

C'est pourquoi nous concluons ce travail en proposant des mesures fiscales de nature à inciter les dirigeants familiaux à ouvrir le capital avant même leur entrée en bourse, en profitant de l'existence du second marché pour attirer des investisseurs extérieurs.

oooooooooooooooooooooooooooo

SOMMAIRE

Introduction

Pourquoi nous sommes-nous intéressés au second marché?
Comment avons-nous procédé?

Chapitre I - Définition de la Bourse en France

| | |
|--|-------------|
| Introduction | I-1 |
| I - Historique | I-1 |
| 1 - Les origines | I-1 |
| 2 - L'essor du 19ème siècle | I-2 |
| 3 - Les hauts et les bas du 20ème siècle | I-2 |
| 4 - La dématérialisation des titres: un premier pas vers le 21ème siècle | I-2 |
| II - Les acteurs | I-3 |
| A - Le milieu boursier | I-3 |
| 1 - Le monopole des agents de change | I-3 |
| 2 - La Chambre Syndicale des Agents de Change (CSAC) | I-4 |
| 3 - La Commission des Opérations de Bourse (COB) | I-4 |
| B - Les établissements financiers | I-5 |
| Définition des établissements financiers | I-5 |
| Rôle des établissements financiers en bourse | I-5 |
| C - Qui investit en bourse? | I-7 |
| 1 - Les particuliers | I-7 |
| 2 - Les investisseurs institutionnels | I-7 |
| a - La Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) | I-7 |
| b - Les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les mutuelles et autres organismes de prévoyance | I-8 |
| c - Les organes de placement collectif | I-8 |
| Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) | I-8 |
| Les Fonds Communs de Placement (FCP) | I-8 |
| 3 - Les acteurs de la prise de participation | I-9 |
| 4 - Le rôle international de la Bourse de Paris | I-9 |
| 5 - Qui intervient en bourse? | I-9 |
| III - Les marchés des bourses françaises | I-10 |
| A - Les méthodes de cotation | I-10 |
| 1 - La cotation à la criée | I-10 |
| 2 - La cotation par casiers | I-10 |
| B - Les actions françaises | I-10 |
| 1 - La cote officielle: un marché très réglementé | I-11 |
| Le comptant | I-11 |
| Le règlement mensuel (RM) | I-11 |
| Les admissions à la cote | I-12 |
| Les radiations de la cote | I-12 |
| Les données | I-12 |

| | |
|--|-------------|
| 2 - Le marché hors-cote | I-12 |
| Les données | I-13 |
| 3 - Le compartiment spécial du hors-cote | I-13 |
| C - Les obligations françaises | I-13 |
| 1 - La cote officielle | I-14 |
| 2 - Le marché hors-cote | I-14 |
| D - Les valeurs étrangères | I-14 |
| 1 - Actions | I-15 |
| 2 - Obligations | I-15 |
| 3 - Hors-cote | I-15 |
| | |
| IV - Les ordres de grandeur | I-16 |
| A - Les bourses régionales face à la Bourse de Paris | I-16 |
| B - Comparaison avec le crédit et les aides de l'Etat | I-17 |
| C - Comparaison de la Bourse avec l'immobilier et les autres formes d'épargne | I-17 |
| 1 - L'épargne des particuliers | I-17 |
| 2 - L'épargne en France | I-18 |
| D - Comparaison avec les bourses étrangères | I-18 |
| | |
| Conclusion | I-19 |

.....

Chapitre III - Un second marché: pourquoi et comment?

| | |
|---|-------------|
| Introduction | II-1 |
| | |
| I - Eléments objectifs présidant à la création | II-1 |
| A - La situation de la Bourse dans les années 70: la peau de chagrin | II-1 |
| B - Le problème des fonds propres des entreprises en France | II-2 |
| C - L'échec du compartiment spécial du hors-cote | II-3 |
| D - Les expériences étrangères: un élément stimulant | II-3 |
| 1 - Le marché OTC (Other The Counter) aux USA | II-3 |
| 2 - Le marché USM (Unlisted Securities Market) à Londres | II-4 |
| 3 - Les autres expériences étrangères | II-5 |
| E - Commissions Dautresme et Brac de la Perrière | II-6 |
| 1 - Rapport sur "le développement et la protection de l'épargne" | II-6 |
| 2 - "Comment favoriser l'introduction des moyennes entreprises en bourse" | II-6 |
| | |
| II - Le second marché: la mécanique boursière | II-7 |
| A - La réglementation | II-7 |
| 1 - Les textes | II-7 |
| 2 - Les conditions d'accès au second marché | II-8 |
| 3 - Modalités d'introduction | II-8 |
| 4 - Procédure d'inscription à la cote | II-9 |
| 5 - Situation au terme d'un délai de 3 ans | II-9 |
| 6 - Sortie éventuelle du second marché | II-9 |
| B - La préparation de l'introduction | II-9 |
| 1 - La phase préparatoire et les études préliminaires | II-9 |
| 2 - A quel prix introduire l'action en bourse? | II-10 |
| 3 - La mise en place de l'opération d'introduction | II-10 |
| 4 - Le mécanisme de l'introduction | II-11 |
| a - L'offre publique de vente (OPV) | II-11 |

| | |
|---|--------------|
| b - La mise en vente | II-11 |
| c - La procédure ordinaire de "mise à disposition du marché" | II-11 |
| d - L'augmentation de capital | II-12 |
| e - La diffusion des titres par un intermédiaire financier | II-12 |
| 5 - Qui doit préparer l'introduction? | II-12 |
| C - Bilan de deux ans d'introductions | II-13 |
| Croyait-on au second marché avant de le créer? | II-13 |
| 1 - La difficulté de l'introduction | II-13 |
| L'avalanche de demandes | II-13 |
| La difficulté de coter | II-13 |
| 2 - Comment réussir une introduction? | II-14 |
| Qu'est-ce qu'une introduction idéale? | II-14 |
| Faut-il vendre à un intermédiaire financier avant l'introduction? | II-14 |
| 3 - La spéculation: le second marché, c'est mieux que le loto! | II-14 |
| Qui spéculé? | II-15 |
| 4 - L'évolution des méthodes d'introduction | II-15 |
| 5 - Comment limiter la spéculation? | II-15 |
| Le blocage des fonds | II-15 |
| L'offre publique de vente nominative | II-16 |
| 6 - Les titres sont-ils sous-cotés à l'introduction? | II-16 |
| D - La taille du second marché: un marché étroit? | II-17 |
| 1 - La taille du second marché | II-17 |
| La capitalisation boursière | II-17 |
| Les transactions | II-17 |
| 2 - Comparaison avec d'autres marchés | II-17 |
| 3 - Le second marché et les bourses régionales | II-18 |
| E - La vie du titre | II-18 |
| 1 - L'étroitesse du marché | II-18 |
| Le flottant | II-18 |
| 2 - Des valeurs très chères | II-19 |
| 3 - Le contrat de "liquidité" | II-19 |
| 4 - L'"animation" du titre | II-19 |
| 5 - Les transferts à la cote officielle | II-20 |
| 6 - Les radiations | II-20 |
| F - Les obligations | II-20 |
| G - Les valeurs étrangères | II-21 |
| H - Comparaison avec l'USM | II-21 |
| 1 - Les méthodes d'introduction | II-21 |
| 2 - Bilan | II-22 |

| | |
|-------------------|--------------|
| Conclusion | II-23 |
|-------------------|--------------|

=====

Chapitre III - Le second marché deux ans après

| | |
|---------------------|--------------|
| Introduction | III-1 |
|---------------------|--------------|

| | |
|---|--------------|
| I - Quelles sont les entreprises cotées sur le second marché? | III-1 |
| A - Des entreprises familiales dans des secteurs traditionnels | III-1 |
| B - Des sociétés en bonne santé | III-2 |
| 1 - Santé commerciale | III-2 |
| 2 - Santé financière | III-3 |
| C - Les problèmes de pérennité | III-3 |

| | |
|---|---------------|
| II - Pourquoi va-t-on sur le second marché? | III-4 |
| A - Les actionnaires | III-4 |
| B - Les dirigeants | III-4 |
| Distribution gratuite d'actions aux salariés (loi du 24 octobre 1980) | III-5 |
| Mécanismes d'option d'actions (loi du 31 décembre 1970) | III-5 |
| C - La société | III-5 |
| 1 - Les apports en fonds propres | III-5 |
| 2 - Les avantages et les inconvénients de la publicité | III-6 |
| 3 - Les possibilités accrues de financement externe | III-6 |
| 4 - Le renforcement de l'indépendance de l'entreprise | III-6 |
| III - Conséquences pour la communauté financière | III-7 |
| A - Tout le monde avait intérêt à ce que ça marche | III-7 |
| 1 - Le milieu boursier | III-7 |
| 2 - Les banques et les établissements financiers | III-8 |
| 3 - Les investisseurs financiers | III-8 |
| B - Les craintes pour l'avenir | III-9 |
| 1 - Les dénationalisations | III-9 |
| 2 - Le retour de conjoncture | III-10 |
| 3 - Marché spéculatif et retour de bâton | III-10 |
| 4 - L'épuisement du gisement | III-10 |
| 5 - Le second marché sonne-t-il le glas du marché au comptant? | III-11 |
| Conclusion | III-11 |

Chapitre IV - Le tissu industriel des PME et le second marché

| | |
|---|-------------|
| Introduction | IV-1 |
| I - Le second marché ne concerne que certaines entreprises | IV-1 |
| A - La notion même de PME semble assez floue | IV-1 |
| La Moyenne Entreprise Industrielle (MEI) | IV-1 |
| B - Des entreprises mal connues | IV-2 |
| C - Le second marché ne touche qu'une minorité non représentative des moyennes entreprises | IV-4 |
| 1 - Une minorité | IV-4 |
| 2 - Des entreprises atypiques | IV-4 |
| II - Les conséquences de l'existence du second marché pour la moyenne industrie française | IV-4 |
| A - Le capital-risque | IV-5 |
| B - Les effets du second marché sur les entreprises existantes | IV-6 |
| 1 - Les problèmes de succession | IV-6 |
| La Reprise d'Entreprises par les Salariés | IV-7 |
| 2 - Second marché et sous-capitalisation des entreprises | IV-8 |
| Conclusion | IV-9 |

Chapitre V - Les blocages à l'investissement dans l'industrie

| | |
|--|-------------|
| Introduction | V-1 |
| I - L'entreprise familiale et son actionariat | V-2 |
| A - Les modes de rémunération des actionnaires-dirigeants | V-2 |
| 1 - L'utilisation des frais généraux | V-3 |
| 2 - Le paiement de loyers ou de royalties | V-3 |
| 3 - Les salaires | V-3 |
| 4 - La capitalisation du résultat | V-4 |
| 5 - Le versement de dividendes | V-4 |
| B - Le problème de l'investissement | V-6 |
| II - L'investisseur | V-7 |
| A - des obstacles dus aux mentalités | V-7 |
| B - Les MEI présentent des risques élevés | V-9 |
| C - un problème de rentabilité des fonds investis | V-9 |
| III - le rôle de l'Etat | V-10 |
| Conclusion | V-11 |

Conclusion

Le second marché semble être une réussite boursière
Le second marché ne semble pas fournir de solution au problème
du financement des entreprises

Annexe - calcul de l'IS et du précompte dans le cas de dividendes déductibles

- I - dividendes déductibles sans précompte déductible**
- II - dividendes déductibles avec précompte déductible**
- III - dividendes prioritaires déductibles et dividendes soumis à l'avoir fiscal**

Abbréviations

Bibliographie

Table des illustrations

INTRODUCTION

Pourquoi nous sommes-nous intéressés au second marché?

Le domaine financier est assez peu fréquenté par les Ingénieurs des Mines et nombre de nos interlocuteurs, au cours de notre enquête, ont été surpris d'apprendre que nous réalisions une étude dans un domaine qui est habituellement l'apanage des Ecoles de Commerce et de l'ENA.

Au cours de nos stages de première et deuxième année, nous avons constaté qu'industriels et banquiers ne parlaient pas le même langage, et qu'ils réagissaient selon des logiques différentes.

Le second marché nous fournissait alors l'occasion d'étudier et de mieux comprendre les milieux financiers et leurs rapports avec des entreprises industrielles.

Cette étude, de plus, nous a amenés à réfléchir sur la notion de Marché, où se confrontent des opérateurs ayant des analyses différentes a priori: alors que nos études scientifiques privilégient une approche des problèmes avec une rationalité unique, la compréhension d'un marché suppose que l'on découvre et que l'on admette les raisonnements spécifiques de chacun des intervenants.

Par ailleurs, il est stimulant de rencontrer des professionnels dont l'horizon de décision peut être de quelques années (instituts de participation), de quelque mois (le banquier) ou de quelques heures (le boursier).

Nous constatons déjà sur cet exemple que les "milieux financiers" sont loin de former un ensemble monolithique, mais plutôt qu'ils réagissent presque au coup par coup et rapidement, suivant les occasions. Nous sommes alors bien loin d'une action réglementaire administrative.

Et si nous nous intéressons plus particulièrement au second marché, c'est parce qu'il est devenu l'aspect le plus novateur de la Bourse en France. Actuellement, on le cite fréquemment dans des discours révélateurs sur les normes socio-culturelles en matière économique. Nous avons voulu confronter une analyse plus précise du phénomène aux généralités avancées - voire ressassées - par les médias.

Depuis plusieurs mois, on assiste à un engouement pour la "PME innovatrice - exportatrice - flexible ...", conforté par la création du second marché. Celui-ci, en effet, a mis sous les feux de l'actualité des entreprises jusqu'alors peu connues du grand public et qui seraient autant d'exemples d'une nouvelle forme d'industrie plus performante.

Par ailleurs, l'allègement des procédures administratives pour l'accès à la cote du second marché est fréquemment mis en avant comme un exemple à suivre par les partisans d'un rôle plus effacé de l'Etat dans la vie économique.

Comment avons-nous procédé?

Tout d'abord, nous nous sommes efforcés de comprendre le fonctionnement de la Bourse. A cette fin, nous avons rencontré les principaux acteurs boursiers qui ont accepté de nous recevoir pour nous expliquer les différents marchés (actions et obligations).

Ensuite, nos investigations se sont focalisées sur les motifs qui ont suscité la création du second marché en février 1983 et sur le fonctionnement de ce dernier.

Deux ans après sa création, nous essayons d'établir un bilan de son activité, en examinant les entreprises qui y sont cotées, les conséquences pour la communauté financière et aussi les réactions de cinq chefs d'entreprise concernés.

Il semble normal que nous nous intéressions également à l'incidence de cette activité sur le "tissu industriel des PME".

Enfin, nous essayons d'analyser les raisons des blocages au développement des prises de participations dans les sociétés non cotées et à l'émergence d'une "mentalité capitaliste" en France.

oooooooooooooooooooooooooooo

CHAPITRE I

DEFINITION DE LA BOURSE

EN FRANCE

INTRODUCTION:

La Bourse est un marché où les agents de change vendent et achètent pour le compte de leurs clients des valeurs mobilières à un prix négocié: le cours.

Il existe deux catégories de valeurs mobilières négociables en Bourse, les actions, valeurs à revenu variable représentant une propriété, et les obligations, valeurs à revenu fixe représentant une créance, auxquelles il faut ajouter les titres participatifs, créés par la loi du 3 janvier 1983: ces titres de nature hybride (éternels comme les actions, mais jouissant du droit des obligations) peuvent être émis par les entreprises du secteur public.

Ces valeurs se négocient sur trois marchés: la cote officielle, caractérisée par des conditions d'accès et des obligations très strictes; le marché hors-cote, soumis à des formalités très réduites; enfin, le second marché, qui a succédé le 1er février 1983 à un compartiment spécial du hors-cote, offre une structure d'accueil pour les moyennes entreprises plus souple que la cote officielle, tout en offrant à l'investisseur des garanties que le marché hors-cote ne peut fournir.

=====

I) HISTORIQUE:

1) Les origines:

Les premières bourses européennes apparaissent au quinzième siècle dans les foires françaises, italiennes et flamandes. Le mot "bourse" lui-même vient du nom d'une famille de Bruges, Van der Burse, dans l'hôtel de laquelle se réunissaient les négociants.

En 1595 naît la Bourse de Lyon, la plus ancienne et la plus importante de France. A Paris, le Pont-au-Change sert dès le Moyen-Age au négoce de l'argent, mais ce n'est qu'en 1639 qu'apparaissent les agents de change spécialisés dans le négoce d'effets de commerce et qui furent dotés d'un statut en 1684.

A la suite de la fameuse banqueroute de Law en 1718, deux arrêts royaux organisent la profession boursière en 1724.

En 1789, 17 valeurs étaient cotées à la Bourse de Paris, mais l'effondrement provoqué par la Révolution et la banqueroute sur les assignats confortent l'aristocratie et la bourgeoisie dans leur méfiance à l'égard des placements financiers et dans leur volonté de concentrer leur patrimoine dans le domaine foncier.

2) L'essor du 19ème siècle:

En 1807, Napoléon promulgue le Code de commerce, qui codifie le marché boursier et instaure le monopole des agents de change pour la négociation et la cotation des titres.

Le 19ème siècle voit un développement formidable de la Bourse, lié à l'essor industriel: des capitaux importants s'investissent en actions dès 1830 et plus de 200 valeurs sont cotées en 1852 (chemins de fer, assurances, banques, immobilier, services publics, etc.). Le développement des valeurs étrangères contribue aussi à l'expansion de la Bourse de Paris, qui se trouve au 2ème rang mondial, derrière le Stock Exchange de Londres. La grande masse des épargnants en Bourse investit surtout dans les emprunts obligataires du secteur public. Les fluctuations conjoncturelles et les spéculations hasardeuses entraînent cependant quelques krachs boursiers retentissants.

3) Les hauts et les bas du 20ème siècle:

Les valeurs industrielles ne prennent un poids significatif à la Bourse de Paris qu'à partir du début du 20ème siècle. Le portefeuille français de valeurs mobilières atteint 39% du patrimoine privé (à comparer à la valeur actuelle de 8%, indiquée dans la figure I-22). L'abondance de l'épargne disponible entraîne même un essor des émissions étrangères, notamment russes. L'importance des capitaux investis dans les Balkans et en Russie par les sociétés et les particuliers expliquent l'ampleur des pertes subies par les épargnants français à la suite de la Révolution d'Octobre. Selon certains, il faudrait y voir l'origine d'une certaine défiance des Français envers la Bourse et de la sous-capitalisation que l'on constate encore à l'heure actuelle dans l'industrie française.

L'entre-deux-guerres voit la quasi-disparition des émissions étrangères, l'effondrement du marché obligataire (baisse de 90% de 1914 à 1926) et l'écroulement boursier consécutif à la crise de 1929 (l'indice, de base 100 en 1913, passe de 528 en février 1929 à 172 en novembre 1934).

Ces événements entraînent un délaissement des valeurs mobilières par la bourgeoisie en faveur des placements corporels (l'or par exemple), malgré le boom boursier de la reconstruction (1945-1960).

Mais le marché boursier replonge dans les années 1960, en raison de la concurrence industrielle accrue due à l'ouverture des frontières et de la résurgence de l'inflation. Malgré une timide reprise au début des années 70, la Bourse de Paris apparaît au début des années 80 en considérable déclin sur le plan international, occupant le huitième rang mondial, rang sans commune mesure avec la place économique de la France dans le monde.

Depuis 1983, grâce à un environnement législatif et fiscal favorable (loi Delors du 3 janvier 1983), la Bourse de Paris a connu une des plus fortes hausses de son histoire. Une des mesures prises le 3 janvier 1983 est la création du second marché.

4) La dématérialisation des titres: un premier pas vers le 21ème siècle

Jusqu'en novembre 1984, les valeurs mobilières étaient matérialisées par des titres imprimés. Qui n'a pas entendu parler des fameux coupons que l'on découpait du titre pour recevoir le dividende ou l'intérêt? A partir de cette date, les valeurs mobilières n'ont plus de support matériel et sont obligatoirement inscrites au compte de leur propriétaire auprès d'une sorte de chambre de compensation, la SICOVAM (Société Interprofessionnelle pour la COmpensation des VAleurs Mobilières), auprès de laquelle doivent être affiliés les intermédiaires financiers et les émetteurs de titres.

Bien que la circulation des titres se fasse par simple virement de compte, les deux formes traditionnelles de détention de titres subsistent:

- sous forme nominative: le compte du détenteur est tenu par la société ou l'organisme émetteur du titre.

- au porteur: le compte du détenteur est tenu par une banque, une charge d'agent de change ou tout autre établissement financier habilité.

=====

III) LES ACTEURS:

*"Quand on a raison vingt-quatre heures
avant le commun des hommes, on passe
pour n'avoir pas le sens commun pendant
vingt-quatre heures"*
Rivarol - Maximes

A) LE MILIEU BOURSIER:

1) Le monopole des agents de change:

Les sessions directes de titres sur les bourses françaises sont interdites par la loi lorsqu'une personne morale est partie prenante. Depuis le Code de Commerce de 1807 (article 76), les transactions sont assurées par des officiers ministériels, les agents de change, qui ont le monopole de la négociation des valeurs mobilières sur les bourses.

L'agent de change obtient sa charge après avoir passé un examen sous contrôle de l'Etat préparé par la Chambre Syndicale des Agents de Change (CSAC). Toutefois, il y a un *numerus clausus*: le candidat doit être présenté par un agent de change qui se retire et dont il rachète la charge; la CSAC propose sa candidature au vote de la Compagnie des Agents de Change (organisme qui regroupe les agents de change) pour cooptation; puis le Ministre des Finances signe l'arrêté de nomination. A noter que pour la première fois une femme vient d'obtenir un vote favorable de la Chambre Syndicale.

A l'origine, les charges étaient des entreprises en nom personnel; les agents de change fusionnèrent en 1962 avec les courtiers de bourse (sociétés en commandite par actions). Puis un décret autorisa les sociétés anonymes, qui constituent actuellement environ la moitié des charges.

Le décret du 30 octobre 1961 a interdit la multi-cotation, c'est-à-dire la possibilité pour une société d'être cotée simultanément sur plusieurs bourses françaises. Bien que l'ambition fut de réserver à Paris les valeurs à vocation nationale ou internationale et de coter toute valeur de caractère régional sur la bourse de province dont elle ressortissait, la résistance, tant des entreprises que des milieux financiers parisiens, fut telle que cette mesure ne put renforcer les bourses régionales face à la Bourse de Paris.

La loi du 28 décembre 1966 regroupa les agents de change au sein d'une Compagnie nationale unique, la Compagnie des Agents de Change (CAC). Les agents de change sont actuellement environ une centaine, répartis en 65 charges: il y eut en effet des fusions de charges dans les années où la Bourse fut au plus bas (vers 1977).

Depuis peu, les agents de change ont aussi un rôle de commerçants: ils peuvent ouvrir des organes de placement collectif pour gérer les comptes de leurs clients (et non plus se contenter du

rôle de conseiller).

Toutefois, la principale partie de leur rémunération provient des droits de courtage: ils touchent un pourcentage fixe (0,65%) sur les transactions effectuées. L'essentiel des ordres est collecté par quelques grands réseaux bancaires, qui souhaiteraient parfois se dispenser d'un intermédiaire et effectuer leurs échanges entre eux.

Nous pensons que la présence d'un intermédiaire jouant un rôle de "boîte noire" est nécessaire à l'existence d'un marché digne de ce nom. Le comportement des acteurs du marché serait biaisé s'ils savaient qui ils ont en face, car cela conduirait à des spéculations sur le comportement des autres et non plus sur la seule valeur de l'entreprise cotée (cf. le phénomène de "second guessing" en théorie des jeux).

2) La Chambre Syndicale des Agents de Change (CSAC): Ou le "Club Select des animateurs de la Cotation".

La CSAC est une émanation de la CAC. Le syndic et ses adjoints sont élus par leurs pairs. Le syndic nomme à son tour les syndics délégués des bourses de province. La CSAC est assistée de services administratifs sous l'autorité d'un Secrétaire Général.

Outre son rôle de syndicat professionnel, cette institution privée est investie d'une mission de service public: elle est responsable du fonctionnement du marché et veille au respect du "Règlement Général" de la CAC.

3) La Commission des Opérations de Bourse (COB): La "Commission d'Orthodoxie Boursière" ou "Sous le pont Mirabeau coule la Seine..."

Succédant en 1967 à un comité de la Bourse des valeurs situé dans la mouvance de la Banque de France et très administratif, la COB est une institution tout-à-fait particulière, de nature hybride: sous tutelle du Ministère de l'Economie et des Finances, elle dispose d'une indépendance récemment concrétisée par la création d'un budget autonome, et son souci de prendre ses distances se manifeste par sa position géographique face au pont Mirabeau, à quelques kilomètres de la Bourse.

La COB est constituée d'un président à plein temps, de 4 commissaires (représentant à titre personnel les agents de change, les banques, les sociétés et la magistrature) et d'un commissaire du gouvernement.

Elle a le double rôle de vérifier que les publications obligatoires des sociétés sont bien effectuées dans les délais et selon les prescriptions légales, et de viser toutes les notes d'information publiées par les sociétés lors d'appels publics à l'épargne. Elle est de plus le bras séculier de la loi sur les "initiés" (les personnes disposant de par leurs fonctions d'informations privilégiées ne doivent pas les utiliser à leur profit avant qu'elles ne soient rendues publiques).

Toutefois, il lui est reproché parfois d'être trop laxiste avec certains gros spéculateurs.

La CSAC et la COB sont structurellement antinomiques: la première est constituée de professionnels, hommes de marché, et la seconde de hauts fonctionnaires, juristes et magistrats, plus préoccupés d'appliquer les règlements.

B) LES ETABLISSEMENTS FINANCIERS:

Le mythe de l'énorme pouvoir occulte qu'exerceraient les banquiers en bourse a été véhiculé tout au long du 19^{ème} siècle dans la littérature française. Ainsi, le fabuleux "coup de bourse" réalisé par Rotschild lors de la bataille de Waterloo a inspiré à Balzac l'inquiétant baron de Nuncingen et à Stendhal le personnage de M. Leuwen, et les spéculations parfois douteuses du Second Empire, puis de la III^{ème} République (krach de l'Union générale) sont à l'origine des personnages de Gundermann et de Saccard dans *l'Argent* de Zola.

Toutefois, la réalité contemporaine est beaucoup moins flamboyante, car les établissements financiers, s'ils contribuent à la vie et à l'animation des marchés, restent subordonnés au contrôle vigilant mais discret de la Direction du Trésor et de la COB pour leurs opérations boursières.

Définition des établissements financiers:

La loi du 25 janvier 1984 définit légalement les établissements de crédit et les compagnies financières:

"Les établissements de crédit sont des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque." (article 1).

"Les établissements de crédit peuvent également effectuer des opérations connexes à leur activité telles que: (...)

- le placement, la souscription, l'achat, la gestion, et la vente de valeurs mobilières et de tout produit financier;

- le conseil et l'assistance en matière de gestion de patrimoine;

- le conseil et l'assistance en matière de gestion financière, l'ingénierie financière et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création et le développement des entreprises (...)" (article 5).

"Les compagnies financières sont des sociétés commerciales qui ont pour activité principale de prendre et gérer des participations et qui, soit directement, soit par l'intermédiaire de sociétés ayant le même objet, contrôlent plusieurs établissements de crédit dont au moins une banque".

Rôle des établissements financiers en bourse:

Tous les établissements financiers n'interviennent pas en bourse. Ainsi, la Banque de France, dont la mission est le contrôle de la masse monétaire, n'intervient jamais sur les marchés des valeurs mobilières. Les grands établissements de crédit à long terme (Crédit National, CEPME, Crédit Foncier) ne sont présents en bourse qu'à travers les emprunts obligataires qu'ils émettent pour financer leurs activités.

Bien que le décret de 1966 et la loi de 1984 aient instauré la notion de banque à tout faire, on peut néanmoins analyser l'activité boursière de ces établissements selon leur activité principale: collecte des dépôts, gestion de portefeuilles, financement de participations industrielles ou ingénierie financière.

On trouve dans la première catégorie: les trois grandes nationalisées (BNP, Crédit Lyonnais, Société Générale), qui disposent des réseaux de guichets les plus étendus, mais aussi des banques régionales plus petites, parfois fédérées en groupes nationaux (cas du CIC par exemple). Certains établissements, bénéficiant de statuts particuliers les différenciant des autres établissements de crédit quant à leurs possibilités de collecte, comme le Crédit Agricole, les Banques Populaires, le Crédit Mutuel, ont néanmoins des activités boursières comparables.

Ces établissements canalisent à travers leurs réseaux une bonne part de l'épargne boursière des particuliers, soit par l'intermédiaire des organes de placement collectif qu'ils gèrent (voir plus bas:

SICAV et FCP), soit en transmettant les ordres isolés de leurs clients sur les "parquets" des différentes bourses. La masse des fonds gérés par leurs SICAV (de l'ordre de 14 MdF pour une grosse banque) et le volume des ordres collectés auprès de leur clientèle (portefeuilles en dépôt de l'ordre de 15 MdF) leur confère une autorité reconnue et parfois crainte par l'ensemble de la place.

Parallèlement à ces activités de collecte, qui s'adressent aux petits épargnants (moins de 10.000 F), certaines de ces banques ont développé des activités de gestion personnalisée de portefeuille, voire de gestion de patrimoine pour leurs clients les plus fortunés. Elles concurrencent alors des établissements financiers plus petits et spécialisés dans la gestion de patrimoine. Toutefois le rôle actif de ces derniers reste modeste en volume par comparaison avec les ordres transmis par les grands réseaux bancaires.

Par ailleurs, certains établissements financiers (les "compagnies financières" par exemple) se sont spécialisés dans la prise de participations industrielles (surtout dans les grands groupes) et interviennent avec leur propres fonds lors des augmentations ou des restructurations de capital, des opérations de fusion ou de rachat. Ils tirent leurs ressources des capitaux apportés par leurs actionnaires et d'obligations ou de titres participatifs qu'ils ont eux-mêmes émis sur le marché.

Enfin, on peut également trouver des établissements n'ayant qu'un unique guichet et qui ne collectent aucun dépôt. Spécialisés dans l'ingénierie financière, ils mettent sur pied les opérations de restructurations du capital, de fusions d'entreprises, de grosses émissions obligataires, d'OPA, et parfois même d'introductions en bourse. Leurs interventions quotidiennes en bourse sont plutôt effacées, mais on les retrouve souvent comme "chefs de file" pour les très grosses opérations qu'ils garantissent de leurs prestigieux labels. Ils organisent ces opérations et en sous-traitent une partie à d'autres établissements (opérations de "syndication"), soit banques de dépôts, soit banques d'affaires.

Les membres du "syndicat de placement", qui peut aussi être dirigé par une banque de dépôts ou une banque d'affaires, s'engagent à placer les titres proposés auprès du public moyennant une commission représentant 1 à 2,5 % des capitaux levés. Un "syndicat de garantie" peut également être mis en place: si le placement s'effectue mal, ses membres s'engagent à acheter les titres à un prix plancher garanti; leurs commissions sont aussi de l'ordre de 1 à 3% des capitaux levés. Lors d'une émission obligataire, d'une augmentation de capital ou d'une introduction en bourse, ils déchargent l'émetteur des aléas du placement et des premières cotations, en s'engageant à "ravalier le papier" (i.e. à acheter eux-mêmes au prix convenu les titres qu'ils n'ont pu placer). En jargon boursier, un titre qui ne peut trouver acheteur est d'ailleurs appelé prosaïquement "de la colle", car son détenteur ne peut s'en défaire.

La négociation des commissions est souvent l'occasion de discussions serrées entre l'émetteur et les établissements membres du syndicat d'une part, et entre ces derniers et certains gros investisseurs comme les compagnies d'assurance d'autre part. En effet, M. Albouy et P. Dumontier dans leur article paru en janvier 1985 dans *la Revue Française de Gestion*, estiment à environ 10% des capitaux levés le montant des droits d'enregistrement des commissions des différents intermédiaires et des frais de publicité. C'est pourquoi on assiste depuis quelques mois au rachat de certaines petites banques d'affaires (une banque ne fait pas faillite, elle est rachetée) par des gros investisseurs institutionnels comme des compagnies d'assurance. Ceux-ci peuvent alors accéder directement par le canal des banques rachetées aux syndicats de placement, sans être obligés de passer par l'intermédiaire d'établissements financiers. Ils touchent alors une commission complète sur les titres qu'ils achètent en tant que membres du syndicat. De plus, ils peuvent obtenir plus facilement certaines rétrocessions de commissions sur les blocs de titres qu'ils achètent aux autres membres du syndicat.

On peut d'ailleurs s'interroger à ce sujet sur l'évolution du système financier français. Verra-t-on

un jour la constitution en France de groupes financiers diversifiés autour d'une grande compagnie d'assurance et comportant des banques de dépôts et des sociétés de gestion de portefeuille, comme l'exemple américain semble le suggérer?

C) QUI INVESTIT EN BOURSE?

On peut distinguer deux grandes catégories parmi les détenteurs de valeurs mobilières selon leur poids financier et leur mode de gestion: les particuliers et les personnes morales, qui se divisent elles-mêmes en deux groupes distincts, les investisseurs institutionnels et les acteurs de la prise de participations. Notons de plus l'intervention des investisseurs étrangers, surtout institutionnels.

1) Les particuliers:

Comment un particulier peut-il investir en bourse? Il lui suffit, soit d'ouvrir directement un compte chez agent de change et d'y déposer les fonds nécessaires, soit de passer par l'intermédiaire de sa banque, qui lui ouvre un compte-titre, le plus souvent en annexe à son compte courant.

Pour passer un ordre, d'achat ou de vente, d'actions ou d'obligations, il suffit de le transmettre par téléphone avant ou pendant la séance de bourse. Bien entendu, une banque devra utiliser les services d'un agent de change pour passer cet ordre.

Il y avait à la fin 1982, selon les estimations de la COB, 3,3 millions d'actionnaires (dont 1,7 millions d'actionnaires directs et 1,6 millions de détenteurs de SICAV) et 1,9 millions de détenteurs d'obligations.

La figure I-1 montre les principales catégories de détenteurs privés de valeurs mobilières, dont on peut toutefois constater le rajeunissement depuis la loi Monory. On constate aussi le déclin du nombre des "boursicoteurs": bien qu'ils constituent encore une fraction pittoresque de l'assistance aux séances quotidiennes de Bourse et de la clientèle des charges d'agents de change, leur poids global est faible.

En 1980, les deux-tiers des porteurs de valeurs mobilières avaient un portefeuille inférieur à 50.000 F.

Il semble enfin que 30% des ménages actionnaires le soient en raison d'héritages ou de donations.

2) Les investisseurs institutionnels:

Prépondérants sur le marché obligataire, ils ne détiennent qu'une part très minoritaire du capital des sociétés cotées. Ils comprennent:

a) La Caisse des Dépôts et Consignations (CDC):

Cet établissement public créé en 1816 est de loin le plus important investisseur institutionnel.

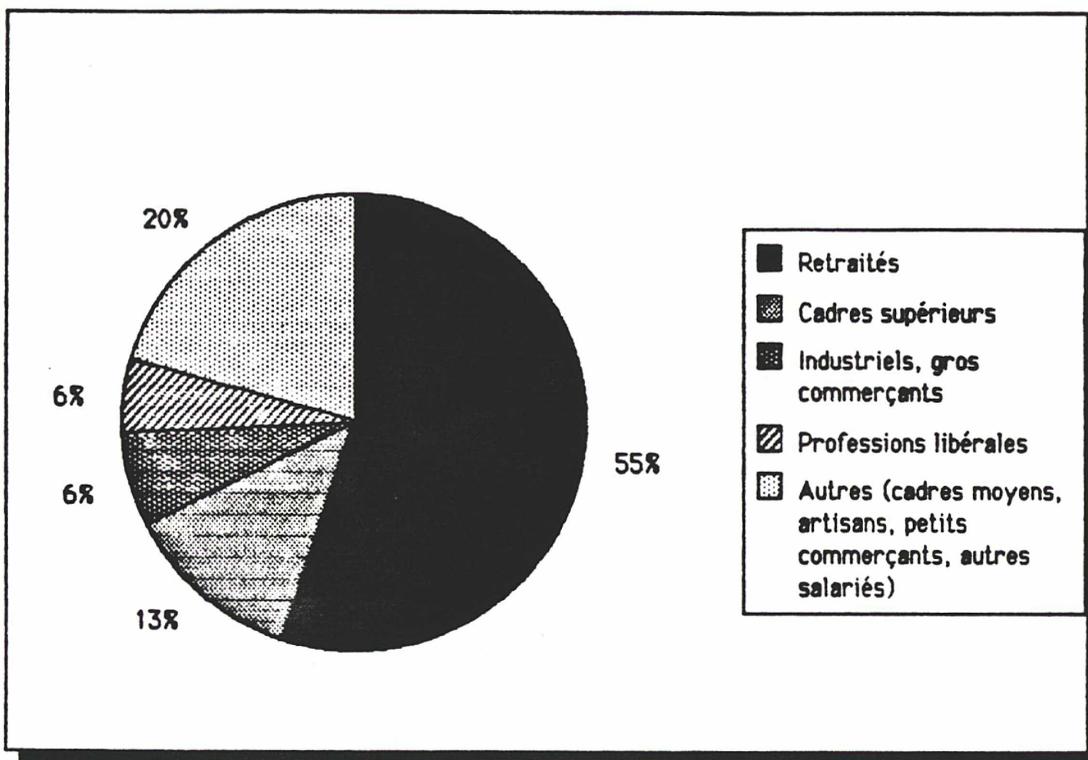
Ses ressources proviennent essentiellement des fonds collectés par le double réseau des caisses d'épargne (Ecureuil et Poste) et sont ensuite réparties dans trois directions:

- Les prêts aux collectivités locales: la CDC gère la Caisse d'Aide à l'Équipement des Collectivités Locales (CAECL)

- Le financement du logement

- Les achats de titres en bourse: la CDC gère notamment plusieurs SICAV et a parfois une mission de "gendarme" aux ordres du Trésor sur les marchés financiers. Elle se porte alors en contrepartie pour soutenir les cours en cas de fluctuations importantes. Toutefois, le marché obligataire a atteint des volumes tels que la CDC n'exerce plus un véritable rôle de "gendarme" que sur le marché des actions.

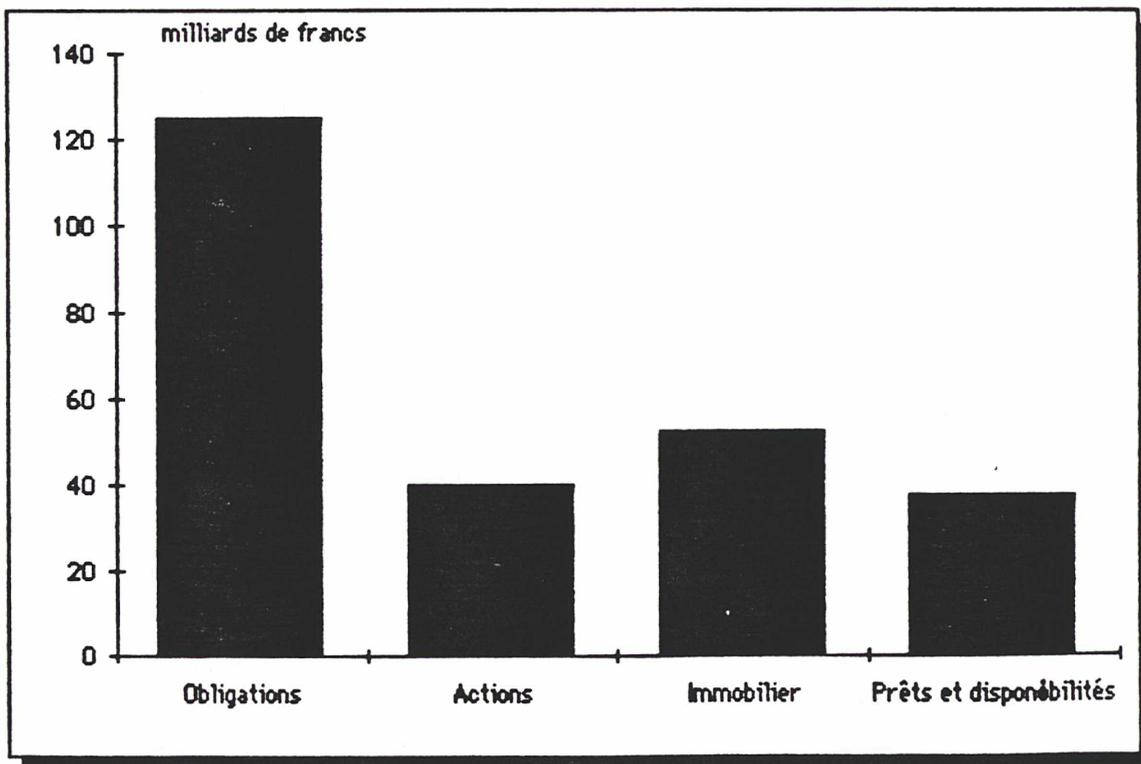
REPARTITION DES PORTEURS DE VALEURS MOBILIERES (FIN 1982)



Source: Banque de France

FIGURE I-1

REPARTITION DU PATRIMOINE DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN 1981



Source : La Bourse (Repères)

FIGURE I-2

b) Les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les mutuelles et autres organismes de prévoyance:

Ils placent une partie de leurs ressources en valeurs mobilières cotées, et donc facilement négociables, afin de faire face, le moment venu, aux engagements qu'ils ont pris vis-à-vis de leurs clients (versement d'une indemnité, d'un capital, d'une retraite).

Leur portefeuille d'actifs est en moyenne de l'ordre de la dizaine de milliards de francs pour les compagnies d'assurance, de quelques milliards de francs pour les caisses de retraite, et de quelques dizaines de millions de francs pour les mutuelles.

La figure I-2 montre la répartition du patrimoine des compagnies d'assurance.

c) Les organes de placement collectif:

Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV):

Les SICAV ont été créées en 1963 afin d'attirer vers la Bourse l'épargne des particuliers. Comme leur nom l'indique, leur capital varie chaque jour en fonction des apports et des retraits des épargnants. La gestion des SICAV est assurée le plus souvent par les banques et les établissements financiers, qui offrent tous à leurs clients différentes SICAV: certaines sont spécialisées, dans les actions, les obligations, les valeurs étrangères, etc.

Les fonds recueillis par les SICAV sont placés en bourse; on calcule chaque jour la valeur liquidative de l'action de la SICAV à partir du cours de bourse des différents titres composant son portefeuille. Par conséquent, il suffit d'une mise de fonds modeste pour pouvoir être actionnaire d'une SICAV (certaines actions de SICAV coûtent moins de 150 F).

Il existe plusieurs types de SICAV:

- les SICAV classiques, qui choisissent une politique de placement déterminée.
- les SICAV à court terme, improprement appelées SICAV de trésorerie, qui placent leurs fonds en obligations.
- les SICAV dites Monory ou CEA, permettant de bénéficier d'avantages fiscaux; elles doivent détenir un minimum de 60% d'actions françaises.

Il faut en effet signaler le rôle important des incitations fiscales dans l'essor important des SICAV depuis 1978. La loi du 13 juillet 1978 (loi Monory), appliquée de 1978 à 1983, permettait de déduire du revenu imposable une somme, limitée à 5000 F par foyer fiscal - plus 1000 F par enfant à charge, correspondant à un achat net d'actions dans l'année. La loi Monory, qui reste en vigueur pour les personnes nées avant 1932, afin que celles-ci puissent se constituer un capital retraite, a été remplacée par la loi du 3 janvier 1983 sur les Comptes d'Epargne en Actions (CEA), qui encourage l'épargne longue des ménages par la constitution d'un patrimoine axé uniquement sur les actions. Ce système repose sur un crédit d'impôt de 25% pour un maximum d'achats nets d'actions de 7000 F par adulte et par an.

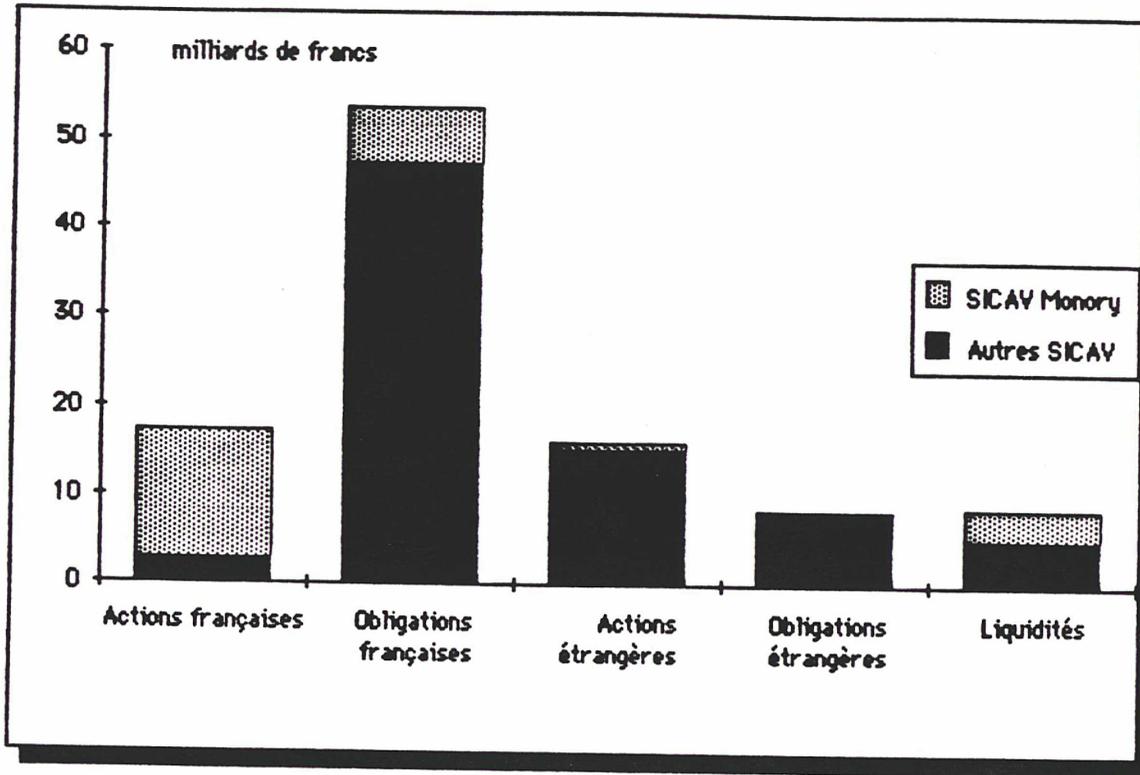
La figure I-3 montre la composition du portefeuille des SICAV en 1982. Il existe environ 200 SICAV, qui détiennent de l'ordre de 10% de la capitalisation boursière des valeurs françaises de la Bourse de Paris.

Les Fonds Communs de Placement (FCP):

Les premiers FCP datent de la loi de 1967 sur la participation des salariés aux fruits de l'expansion. Ils doivent détenir au moins 80% de leur portefeuille en valeurs mobilières françaises ou en disponibilités (la figure I-4 donne la composition moyenne de leur portefeuille). Il en existait 3166 à la fin 1982, dont les actifs dépassaient 16 MdF.

La loi Monory a relancé les FCP en les ouvrant au public, avec un apport minimal de 5000 F. La valeur liquidative est calculée deux fois par mois, et même une fois par semaine si l'actif net

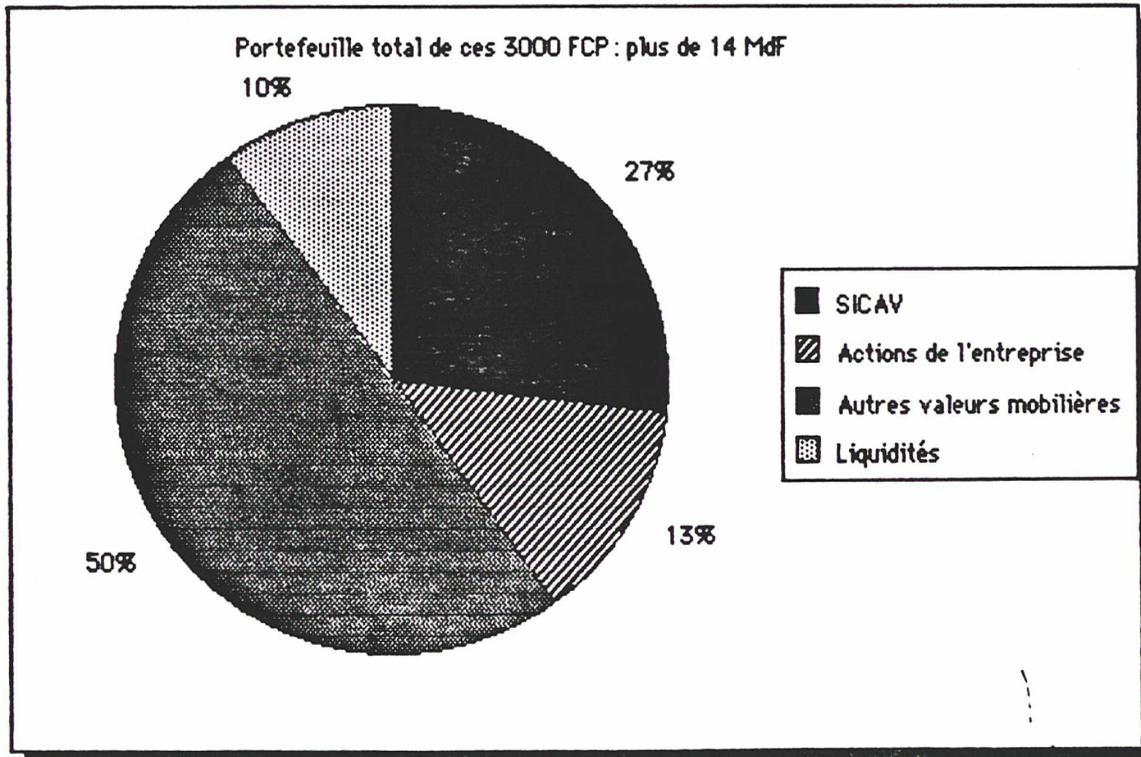
REPARTITION DES PORTEFEUILLES DES SICAV EN 1982



Source : La Bourse (Repères)

FIGURE I-3

REPARTITION DES PORTEFEUILLES DES FCP DE PARTICIPATION DES SALAIRES EN 1982



Source : La Bourse (Repères)

FIGURE I-4

dépasse 250 MF. La grande majorité de ces fonds sont spécialisés: mines d'or, technologie, immobilier, Japon-Pacifique, régions françaises, etc., et récemment obligations (FCP à court terme, improprement appelés FCP de trésorerie).

Les FCP remportent un grand succès: il en existait 1480 à la fin 1983 (contre 522 à la fin 1982) et leurs actifs atteignaient 70 MdF pour un demi-million de porteurs de parts.

Signalons aussi les quelques 4000 clubs d'investissement, qui regroupent 5 à 20 personnes dans une structure juridique simple afin de les familiariser aux techniques boursières.

3) Les acteurs de la prise de participations:

Les banques et les sociétés de prise de participations détiennent une part importante du capital des sociétés françaises (environ 30%). Leur portefeuille d'actions est constitué de participations, majoritaires ou non, dans le capital d'entreprises, cotées ou non. L'intervention en bourse de ces investisseurs, parmi lesquels figurent notamment l'IDI (Institut de Développement Industriel), les SDR (Sociétés de développement Régional, apparues il y a une trentaine d'années), les SFI (Sociétés Financières d'Innovation, apparues depuis 1972) et les IRP (Instituts Régionaux de Participations, apparus depuis 1977) ne représente cependant qu'environ 10% des transactions. Leur portefeuille de participations ne varie qu'à l'occasion de restructurations ou de nouvelles prises de contrôle.

La loi du 3 janvier 1983 a créé les Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) pour renforcer les structures de capital-risque dans les PME. Ces fonds sont constitués, soit de personnes physiques, soit de personnes morales, et doivent comporter au moins 40% d'actions ou obligations de sociétés non cotées. Ils se développent très lentement: à peine plus d'une vingtaine à l'heure actuelle contre 14 en avril 1984, pour un montant total investi de 191 MF.

Le chapitre IV fournit des précisions sur les investissements réalisés par les FCPR.

4) Le rôle international de la Bourse de Paris:

Les investisseurs étrangers jouent un rôle important sur le marché financier de Paris: ce sont généralement des institutionnels, cherchant à diversifier géographiquement leurs placements, et qui sont parfois attirés par le caractère spéculatif de certains titres dû à l'étroitesse de leur marché. Les étrangers les plus actifs sont traditionnellement les Anglo-Saxons, suivis de loin par les Allemands et les Suisses.

Notons l'influence de la conjoncture politique sur la venue des capitaux étrangers sur la Bourse de Paris, avec par exemple un reflux massif après mai 1981, suivi d'un retour en 1983. En particulier, il semble que les investisseurs étrangers s'intéressent beaucoup au second marché, notamment les Anglais.

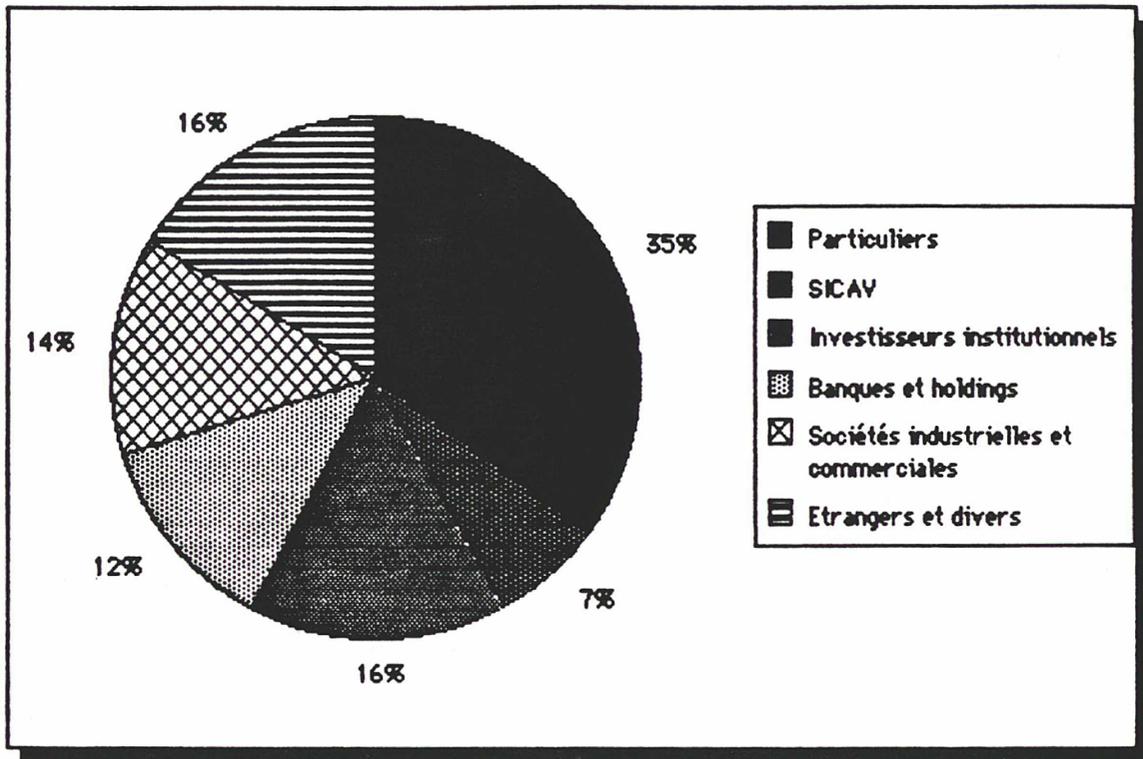
5) Qui intervient en Bourse?

Il est difficile de connaître avec précision l'identité des intervenants sur les marchés financiers: les agents de change, en centralisant les ordres, ont souvent un rôle de "boîte noire". D'ailleurs, ils ne le savent eux-mêmes pas toujours: par exemple, un ordre provenant d'une grande banque peut cacher des demandes de particuliers aussi bien que des SICAV de cette banque.

Néanmoins, on a une idée approximative de la répartition des portefeuilles de titres, comme le montrent les figures I-5 et I-6. La figure I-7 fournit une comparaison internationale pour les années 1978-1980, et ne prend donc pas en compte le développement récent des SICAV.

oooooooooooooooooooooooooooo

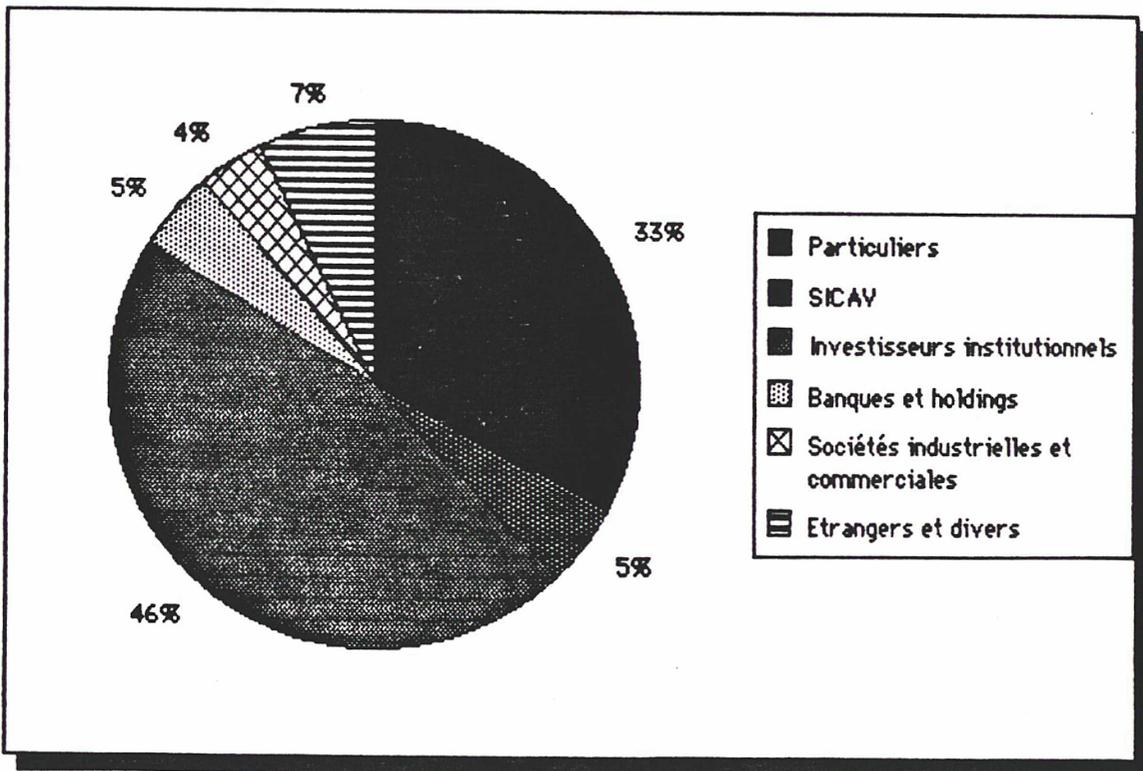
REPARTITION DES PORTEFEUILLES D' ACTIONS FRANCAISES EN 1981



Source : La Bourse (Repères)

FIGURE I-5

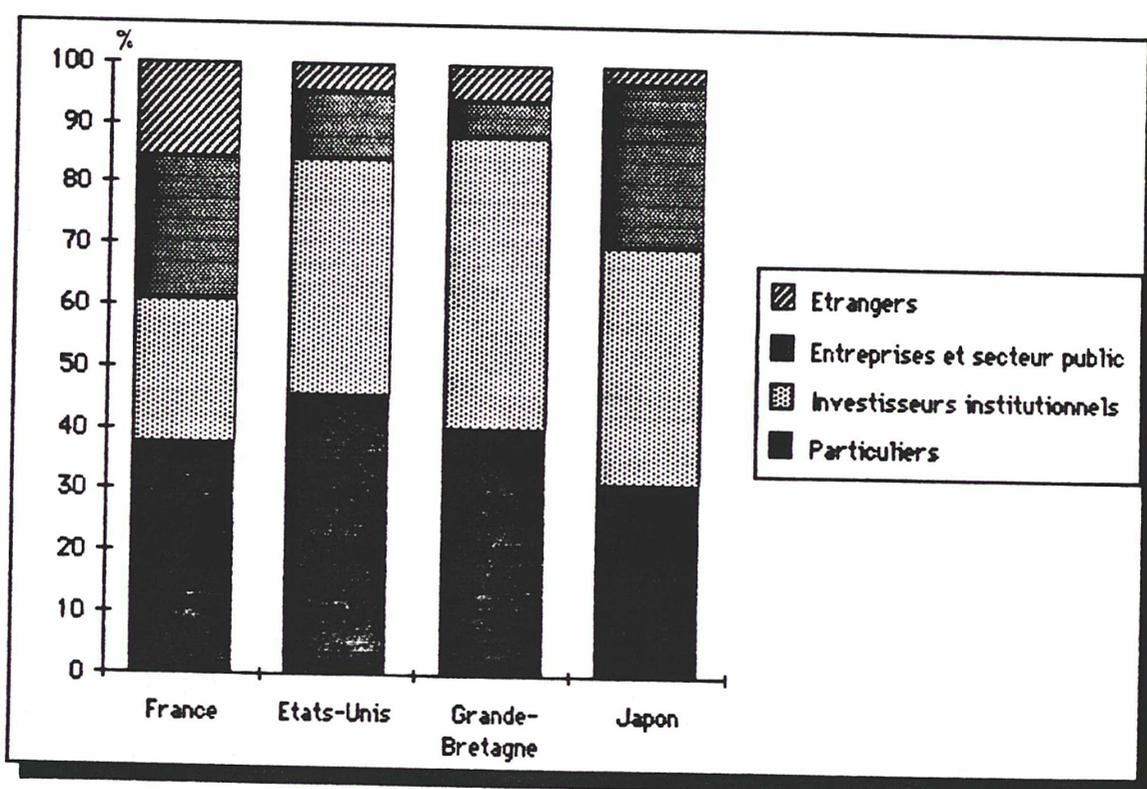
REPARTITION DES PORTEFEUILLES D'OBLIGATIONS FRANCAISES EN 1981



Source : La Bourse (Repères)

FIGURE I-6

REPARTITION DES PORTEFEUILLES D' ACTIONS EN 1978-1980



Source : La Bourse (Repères)

FIGURE I-7

III) LES MARCHES DES BOURSES FRANÇAISES:

A) LES METHODES DE COTATION:

De la visite du Palais Brongnart, émane un parfum légèrement désuet de boiseries et de craie: ici peu de terminaux informatisés crépitants comme dans les autres places financières internationales.

Un de nos interlocuteurs, emporté par son lyrisme, comparait la Bourse à une sorte de Temple: dans la crypte les marchés des changes et de l'or; dans les absides, les petits guichets en bois où se tiennent les représentants des banques et des agents de change, en contact avec l'extérieur par téléphone (il y a encore très peu de telex); la cotation s'ouvre par l'appel rituel de la cloche, et s'effectue à la criée ou par casiers; dans la nef, les tableaux de cotation avec au centre la fameuse Corbeille où les agents de change cotent eux-mêmes les plus belles valeurs de la place; enfin, perdu dans les cintres, sous les toits, la cotation du second marché.

L'information circule soit oralement, soit sur de petits bouts de papier transmis par des coursiers. Seuls, des écrans affichant les dernières valeurs cotées et quelques terminaux reliées à la banque de données de la CSAC rappellent que nous sommes en 1985.

La description colorée qu'en fait Zola au milieu du chapitre 10 de *l'Argent* est, à quelques détails près, toujours d'actualité.

1) La cotation à la criée:

Cette méthode, spectaculaire pour un néophyte, est utilisée pour les actions du marché RM (cf. *infra*) et pour les obligations émises par l'Etat ou les collectivités publiques. Elle se déroule dans une certaine agitation au milieu de nombreux cris et bruits des commis d'agents de change (et des agents de change eux-mêmes à la corbeille). Communiquant par des gestes ésotériques, ils échangent les titres en s'interpellant en fonction des ordres d'achat et de vente de leurs clients, tandis qu'un coteur appartenant à la CSAC s'efforce de trouver le point d'équilibre, en inscrivant à la craie un cours indicatif. Un boursier nous expliquait même qu'en entrant dans le Palais Brongnart il devinait immédiatement la tendance rien qu'aux bruits de la cotation à la criée.

Plus encore que dans les autres activités financières, le respect de la parole donnée est le fondement du métier d'agent de change.

2) La cotation par casiers:

Cette méthode, utilisée pour les autres valeurs, notamment le second marché, est plus silencieuse. Pour chaque valeur, les ordres d'achat ou de vente provenant des différentes charges sont déposés dans un casier. Le dépouillement des ordres est ensuite effectué par la charge spécialiste de la valeur, qui fixe le cours.

B) LES ACTIONS FRANÇAISES:

Avant la création du second marché, on distinguait les valeurs de la cote officielle et celles du marché hors-cote.

1) La cote officielle: un marché très réglementé.

Le marché officiel concerne environ un millier de sociétés et est caractérisé par des conditions d'accès et des obligations strictes. Il est réservé aux entreprises de taille très importante qui présentent de plus toute garantie de solidité financière et d'animation du marché de leur titre.

Il est exigé de mettre à la disposition du marché 25% du capital de la société et au minimum 80000 titres sur la Bourse de Paris et 20000 sur les bourses régionales. La CSAC demande que les trois derniers exercices se soient soldés par un résultat positif, accompagnés en principe de la distribution d'un dividende. De plus, la COB exige un examen préalable très approfondi des comptes par un cabinet spécialisé, ainsi que la présentation de comptes consolidés. La société doit également mettre à la disposition du public une note d'information visée par la COB et faire établir des fiches de documentation et d'analyse financière.

Par conséquent, les sociétés de la cote officielle présentent aux investisseurs les avantages de la maturité, de la taille, ainsi que des garanties quant à l'information dispensée au public et à l'exactitude des comptes.

Il y a deux modes de négociation des actions sur la cote officielle: le comptant et le règlement mensuel.

Le comptant:

Lorsqu'une valeur est négociée au comptant, l'exécution des ordres, la livraison et le règlement des titres sont effectués immédiatement.

Cela ne nécessite pas des fonds importants: on peut qualifier le comptant de "marché au détail" car les ordres peuvent ne porter que sur un seul titre.

Le marché à règlement mensuel (RM):

Lorsqu'une valeur est négociée au RM, l'exécution des ordres, la livraison et le règlement des titres sont repoussés à une période ultérieure, la liquidation, qui dure 7 jours, le dernier jour étant le dernier jour de Bourse du mois.

Sur le RM, des spéculations sont possibles à la baisse ou à la hausse, puisque, pendant un mois, les acteurs vivent à crédit, et peuvent acheter et vendre plusieurs fois le même titre, en se contentant d'encaisser (ou de déboursier!) les écarts de cours. Ce caractère spéculatif oblige à une stricte réglementation du RM.

La CSAC décide d'inscrire au RM les valeurs les plus actives de la cote officielle, sur lesquelles les montants des transactions sont élevés: on peut qualifier le RM de "marché de gros" car des quantités minimales de titres, appelées quotités, sont exigées pour passer des ordres, qui doivent porter sur un multiple de cette quotité.

La transaction est conclue à condition que la quotité sur le titre ait été respectée et que l'opération ait été garantie par le dépôt préalable d'une couverture, soit en espèces, soit en or, soit en valeurs mobilières. Le taux de couverture est actuellement de 20% s'il s'agit d'espèces ou de bons du Trésor, de 25% s'il s'agit d'or ou d'obligations, et de 40% s'il s'agit d'actions.

Par un souci de simplification et d'efficacité, ce marché a remplacé l'ancien marché à terme depuis la réforme du 24 octobre 1983, avant laquelle les valeurs les plus actives de la cote faisaient l'objet d'une double cotation, au comptant et à terme.

Notons toutefois les deux possibilités suivantes pour les opérateurs qui le désirent, moyennant une commission supplémentaire:

- le Règlement Immédiat (RI).
- la négociation de rompus (quantité de titres inférieure à la quotité).

Les admissions à la cote:

Les admissions à la cote officielle s'étaient raréfiées depuis de nombreuses années, mais la cote officielle profite du second marché, dont elle commence à recevoir certaines des valeurs les plus actives.

Les sociétés admises à la cote officielle sont cotées au comptant, voire, si la CSAC le décide, directement au RM pour les valeurs très actives provenant du second marché.

Il y eut 2 admissions sur le marché parisien (au comptant) en 1983, dont une en provenance du second marché (Sfernice); et une à Bordeaux.

Le marché parisien a connu en 1984 4 admissions dont une directement au RM, en provenance du second marché (Sodexho). En province on a compté une inscription directement au RM à Lyon, en provenance du second marché (Salomon).

Les radiations de la cote:

Les radiations affectent les valeurs, supprimées de la cote après une restructuration, ou devenues totalement inactives et ne voulant plus ou ne remplissant plus les conditions pour rester à la cote officielle. Dans ce cas, la COB prononce la radiation et transfère les actions de la société sur le marché hors-cote de la bourse de cotation.

Il y eut 18 radiations du marché parisien en 1983 (dont 6 à la suite d'une absorption) et 5 des marchés de province.

Il y en eut 18 du marché parisien en 1984 (dont 5 à la suite d'une absorption) et 14 des marchés de province.

Il faut constater qu'environ la moitié des sociétés radiées sont des industries lourdes (génie civil, constructions mécaniques, métallurgie, etc.), le reste se partageant entre les services financiers, la distribution et les transports, etc.

Les données:

La figure I-8 donne le nombre de sociétés cotées au comptant et au RM sur les bourses françaises en 1984.

Les figures I-9 et I-10 donnent les valeurs respectives des capitalisations boursières et du volume des transactions sur les bourses françaises en 1983 et 1984. On appelle capitalisation boursière d'une entreprise cotée la valeur boursière de son capital, c'est-à-dire le produit du cours par le nombre d'actions constituant le capital.

Notons que le comptant ne représente que 16% du volume total des transactions, alors qu'il comprend 75% des sociétés inscrites à la cote.

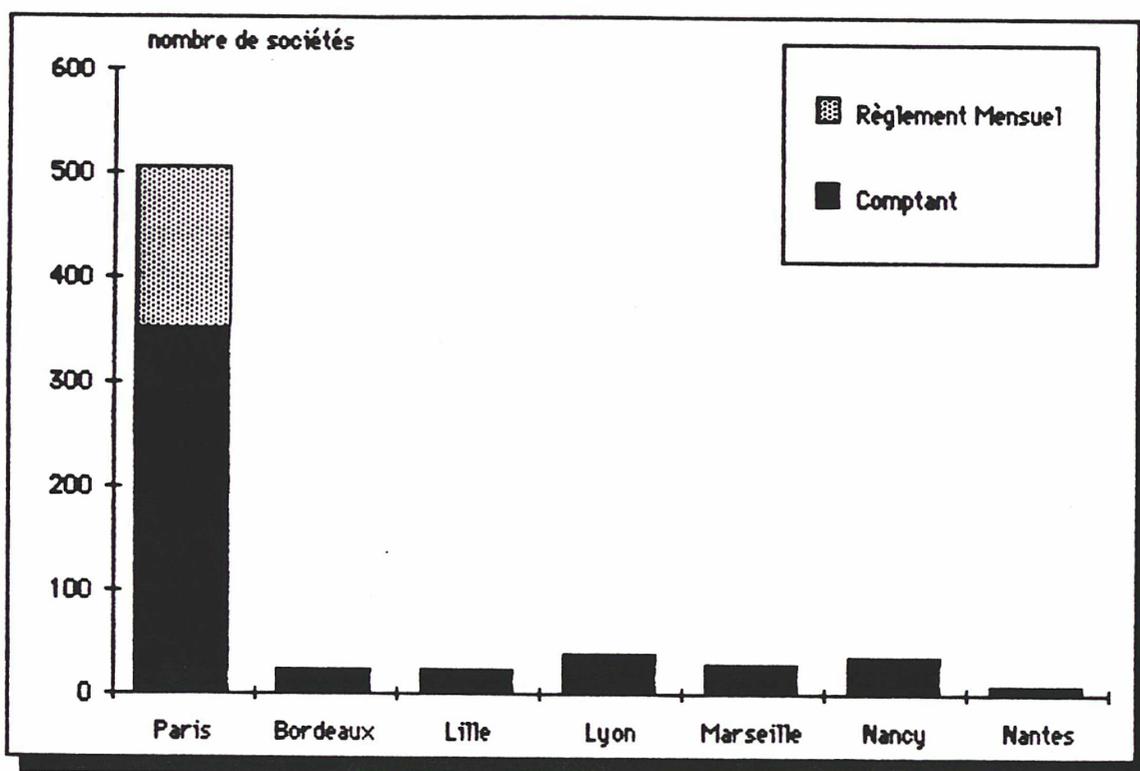
Remarquons aussi l'hétérogénéité de la cote officielle: les 50 premières capitalisations boursières représentent 55,5% du total et les 50 valeurs les plus actives représentent 62,3% du total des transactions.

2) Le marché hors-cote:

A l'opposé de la cote officielle, l'accès au marché hors-cote est extrêmement facile et n'est soumis qu'à des formalités réduites: la CSAC n'impose aucun critère de taille, de rentabilité, de publication d'informations, ou de diffusion de titres dans le public.

L'inscription peut se faire, soit à l'initiative d'un actionnaire désirant céder tout ou partie de son portefeuille, la société ne pouvant s'y opposer, soit à l'initiative de la société, en envoyant un dossier de demande de cotation succinct à la CSAC, laquelle n'a néanmoins pas autorité pour refuser

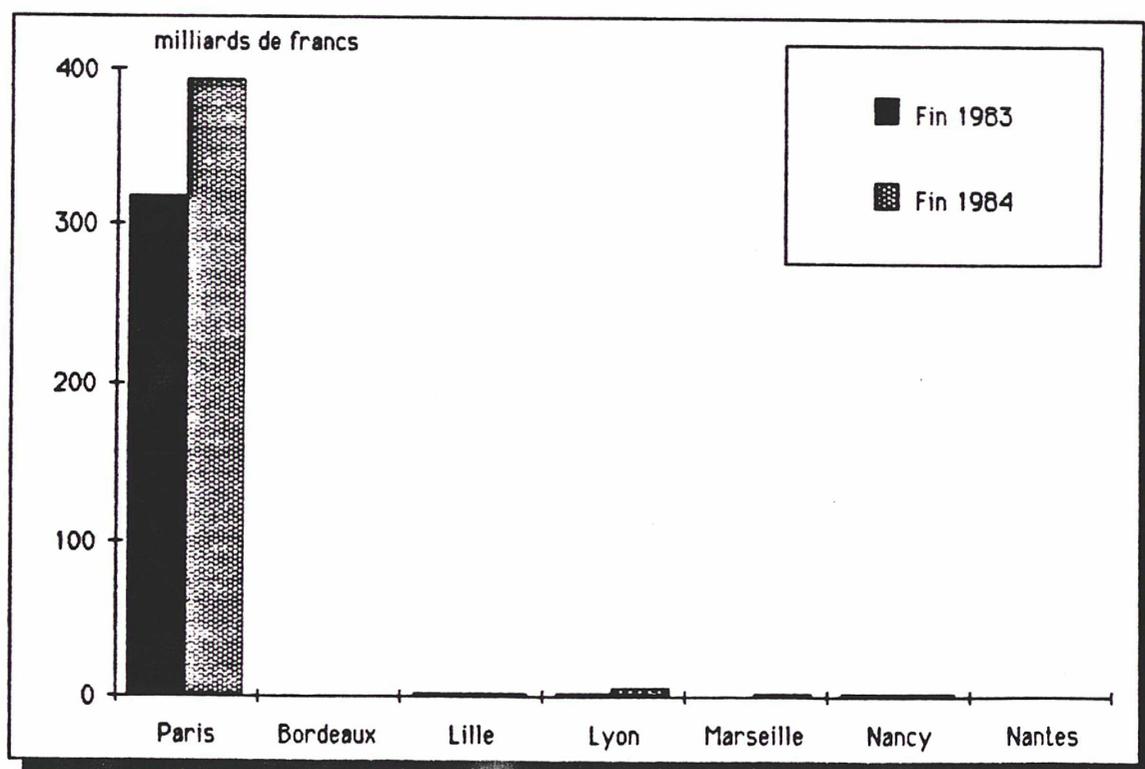
NOMBRE DE SOCIÉTÉS FRANÇAISES COTÉES A LA COTE OFFICIELLE A LA FIN 1984



Source: CAC

FIGURE I-8

CAPITALISATION BOURSIERE DE LA COTE OFFICIELLE (ACTIONS)



Source: CAC

FIGURE I-9

l'inscription.

Chaque mois, la CSAC efface du relevé les valeurs n'ayant fait l'objet d'aucune cotation depuis un mois. Lorsqu'une nouvelle négociation intervient, la valeur est réinscrite automatiquement si la dernière transaction a moins de trois ans.

Le hors-cote porte son nom car l'inscription d'une société n'est pas prise en compte pour bon nombre de dispositions législatives, réglementaires ou fiscales concernant les sociétés cotées.

Du fait de sa facilité d'accès, le hors-cote regroupe des sociétés très hétérogènes, le plus souvent fort peu connues du public car n'ayant pris aucun engagement quant à la délivrance régulière d'une information vérifiée et de comptes sociaux fiables. De plus, les transactions y sont épisodiques, ce qui ne permet pas une réelle diffusion du capital dans le public.

Enfin, son rôle d'antichambre de la cote officielle s'est trouvé considérablement réduit par la mise en place du compartiment spécial en novembre 1977, puis du second marché en février 1983.

Les données:

Il y a 347 sociétés inscrites sur le marché hors-cote parisien, qui ont donné lieu à 681 MF de transactions en 1984, soit 1% du volume des transactions de la cote officielle, contre 478 MF en 1983, soit 0,8%.

La figure I-11 donne la valeur du volume des transactions sur le marché hors-cote des bourses françaises en 1983 et 1984.

3) Le compartiment spécial du hors-cote:

A l'expérience, il est apparu que le dispositif boursier français, organisé de longue date autour de deux pôles (cote officielle et hors-cote) comportait une lacune en ne proposant pas de marché à la mesure des entreprises de taille moyenne souhaitant profiter pleinement des avantages du marché financier, mais ne pouvant satisfaire aux conditions d'admission à la cote officielle.

Pour combler cette lacune, la COB a institué en novembre 1977 un "compartiment spécial" du marché hors-cote, sorte de transition permettant aux sociétés de disposer du temps nécessaire pour remplir les conditions requises par l'admission à la cote officielle: les sociétés inscrites sur ce compartiment prenaient l'engagement de demander dans un délai de 3 ans leur inscription à la cote officielle, ce qui exigeait d'achever dans ce délai la révision des comptes et la mise à la disposition du marché d'au moins 25% du capital.

Conçu pour être un marché d'acclimatation, le compartiment spécial permettait aussi d'alléger les frais d'introduction à la cote officielle: la révision des comptes pouvait être étalée sur les 3 ans et être effectuée par les commissaires aux comptes de la société et non plus nécessairement par un cabinet extérieur. Cependant, les sociétés inscrites sur ce compartiment prenaient les mêmes engagements que les sociétés cotées en matière de publication d'informations.

Le compartiment spécial a été supprimé le 1er février 1983, par transfert de ses valeurs sur le second marché.

C) LES OBLIGATIONS FRANÇAISES:

Le marché obligataire est considérable: sa capitalisation boursière est triple de celle du marché des actions. De plus, il est très actif, avec 6 fois plus de transactions que le marché des actions.

D'ailleurs, l'annexe 7 du rapport d'avril 1982 du Commissariat Général du Plan sur *les aides à l'industrie* met en évidence dans les 5 grands groupes nationalisés en 1982 le recours massif au marché obligataire entre 1970 et 1981 (voir le tableau ci-dessous).

VOLUME DES TRANSACTIONS DE LA COTE OFFICIELLE (ACTIONS)

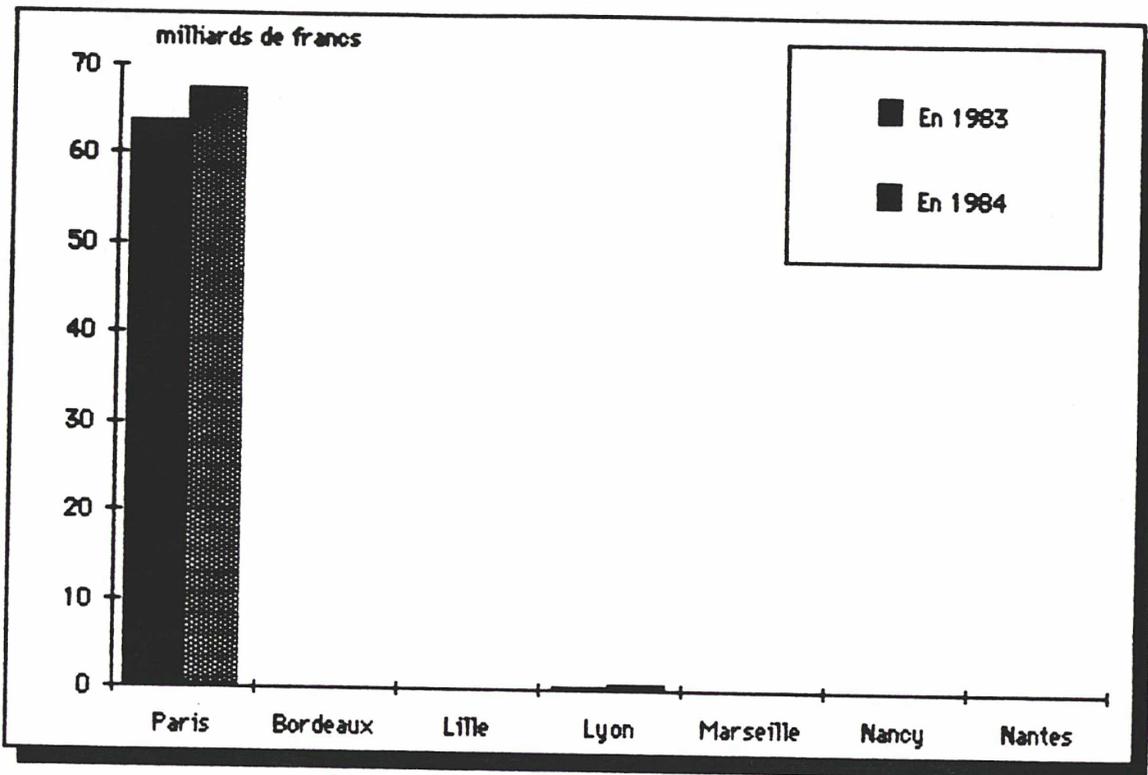


FIGURE I-10

VOLUME DES TRANSACTIONS DU MARCHÉ HORS-COTE (ACTIONS)

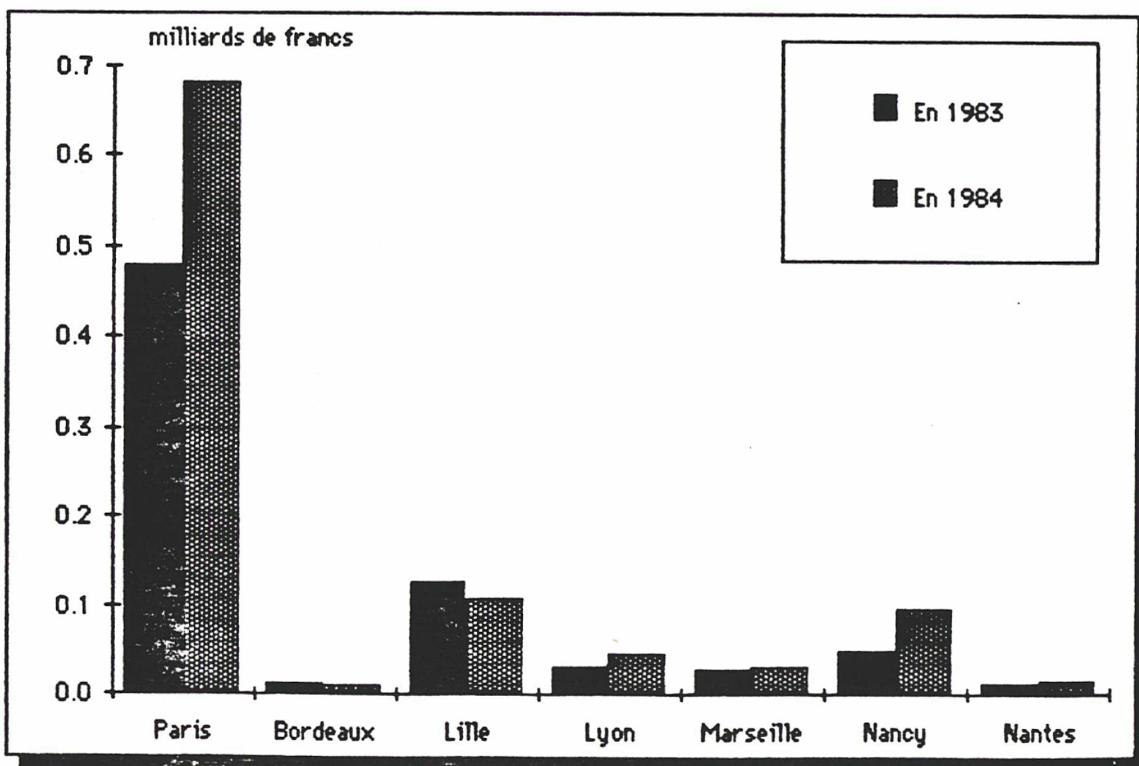


FIGURE I-11

| | Augmentations de capital | Obligations convertibles | Obligations |
|----------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------|
| Rhône-Poulenc | 473 MF | - | 2030 MF |
| PUK | - | 362 MF | 1500 MF |
| Saint-Gobain | 594 MF | - | 530 MF |
| Thomson-Brandt | - | 186 MF | - |
| CGE | 303 MF | 350 MF | - |

En matière de transactions, l'importance du marché obligataire est passée de 35% de l'ensemble du marché des valeurs mobilières en 1970 à 70% en 1983 et 82% en 1984 (ces chiffres prennent en compte les valeurs étrangères, constituées à presque 100% d'actions, aussi il faut les majorer de quelques % pour avoir les chiffres concernant les valeurs françaises).

Le marché obligataire est caractérisé par la place prépondérante des fonds d'Etat et du secteur public. Ce sont par conséquent les grands emprunts publics qui fixent de facto les taux d'intérêt de tout le marché.

Comme les actions, les obligations peuvent être négociées sur la cote officielle, sur le marché hors-cote, et également sur le second marché.

1) La cote officielle:

La figure I-12 donne le nombre d'emprunts obligataires cotés sur les bourses françaises en 1984, et émis par l'Etat, le secteur public et le secteur privé.

Les figures I-13 et I-14 donnent les valeurs respectives des capitalisations boursières et du volume des transactions sur les bourses françaises en 1983 et 1984. On appelle capitalisation boursière d'un emprunt obligataire le produit du cours par le nombre de titres émis.

La figure I-15 montre les places respectives de l'Etat, du secteur public et du secteur privé, en terme de capitalisation boursière en 1984, et la figure I-16 les places respectives des obligations à taux fixe, à taux variable, indexées et hybrides (titres participatifs et obligations convertibles en actions).

Comme les actions, les obligations peuvent être cotées au comptant ou au RM: ce dernier mode de cotation ne concerne encore que 4 valeurs, cotées à Paris (un emprunt d'Etat 4,5% de 1973, un emprunt 3% de la Caisse Nationale de l'Energie, un titre participatif Renault 1983 et un titre participatif CGE 1983), et n'a donné lieu en 1984 qu'à 1,8% des transactions du marché obligataire de la Bourse de Paris.

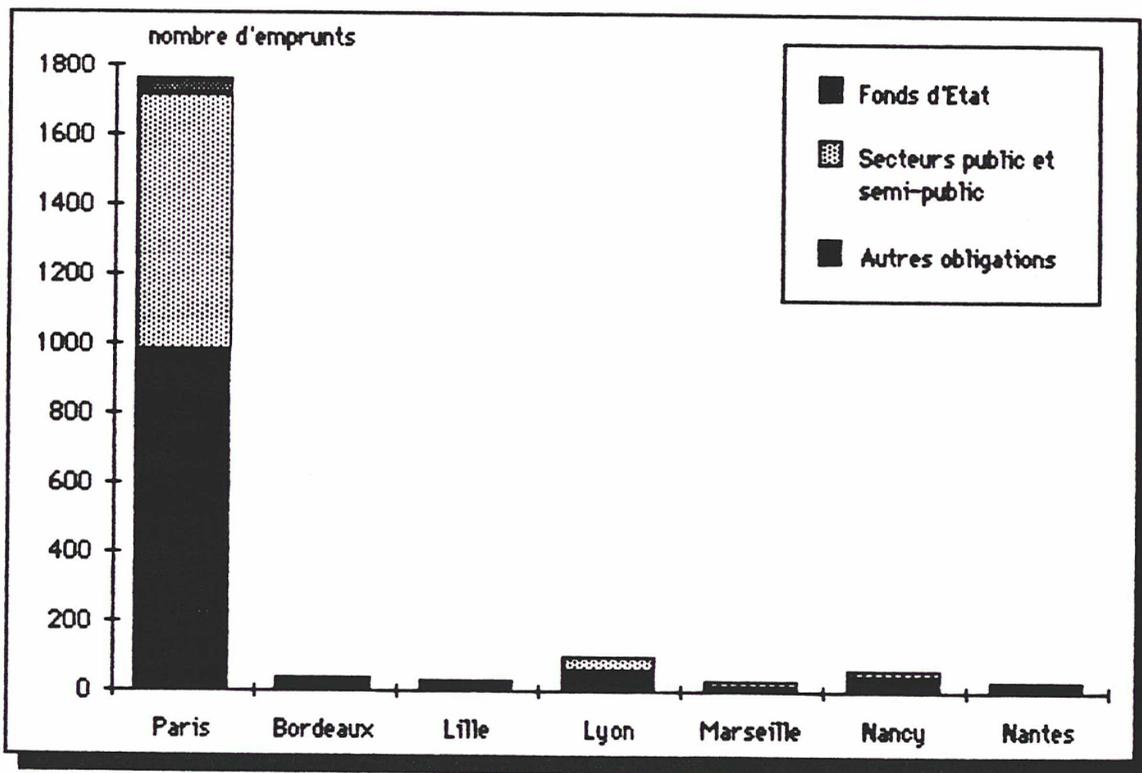
2) Le marché hors-cote:

Il y a 8 emprunts obligataires sur le marché hors-cote parisien, qui ont donné lieu à 5,6 MF de transactions en 1984 (contre 1,2 MF en 1983), chiffre infime devant les 410 MdF de la cote officielle.

D) LES VALEURS ETRANGERES:

Outre les quelques valeurs de la zone franc, de nombreuses valeurs étrangères sont cotées à Paris, en plus de leur cotation dans leur pays d'origine. Elles sont relativement actives sur le marché des actions, y compris et surtout sur le marché hors-cote, mais les obligations sont

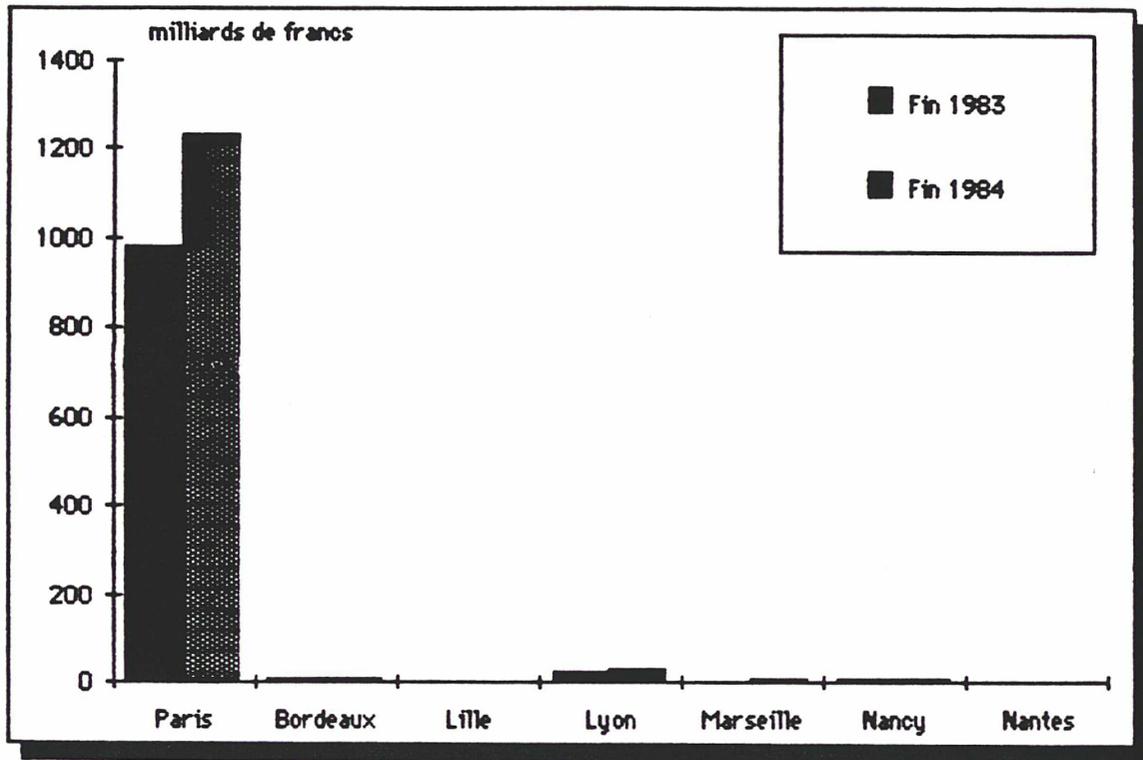
NOMBRE D'EMPRUNTS FRANCAIS COTES A LA COTE OFFICIELLE A LA FIN 1984



Source: CAC

FIGURE I-12

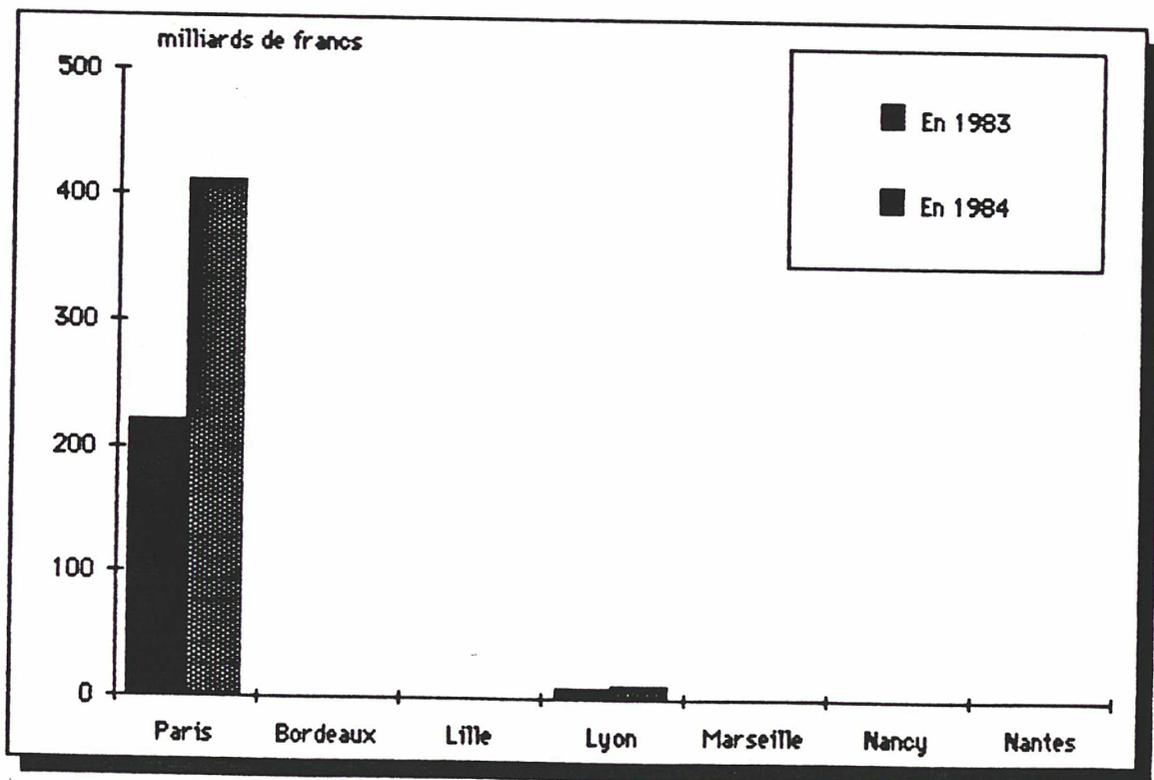
CAPITALISATION BOURSIERE DE LA COTE OFFICIELLE (OBLIGATIONS)



Source : CAC

FIGURE I-13

VOLUME DES TRANSACTIONS DE LA COTE OFFICIELLE (OBLIGATIONS)



Source : CAC

FIGURE I-14

REPARTITION DE LA CAPITALISATION BOURSIERE DES OBLIGATIONS (COTE OFFICIELLE)

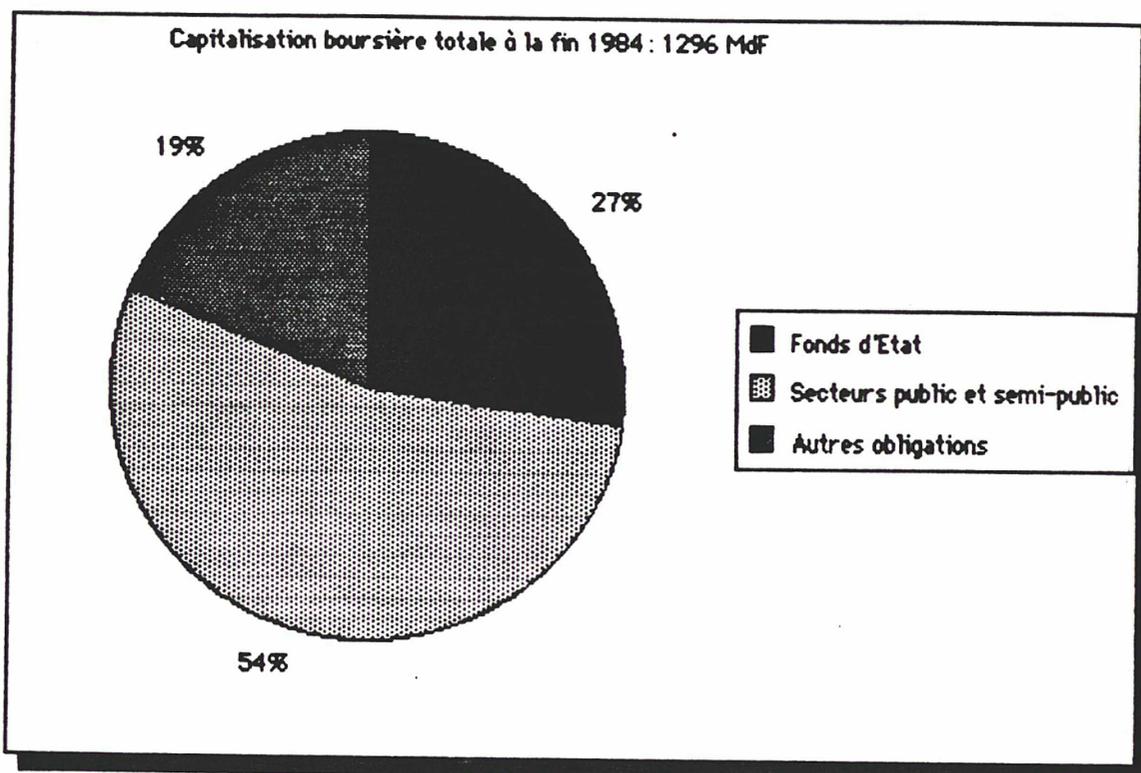


FIGURE I-15

REPARTITION DE LA CAPITALISATION BOURSIERE DES OBLIGATIONS (COTE OFFICIELLE)

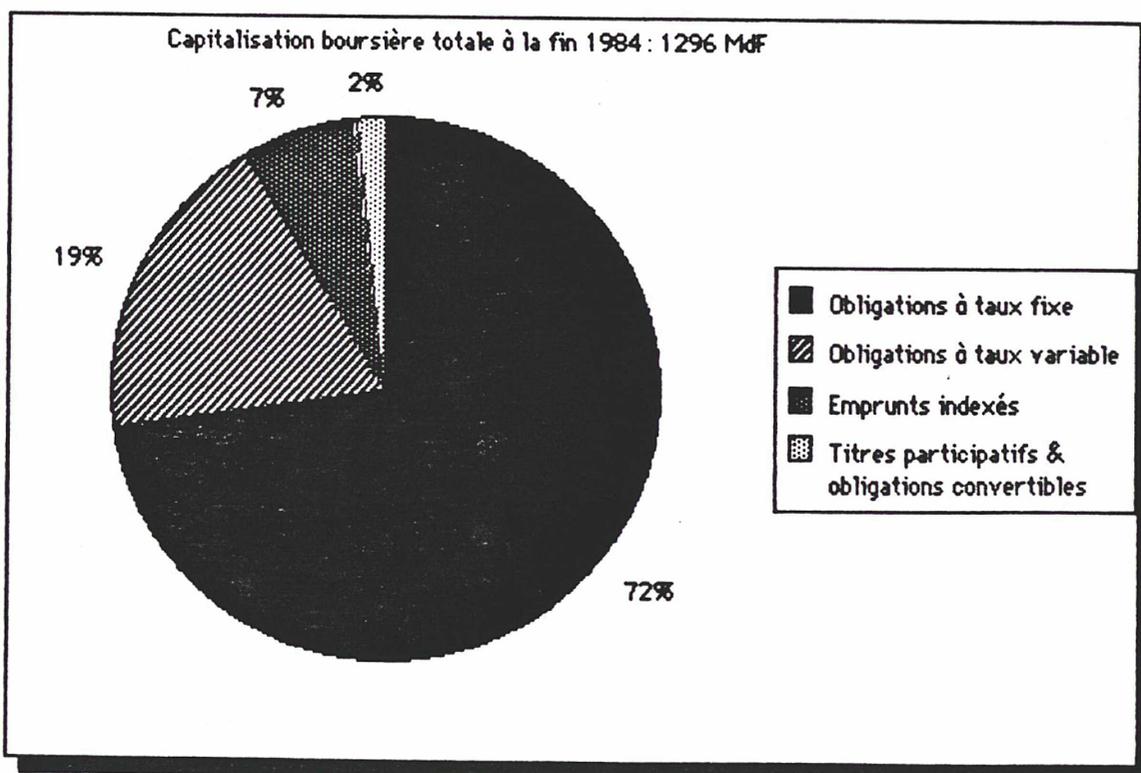


FIGURE I-16

totallement négligeables.

Leurs transactions, qui représentent environ 4% des transactions des valeurs françaises, ont baissé de 32% entre 1983 et 1984. De 1970 à 1983, les transactions des valeurs étrangères s'étaient maintenues autour de 12-13% des transactions des valeurs françaises.

1) Actions:

167 sociétés étrangères voient leurs actions cotées sur la Bourse de Paris, avec une capitalisation boursière totale de 4,8 MdF en 1984 (baisse de 10% par rapport à 1983), soit 1,2% de celle des actions françaises.

En 1984, 66 sociétés cotées au RM ont réalisé 19,1 MdF de transactions, soit 34% de celles du RM des actions françaises, tandis que les 101 cotées au comptant ont réalisé 2,4 MdF, soit 21% de celles du comptant des actions françaises.

Les figures I-17 et I-18 montrent respectivement la répartition du nombre de sociétés et de leur capitalisation boursière selon le pays d'origine.

De plus, la gestion des échanges de titres par la SICOVAM permet de connaître la part du capital de ces sociétés détenue par des intérêts français: en 1984 par exemple, il y avait 10 sociétés, dont les Français détenaient plus de 10% du capital; il s'agit pour environ la moitié d'entre elles de mines, essentiellement sud-africaines.

La répartition des portefeuilles français d'actions étrangères est indiquée sur la figure I-19.

Où négocier des actions d'une société étrangère, à Paris ou sur la bourse d'origine? Le marché parisien est évidemment plus étroit, mais il offre l'avantage d'un paiement en francs. Il semble donc que les particuliers ont en général intérêt à se porter sur Paris et les institutionnels sur la bourse d'origine où ils pourront acquérir plus facilement de gros blocs de titres.

2) Obligations:

11 emprunts émis par des Etats et 6 émis par des sociétés étaient cotés à Paris en 1984, ayant généré un volume total de transactions de 22 MF, ce qui est infime face au marché obligataire français.

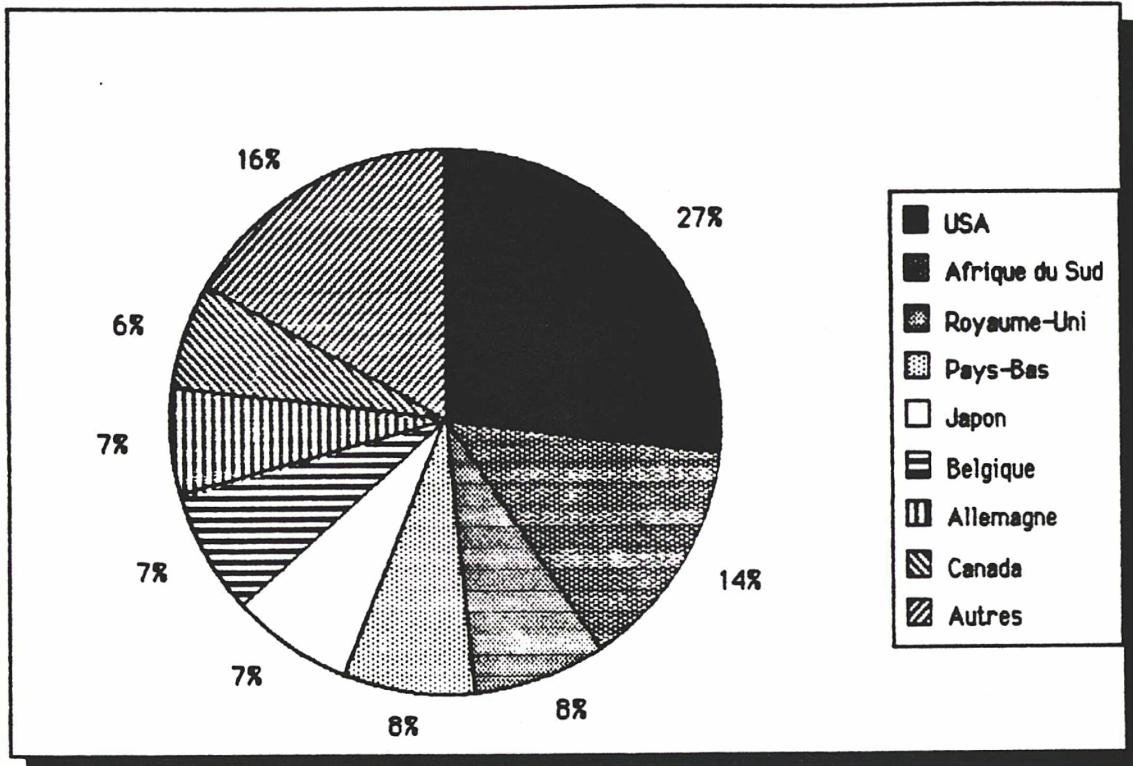
3) Hors-Cote:

Les actions de 72 sociétés étrangères s'échangent sur le marché hors-cote parisien, pour un volume de transactions en 1984 (y compris les valeurs de la zone franc) de 1,2 MdF, soit 1,7 fois le volume des transactions d'actions françaises.

En revanche, les 3 emprunts obligataires qui s'échangent à Paris, avec un volume de transactions de 0,7 MF, sont infimes, y compris devant les (minuscules) 5,6 MF constitués par les obligations françaises sur le hors-cote.

oooooooooooooooooooooooooooo

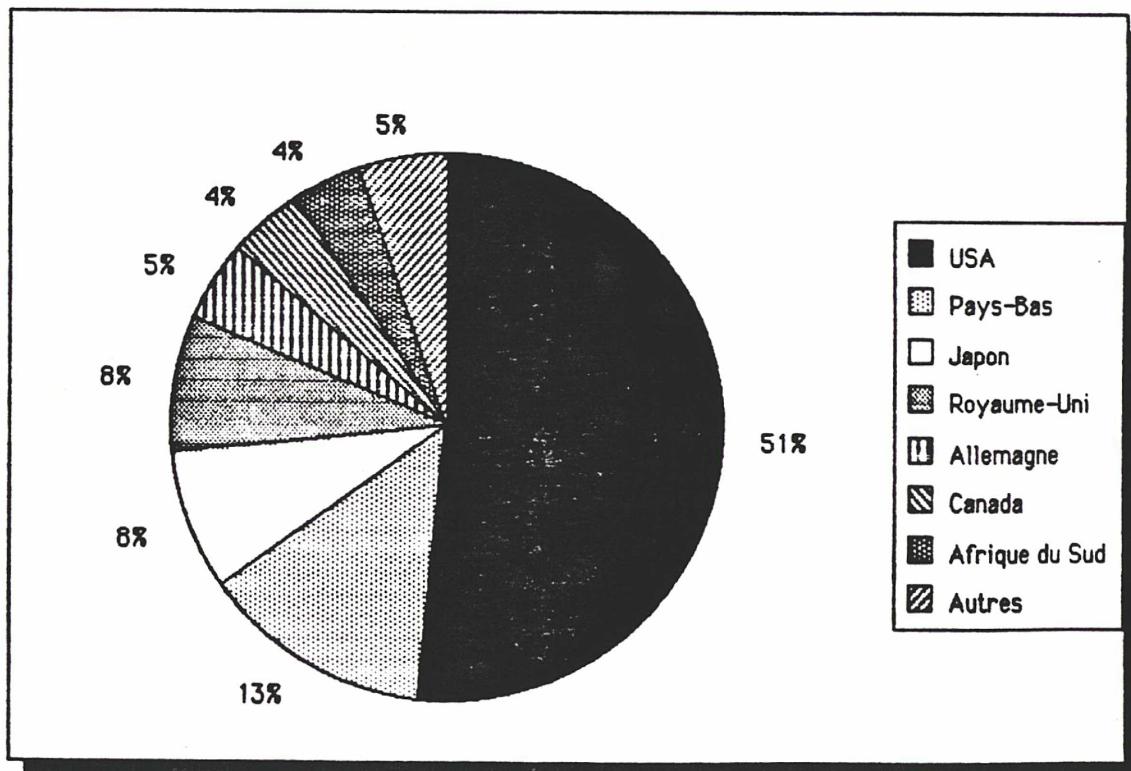
REPARTITION DES SOCIETES ETRANGERES COTEES A PARIS EN 1984



Source: CAC

FIGURE I-17

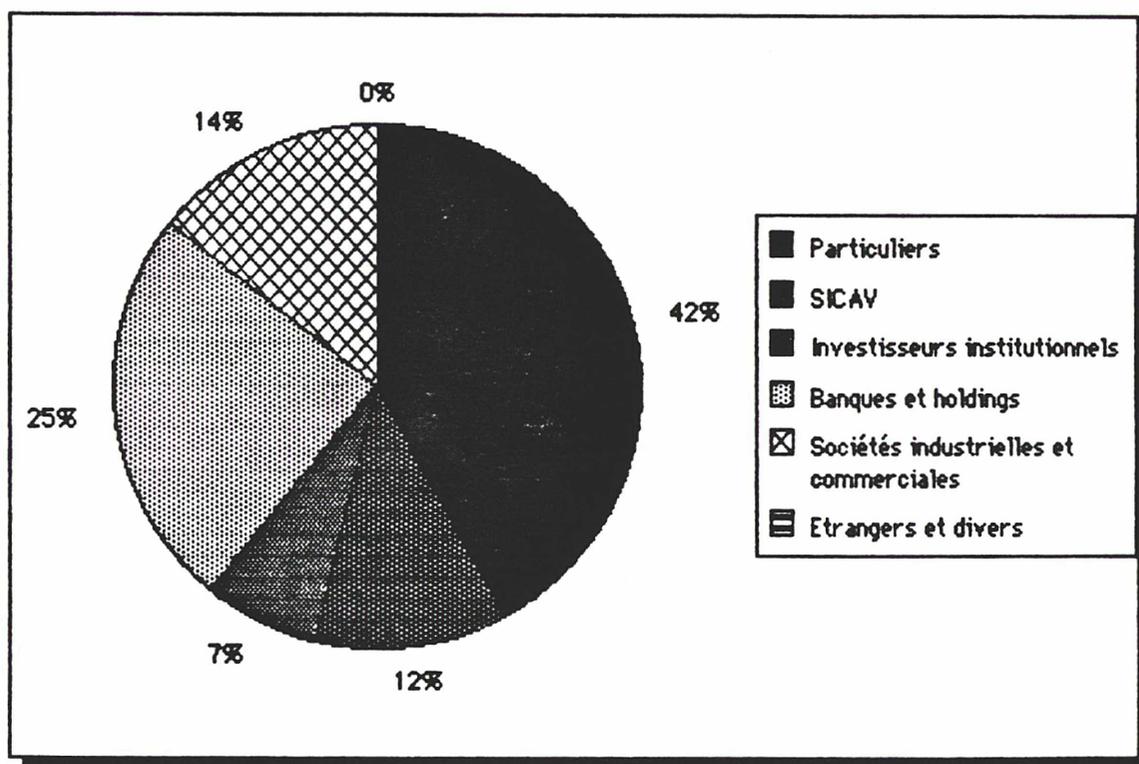
REPARTITION DE LA CAPITALISATION DES SOCIETES ETRANGERES COTEES A PARIS EN 1984



Source: CAC

FIGURE I-18

REPARTITION DES PORTEFEUILLES DE VALEURS ETRANGERES EN 1981



Source : La Bourse (Repères)

FIGURE I-19

IV) LES ORDRES DE GRANDEUR:

A) LES BOURSES REGIONALES FACE A LA BOURSE DE PARIS:

Les 6 places régionales (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy et Nantes) commencent à émerger de deux décennies d'une longue léthargie, mais elles sont encore négligeables (marchés étroits et transactions faibles) devant la Bourse de Paris. La Bourse de Lyon est de très loin la plus active; cependant, un de nos interlocuteurs lyonnais nous a donné l'exemple d'une société de la cote officielle qui avait 60.000 titres sur la marché: à la suite d'un ordre de vente de 1000 titres, la cotation a été suspendue pendant un mois, et le cours a baissé de 10 à 15%.

Le tableau suivant résume la position relative des bourses régionales en 1984 (arrondi au %):

| | Paris | Bx | Li | Ly | Ma | Ny | Ns |
|----------------------------|-------|----|----|----|----|----|----|
| Cote officielle: | | | | | | | |
| - nombre de sociétés | 76 | 4 | 4 | 6 | 4 | 5 | 1 |
| - CB actions | 96 | 0 | 1 | 2 | 0 | 1 | 0 |
| - transactions actions | 98 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| - nombre d'emprunts | 85 | 2 | 1 | 5 | 2 | 3 | 2 |
| - CB obligations | 95 | 1 | 0 | 3 | 0 | 1 | 0 |
| - transactions obligations | 96 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| Second marché: | | | | | | | |
| - nombre de sociétés | 64 | 1 | 7 | 11 | 3 | 8 | 6 |
| - CB actions | 87 | 0 | 3 | 6 | 0 | 2 | 1 |
| - transactions actions | 76 | 0 | 4 | 17 | 1 | 1 | 1 |
| Hors-cote: | | | | | | | |
| - transactions actions | 69 | 1 | 11 | 5 | 3 | 10 | 1 |

Et le tableau suivant donne une moyenne par société ou par emprunt en MF:

| | Paris | Bx | Li | Ly | Ma | Ny | Ns |
|----------------------------|-------|-----|-----|-----|----|-----|-----|
| Cote officielle: | | | | | | | |
| - CB actions | 781 | 53 | 92 | 168 | 55 | 68 | 75 |
| - transactions actions | 133 | 4 | 3 | 16 | 5 | 6 | 12 |
| - CB obligations | 701 | 186 | 146 | 351 | 53 | 150 | 103 |
| - transactions obligations | 233 | 38 | 35 | 112 | 19 | 18 | 46 |
| Second marché: | | | | | | | |
| - CB actions | 435 | 47 | 145 | 183 | 31 | 69 | 45 |
| - transactions actions | 71 | 1 | 32 | 89 | 16 | 10 | 10 |

On peut tirer de ces tableaux (et des chiffres qui les inspirent) plusieurs constatations:

1) Les capitalisations des sociétés cotées en province et les emprunts émis en province sont bien plus petits qu'à Paris, ce qui correspond bien, quoiqu'un peu excessivement, au rôle des places régionales.

2) Les bourses de province sont actives principalement sur le second marché: Lyon réalise 71% des transactions faites en province; et sur le marché hors-cote: Lille et Nancy réalisent chacune environ le tiers des transactions faites en province.

3) Le second marché a totalement revitalisé la Bourse de Lille (où il est plus actif que la cote

officielle), a amélioré la situation de celles de Lyon (déjà relativement active en comparaison des autres) et de Nantes, mais n'a guère changé la situation de celle de Marseille et surtout de Bordeaux. Il faut cependant avoir une certaine réserve car le second marché n'a encore que deux ans d'existence.

4) Le hors-cote est très actif à Lille (plus que la cote officielle), relativement actif à Nancy, assez actif à Lyon, Marseille et Nantes, et totalement inactif à Bordeaux.

La question de l'existence des bourses de province est relativement controversée: pour certains intervenants parisiens, notamment des banques, elles induisent un coût logistique très élevé; pour d'autres, elles sont un moyen de drainer l'épargne de province et de revitaliser l'industrie locale.

Certains chefs d'entreprise pensent que la cotation à Paris peut conférer une notoriété supérieure, surtout vis-à-vis de l'étranger. En revanche, d'autres préfèrent être une "vedette" chez les petits plutôt qu'être anonyme à Paris.

Enfin, certains de nos interlocuteurs ont mis en cause l'attitude du second marché parisien et réclamé la création d'une véritable bourse régionale à Paris, pour offrir les avantages des bourses de province aux moyennes entreprises de la région parisienne. Celles-ci se voient parfois refuser l'accès à la Bourse de Paris, sous prétexte de leur petite taille, et doivent se faire coter à Lille ou Nancy.

B) COMPARAISON AVEC LE CREDIT ET LES AIDES DE L'ETAT:

Les actions et les obligations, constituent une créance, plus ou moins exigible, sur la société qui les émet. Il est donc intéressant de comparer le montant des capitalisations boursières avec le crédit réalisé par les banques et les établissements financiers.

La figure I-20 montre le montant des encours des crédits aux sociétés à la fin 1983 (accordés par les banques et les établissements de crédit, le Trésor et les autres institutions financières). Les encours du crédit aux sociétés représentaient en 1983 plus de 8 fois la capitalisation boursière des obligations émises par le secteur privé (1366 MdF contre 166 MdF).

La comparaison avec les aides de l'Etat à l'industrie est tout aussi intéressante. La figure I-21 montre le montant des aides accordées en 1981 et 1982, qu'il faut comparer aux émissions en numéraire de valeurs mobilières au bénéfice des entreprises industrielles et commerciales du secteur privé (environ 25 MdF en obligations et 3 MdF en actions pour 1982).

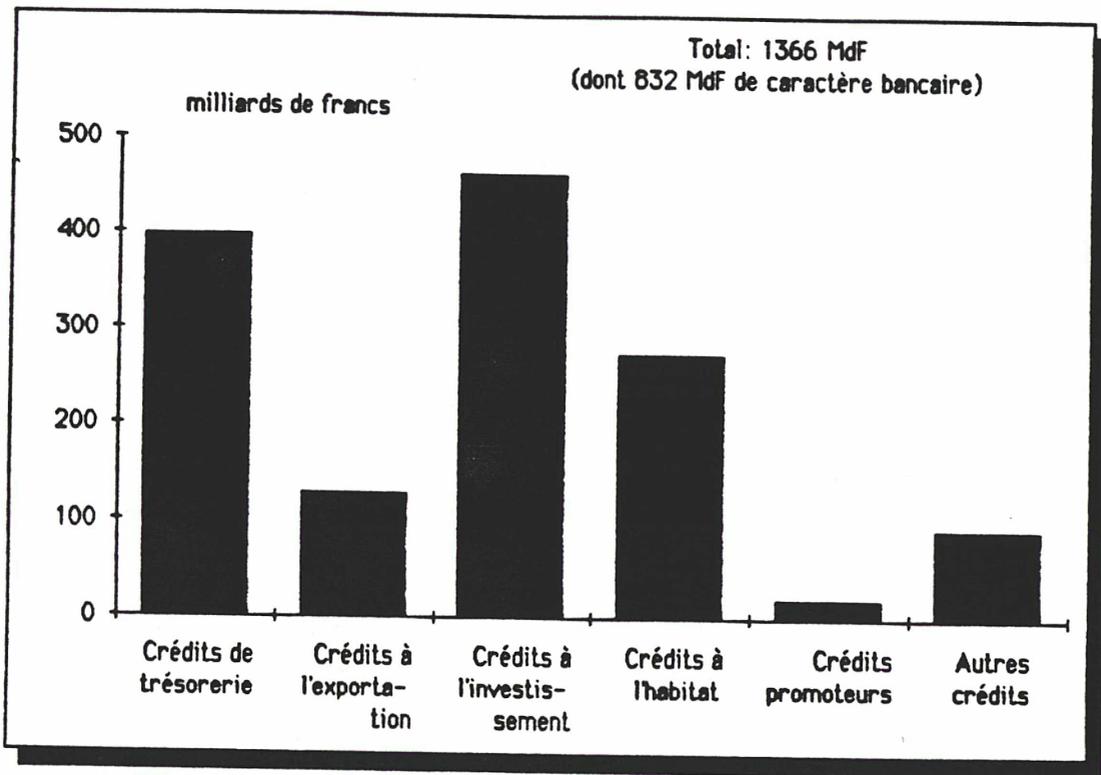
C) COMPARAISON DE LA BOURSE AVEC L'IMMOBILIER ET LES AUTRES FORMES D'EPARGNE:

1) L'épargne des particuliers:

Bien qu'une légère baisse soit observée depuis quelque temps, les ménages français épargnent chaque année environ 15% de leurs revenus, ce qui les place au niveau des Britanniques (environ 13%) et des Allemands (environ 14%), mais loin devant les Américains (environ 6%) et loin derrière les Japonais (environ 20%).

Cependant, la figure I-22 montre que les particuliers français sont relativement portés vers les placements corporels, en opposition aux placements financiers. De plus, ils sont réticents aux placements boursiers: on estime qu'un Français sur 17 est actionnaire, contre 1 personne sur 7 aux Etats-Unis, 1 sur 12 au Japon et 1 sur 14 en RFA.

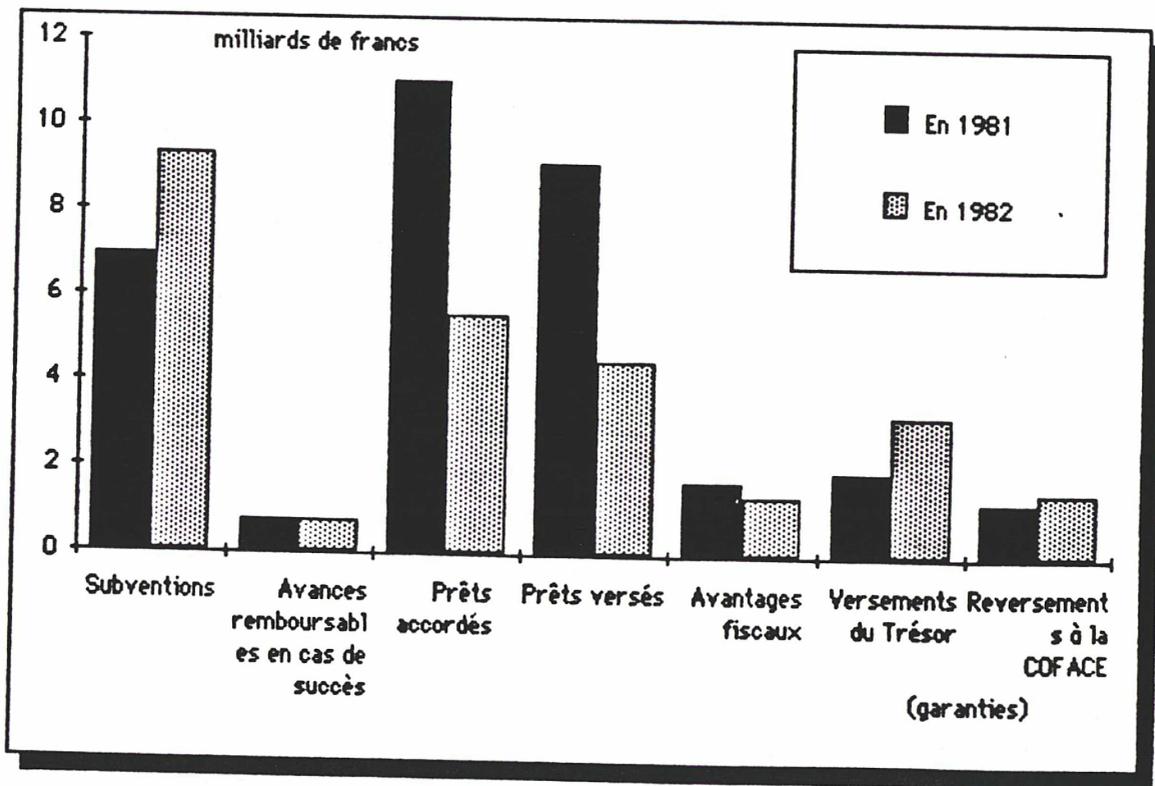
ENCOURS DES CREDITS AUX SOCIETES A LA FIN 1983



Source: Conseil National du Crédit

FIGURE I-20

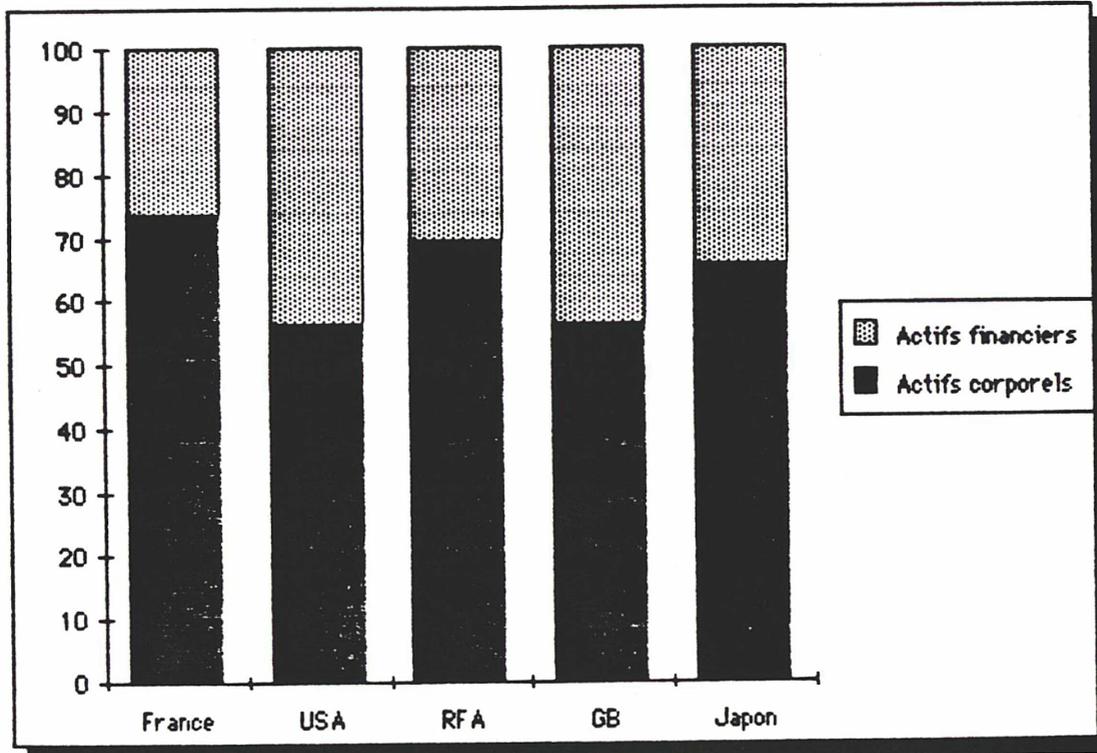
AIDES PUBLIQUES ACCORDEES AUX ENTREPRISES INDUSTRIELLES



Source: Notes Bleues

FIGURE I-21

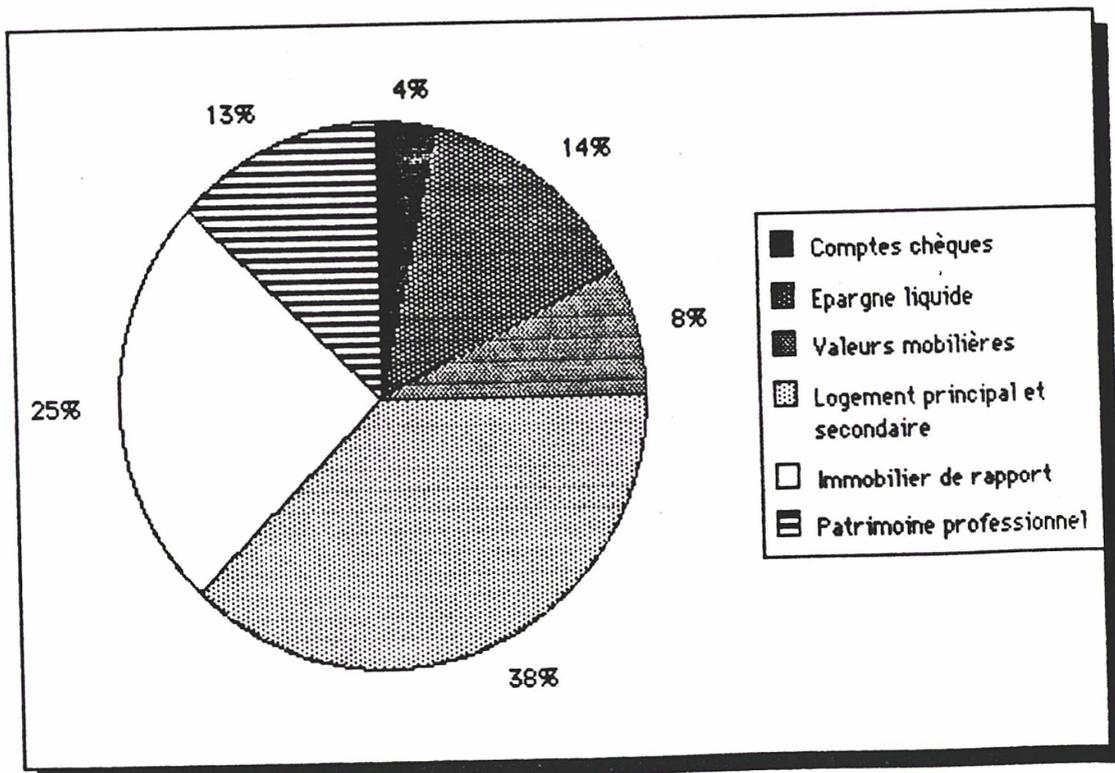
LA COMPOSITION DU PATRIMOINE DES MENAGES (1977)



Source : Rapport Dautresme

FIGURE I-22

LA STRUCTURE DU PATRIMOINE DES MENAGES FRANCAIS (1980)



Source : Rapport Dautresme

FIGURE I-23

On peut avancer plusieurs explications de ce comportement:

- Depuis le 19^{ème} siècle et Zola, la Bourse reste dans l'esprit de beaucoup de gens un lieu de spéculation où les fortunes se font et se défont en quelques jours.

- Des expériences malheureuses passées (emprunts russes, krach de 1929, etc.) ont entraîné le délaissement des valeurs mobilières, au profit de la thésaurisation (or, diamants, bijoux, etc.), de l'immobilier de rapport, des liquidités et de la Caisse d'Épargne, etc.

- Le patrimoine des Français, qui correspond à l'épargne accumulée depuis plusieurs générations, est très orienté vers la terre et l'immobilier (voir la figure I-23). On peut toutefois se demander si la baisse de la Bourse a entraîné la hausse de l'immobilier, ou si inversement la hausse de l'immobilier a entraîné la baisse de la Bourse.

- La méconnaissance de la Bourse et de ses mécanismes suscite une certaine méfiance.

Selon le rapport Dautresme (cf. chapitre II), le nombre de ménages détenteurs directs d'actions françaises, cotées ou non, était de l'ordre du million à la fin des années 70. Le nombre de ménages détenteurs de Sicav est passé d'environ un demi-million en 1978 à près d'un million suite à la loi Monory.

2) L'épargne en France:

La figure I-24 montre que l'épargne française (personnes physiques et morales) se place de façon largement majoritaire sur les actifs corporels, à la différence d'autres pays. Les personnes morales (assurances par exemple) atténuent un peu les écarts constatés dans les figures du paragraphe précédent.

La figure I-25 montre l'évolution de la structure détaillée de l'épargne financière en France. L'augmentation de la part des valeurs mobilières en 1979 et 1980, qui s'est en toute vraisemblance prolongée depuis, est due aux incitations fiscales de la loi Monory.

D) COMPARAISON AVEC LES BOURSES ETRANGERES:

Comme le montre la figure I-26, la Bourse de Paris occupe, en terme de capitalisation boursière, un rang qui est loin de correspondre à la place économique de la France dans le monde. (Ne sont pas portées sur cette figure les actions de Rio de Janeiro et les obligations de Bâle, chiffres qui nous sont inconnus).

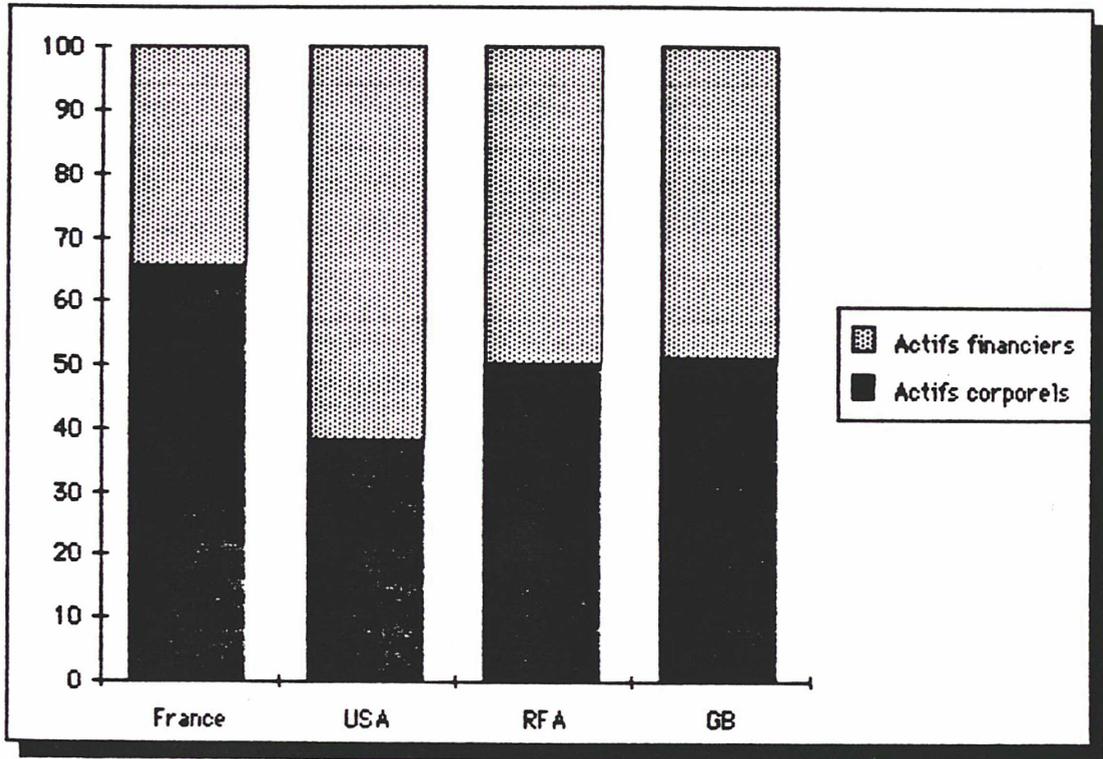
Il faut toutefois noter que la multi-cotation est autorisée dans nombre de pays étrangers: par conséquent, une même valeur pouvant être cotée simultanément à Osaka et Tokyo, ces deux bourses ne font qu'une; il en est de même pour Toronto et Montréal, et pour les trois bourses suisses. Par conséquent, la place réelle de la Bourse de Paris en 1984 est le 9^{ème} rang (le 8^{ème} si l'on excepte l'American Stock Exchange).

La figure I-27 montre que Paris occupe le 7^{ème} rang, en nombre de sociétés cotées (le 6^{ème} si l'on excepte l'American Stock Exchange). La comparaison avec la figure précédente montre que les sociétés cotées à Paris sont en moyenne de taille relativement plus faible qu'ailleurs.

La figure I-28 montre que le rôle de Paris n'est guère plus brillant en terme de volume des transactions des actions (ne sont pas portées sur cette figure les valeurs pour Zürich et Bâle, qui nous sont inconnues).

Notons que la capitalisation boursière par société est en moyenne de 1014 M\$ à New-York, 378 M\$ à Tokyo, 188 M\$ en Allemagne, 102 M\$ à Londres et 73 M\$ à Paris, et que le volume des transactions est en moyenne de 510 M\$ à New-York, 160 M\$ à Tokyo, 88 M\$ en Allemagne, 19 M\$ à Londres et 25 M\$ à Paris (chiffres 1983). Les sociétés cotées à Paris sont assez petites et leur marché est moyennement animé.

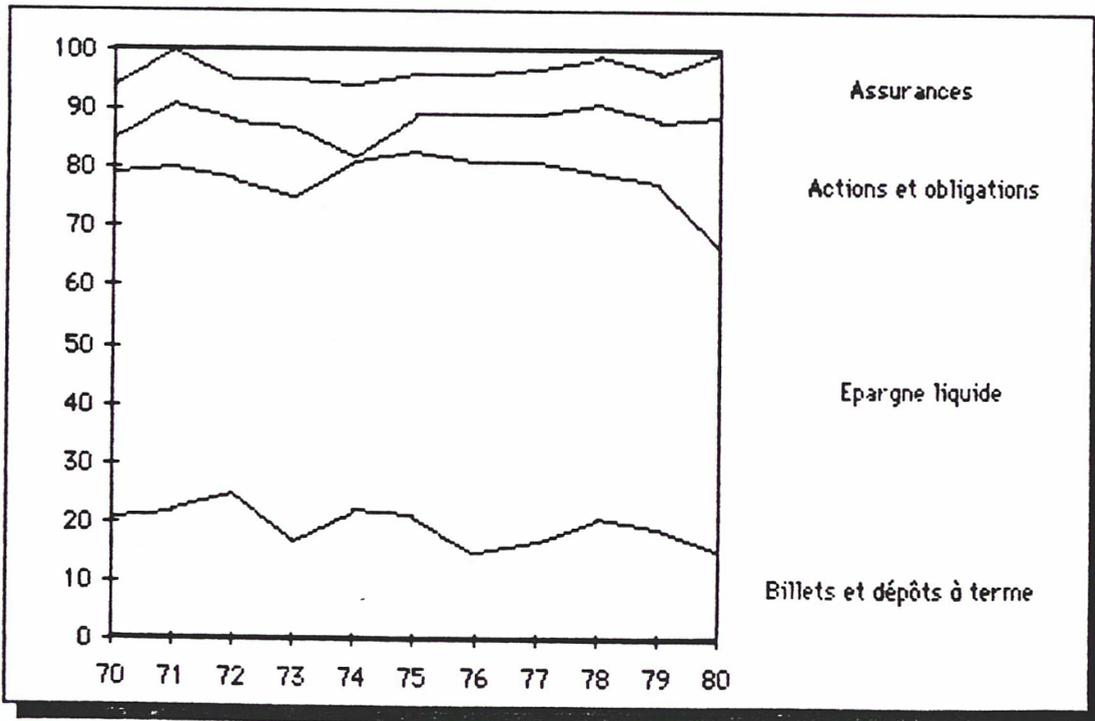
LE PLACEMENT DE L'EPARGNE (1979)



Source : Rapport Dautresme

FIGURE I-24

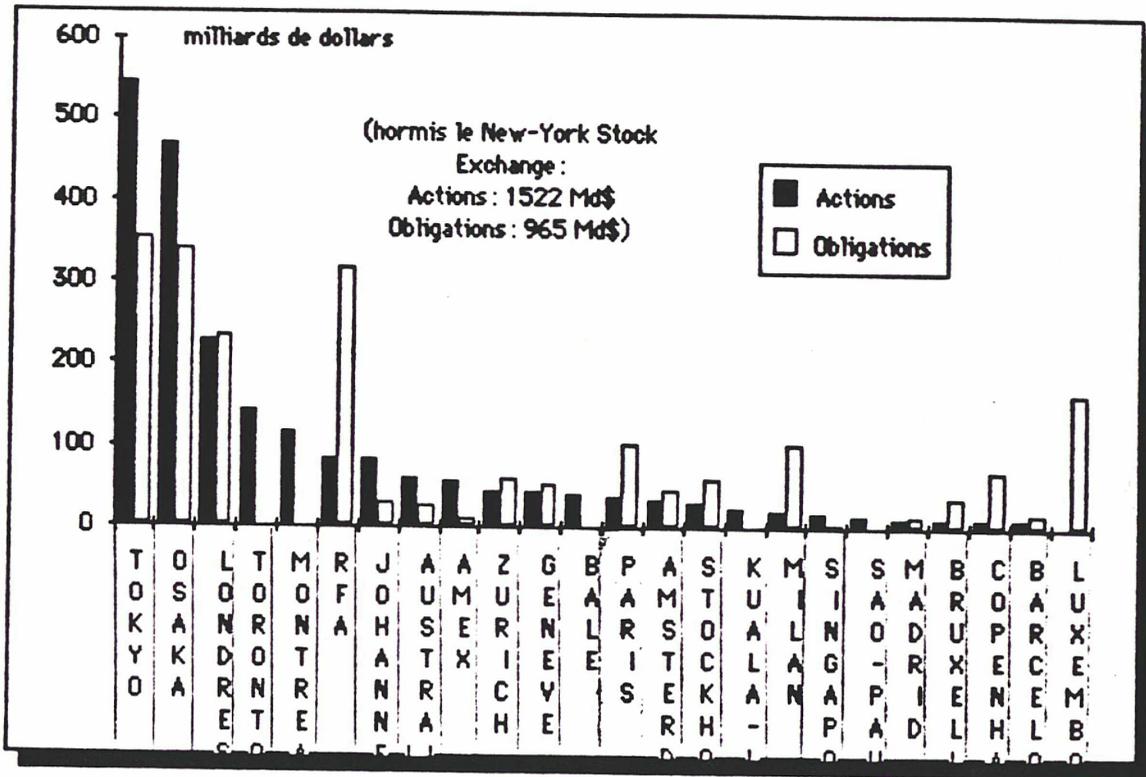
L'EVOLUTION DE LA STRUCTURE DE L'EPARGNE FINANCIERE EN FRANCE



Source : Rapport Dautresme

FIGURE I-25

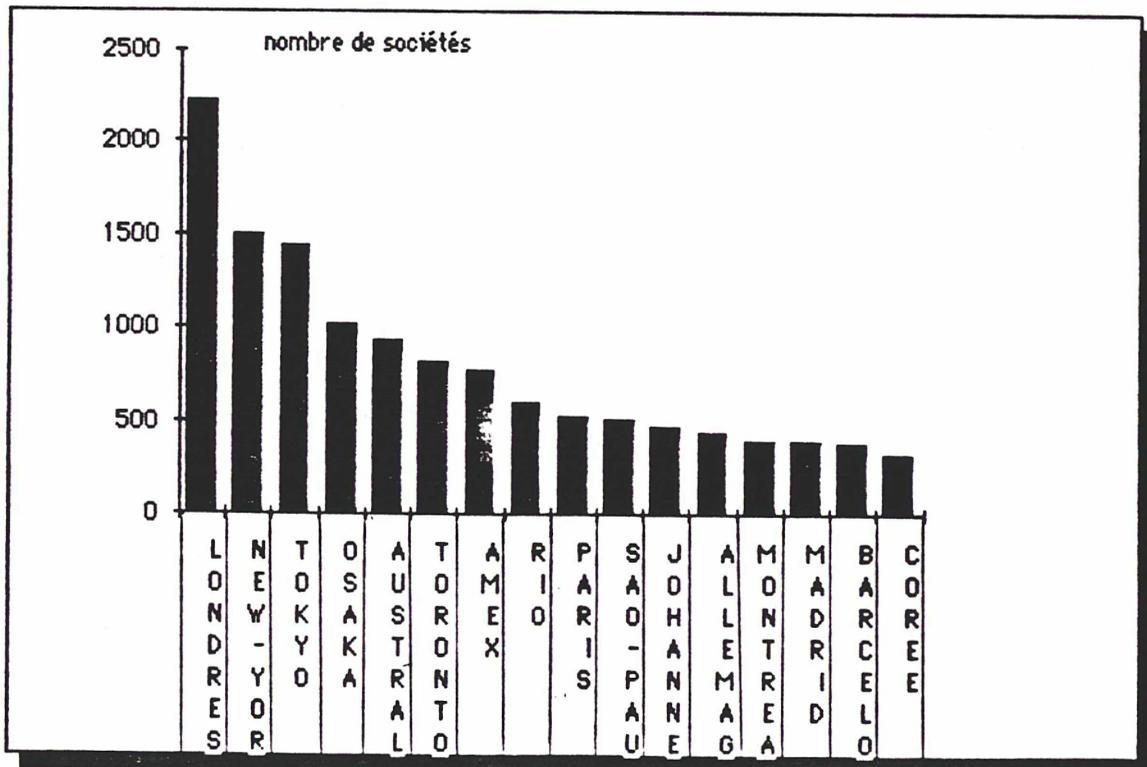
CAPITALISATION BOURSIERE DES PRINCIPALES BOURSES INTERNATIONALES EN 1983



Source : CAC

FIGURE I-26

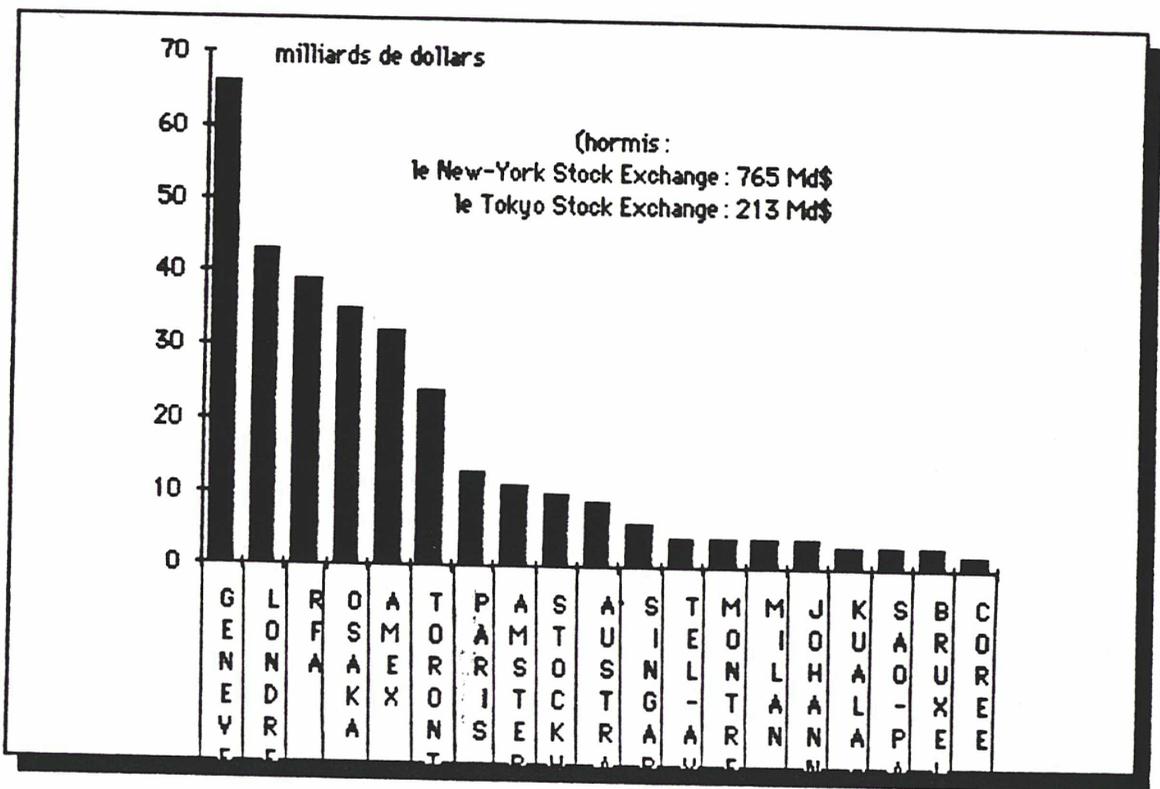
SOCIETES COTEES SUR LES PRINCIPALES BOURSES INTERNATIONALES EN 1983



Source : CAC

FIGURE I-27

TRANSACTIONS D' ACTIONS SUR LES PRINCIPALES BOURSES INTERNATIONALES EN 1983



Source : CAC

FIGURE I-28

Par ailleurs, il est frappant de constater que la capitalisation boursière en actions de la Bourse de Paris représente 1/40 de celle du New-York Stock Exchange, 1/14 de celle du Tokyo Stock Exchange et 1/6 de celle du London Stock Exchange, le volume des transactions représentant respectivement 1/59, 1/18 et 1/3.

La prépondérance à Paris des obligations sur les actions peut expliquer un certain nombre de comportements des acteurs du marché français. Nous avons vu plus haut que l'Etat fixe virtuellement les taux d'intérêt du marché obligataire; par conséquent sa politique d'emprunt influe sur le choix des investisseurs entre actions et obligations.

On dénombrait parmi les sociétés étrangères cotées à Paris en 1984, 25 sociétés de capitalisation boursière supérieure à 50 MdF, 10 supérieure à 100 MdF et 4 supérieure à 200MdF: General Electric, General Motors, Philips et Exxon. La capitalisation boursière de cette dernière atteint 400 MdF et est par conséquent supérieure à la capitalisation boursière totale de la Bourse de Paris. Elle partageait ce privilège avec ATT en 1983.

Les capitalisations boursières des sociétés françaises font à côté bien piètre figure: seules 2 dépassaient les 10 MdF en 1984: Elf-Aquitaine (22 MdF) et Air Liquide (14 MdF).

=====

CONCLUSION:

Avant la création du second marché, la Bourse était organisée autour de deux pôles: la cote officielle et le second marché. Nous étudierons dans le prochain chapitre les raisons qui ont poussé à combler le trou entre ces deux pôles en créant le second marché. Puis, nous étudierons l'aspect boursier de ce dernier, qui se distingue par son caractère étroit et spéculatif.

=====

CHAPITRE II

UN SECOND MARCHÉ: POURQUOI ET COMMENT?

INTRODUCTION:

Le second marché tire son origine de la double nécessité de revitaliser les bourses françaises après le marasme des années 70 et de permettre l'accès au marché financier des entreprises de taille moyenne pour leur permettre d'y trouver les fonds propres nécessaires à leur développement.

Le compartiment spécial du marché hors-cote, créé en novembre 1977, n'ayant pu atteindre ces objectifs, le second marché a été créé le 1er février 1983, s'inspirant d'expériences étrangères, et plus particulièrement de l'USM anglais (Unlisted Securities Market).

Entre la cote officielle, destinée aux grandes entreprises et caractérisée par des conditions d'accès contraignantes, et le marché hors-cote n'offrant aucune garantie (nos interlocuteurs en parlent tous comme de "la forêt de Bondy"), le rapide développement du second marché a permis de renouveler le tissu boursier, fortement amputé par les nationalisations.

=====

I) ELEMENTS OBJECTIFS PRESIDANT A LA CREATION:

A) LA SITUATION DE LA BOURSE DANS LES ANNEES 70: LA PEAU DE CHAGRIN

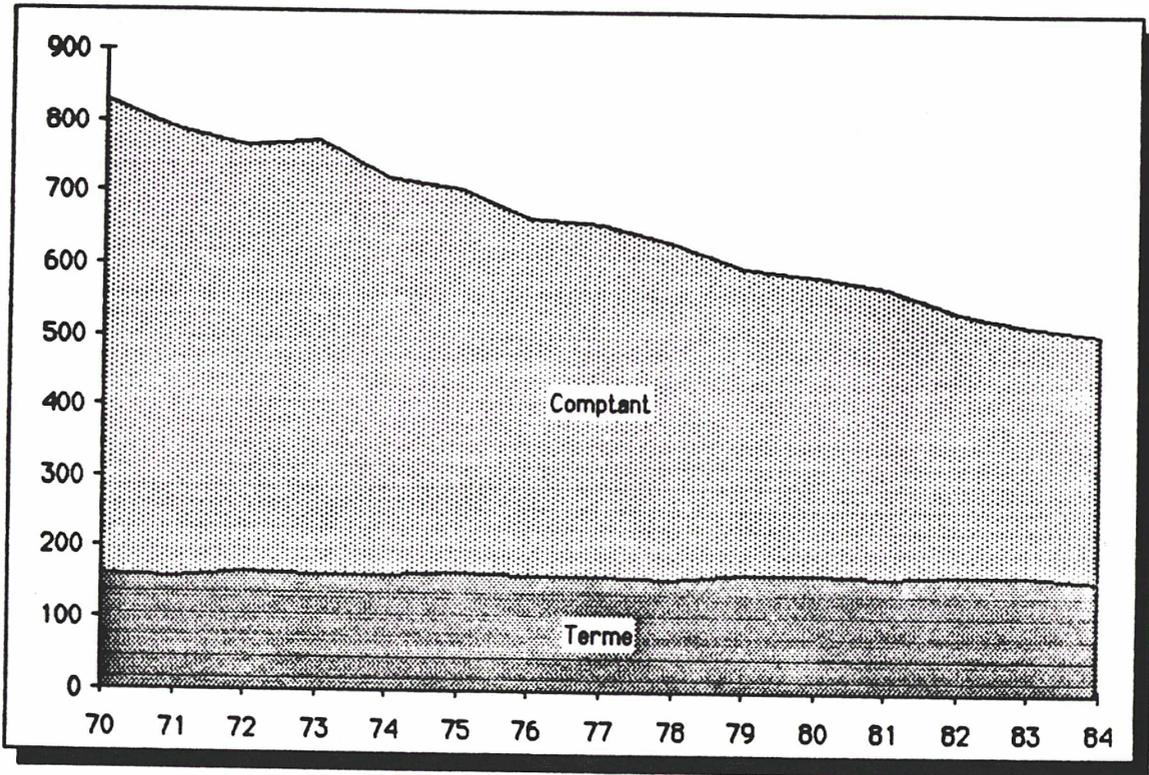
Le nombre de sociétés françaises inscrites à la cote officielle des bourses de Paris et de province est passé de 1566 en 1962 à 1011 en 1972, puis à 707 en 1982, 692 en 1983 et 666 en 1984. La figure II-1 montre le nombre de sociétés inscrites au marché officiel de Paris de 1970 à 1983, et la figure II-2 montre l'évolution des cours et pendant cette même période.

A titre de comparaison la figure II-3 montre les performances de 5 places internationales entre 1970 et 1982.

Bien que due en partie aux mouvements de restructuration intervenus au sein de l'appareil industriel, commercial et financier (voir le chapitre I), la diminution du nombre de sociétés cotées résulte également du tarissement des inscriptions de valeurs nouvelles: le rythme moyen des introductions est tombé d'une douzaine par an durant la décennie 1968-1977 à cinq par an au cours de la période 1978-1982.

Force est donc de constater que le tissu boursier ne s'est pas renouvelé de façon satisfaisante, ce qui conduisit la COB à écrire dans son rapport annuel de 1982: "l'insuffisance des titres nouveaux

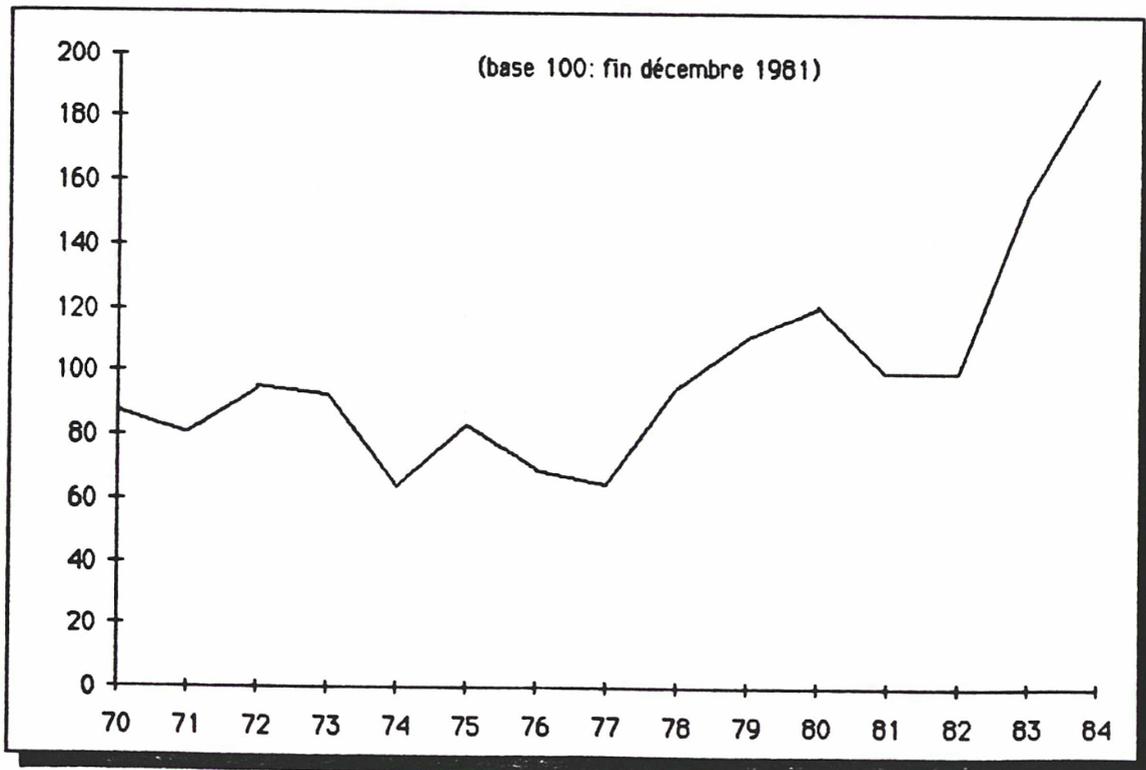
EVOLUTION DU NOMBRE D' ACTIONS COTEES A LA COTE OFFICIELLE DE PARIS



Source: CAC

FIGURE II-1

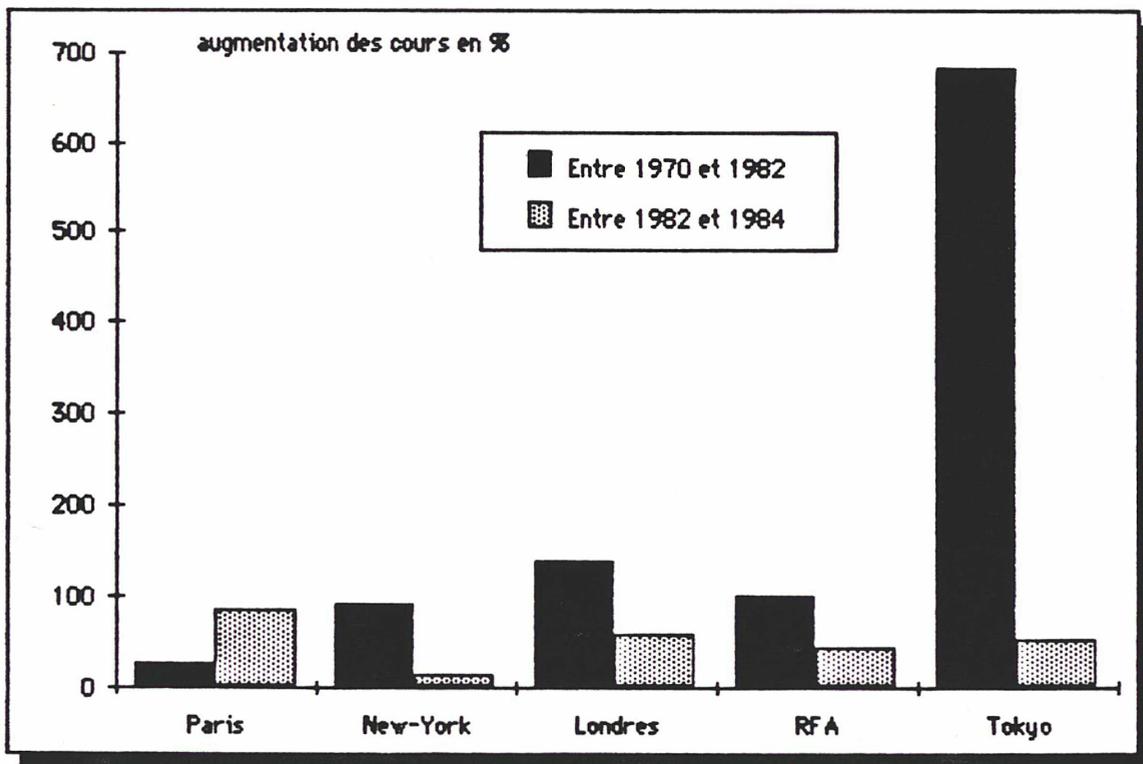
EVOLUTION DU COURS DES ACTIONS COTEES A LA COTE OFFICIELLE DE PARIS



Source: CAC

FIGURE II-2

PERFORMANCES DE 5 PLACES BOURSIERES INTERNATIONALES



Source : Notes Bleues

FIGURE II-3

aussi bien que la diminution du volume des actions susceptibles d'être négociées en bourse contribuent à rendre le marché trop étroit".

De plus, de nombreuses mesures avaient été prises depuis 1978 en vue d'orienter l'épargne vers les placement en valeurs mobilières: la loi Monory a permis notamment de drainer chaque année plusieurs milliards de francs en direction des organes de placement collectifs, qui cherchent à les réinvestir sur le marché des valeurs mobilières. La figure II-4 montre les capitaux nets collectés par les SICAV et les FCP à vocation générale de 1979 à 1983.

Et pourtant, en terme de capitalisation boursière totale du marché des actions, la France se situait en 1982 au 9ème rang, derrière Singapour. Il faut dire que le programme de nationalisations de 1981-1982 a réduit la capitalisation boursière d'environ une soixantaine de milliards de francs.

En revanche, les nationalisations ont apporté 43 MdF d'indemnisation aux anciens actionnaires de sociétés cotées (voir la figure II-5).

Cet afflux d'argent frais vers les marchés financiers, associé à l'étroitesse de ces marchés, est en partie responsable d'une hausse des cours des actions en 1983 de 56% à Paris et 22% en province, qui explique en grande partie la hausse de la capitalisation boursière de 62% et 40% respectivement.

B) LE PROBLEME DES FONDS PROPRES DES ENTREPRISES EN FRANCE:

La caractéristique des PME françaises dans les années 70 est une forte structure patrimoniale: dans la plupart des cas, le capital est détenu entièrement par le chef d'entreprise ou par sa famille.

Lorsqu'elle est de taille familiale et en bonne santé, l'entreprise peut croître par autofinancement et par le recours au crédit, ce qui est aisé tant que le chiffre d'affaires et la MBA sont en croissance: il suffit d'augmenter le capital par incorporation des réserves, ce qui permet de solliciter de nouveaux emprunts.

En revanche, lorsque la croissance de l'entreprise se ralentit, sa capacité d'endettement se trouve réduite, car les frais financiers croissent plus vite que ses marges. Depuis 1976, les taux d'intérêt réels sont redevenus positifs, ce qui exige une rentabilité encore plus grande pour investir, ceci spécialement dans les moyennes entreprises, qui sont souvent mono-produit, et dont la rentabilité du nouvel investissement conditionne la survie.

Il semble donc intéressant d'augmenter le capital en numéraire plutôt que d'avoir recours à l'emprunt. Or, les investissements industriels n'étant plus de nos jours à la hauteur d'un patrimoine personnel, la famille n'a souvent pas les moyens, quand l'entreprise atteint une certaine taille, de souscrire à une augmentation de capital en numéraire.

Il apparaissait donc nécessaire dans les années 70 de revitaliser les PME en leur apportant les fonds propres nécessaires à leur développement. Or il n'existait à cette époque pratiquement aucune structure d'apport en fonds propres aux PME, et il n'était pas alors concevable d'introduire une PME sur la cote officielle.

L'apparition en France des premières sociétés de capital-risque (création par la loi de 1972 des Sociétés Financières d'Innovation, comme Sofinnova; venue en France d'investisseurs étrangers comme Charterhouse; création des Instituts Régionaux de Participation, comme Siparex en 1977; etc.), et la tentative d'ouvrir la bourse aux PME avec le compartiment spécial du hors-cote, devaient permettre selon leurs promoteurs de pallier ces difficultés.

CAPITAUX NETS COLLECTES PAR LES SICAV ET FCP A VOCATION GENERALE

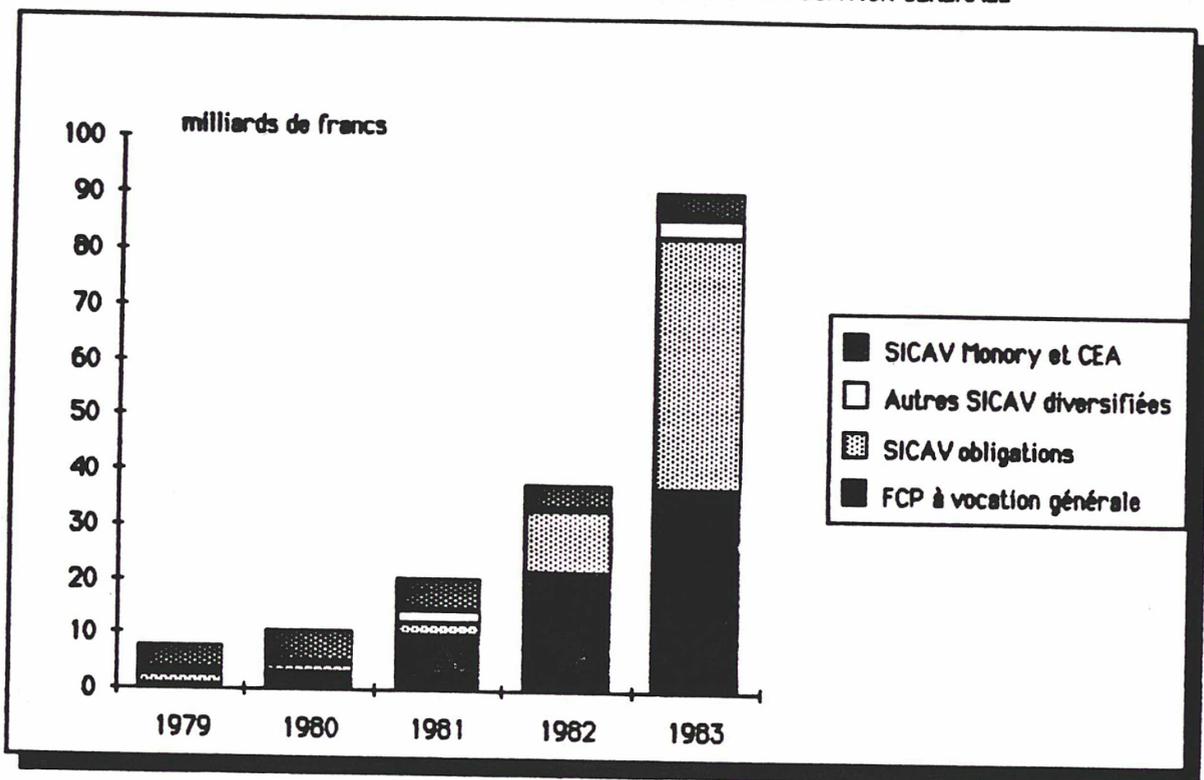


FIGURE II-4

VALEUR D'INDEMNISATION DE LA DENATIONALISATION DES SOCIETES COTEES (1981-1982)

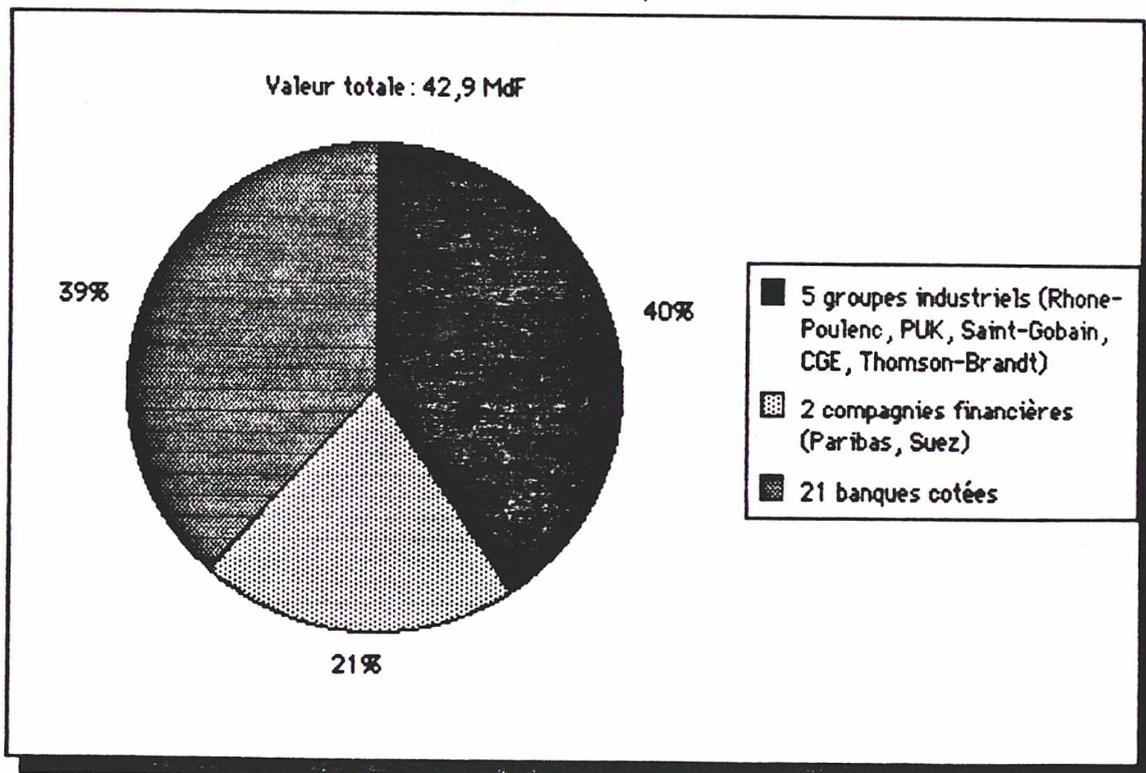


FIGURE II-5

C) L'ECHEC DU COMPARTIMENT SPECIAL DU HORS-COTE:

Ce compartiment spécial se présentait comme une formule de transition devant permettre aux entreprises de se préparer à remplir toutes les conditions requises par l'inscription à la cote officielle pendant un délai de 3 ans, tout en leur ouvrant immédiatement l'accès au marché boursier.

Ce compartiment n'a pas rencontré le succès attendu: seulement 31 sociétés, y ont été inscrites de sa création le 29 novembre 1977 à la fin 1981. Compte tenu du passage de 4 sociétés à la cote officielle et de quelques radiations, il ne comportait à la fin 1982 que 21 entreprises françaises (et 3 étrangères).

Si le compartiment spécial était adapté aux sociétés déjà déterminées à aller à la cote officielle, il ne répondait en revanche pas aux besoins d'un certain nombre de sociétés désireuses de voir leurs titres négociés sur un marché permanent, mais ne voulant ou ne pouvant accéder à la cote officielle, par exemple à cause du coût de publication de l'information financière ou à cause de l'obligation de diffuser 25% du capital dans le public.

D) LES EXPERIENCES ETRANGERES: UN ELEMENT STIMULANT:

Au cours de ces dernières années, on a assisté à la création dans de nombreux pays d'un second marché boursier destiné à faciliter l'accès de nombreuses entreprises de taille moyenne au marché financier sans leur faire subir cependant les contraintes de l'admission à la cote officielle.

1) Le marché OTC (Other The Counter) aux USA:

Ce marché constitue une structure d'accueil pour les sociétés qui commencent à faire appel public à l'épargne et permet de procurer des capitaux à celles qui ne répondent pas aux critères d'admission des marchés les plus connus (New York Stock Exchange, American Stock Exchange...). En matière de publication d'information, les exigences de la SEC (Securities Exchange Commission), équivalent américain de la COB, sont les mêmes que celles en vigueur sur les autres marchés.

Les critères minimaux d'admission sont : 1) la mise à la disposition du public de 350.000 titres; 2) des capitaux propres de 1 M\$, une capitalisation boursière de 2 M\$ et un bénéfice après impôt de 0,3 M\$. La société doit également publier une déclaration d'enregistrement, obligatoire pour toute société faisant appel public à l'épargne: c'est une sorte de "prospectus", adressé à tout actionnaire potentiel et donnant des renseignements sur la société, ainsi que des précisions complémentaires (statuts, liste des filiales, avis des avocats sur la légalité de l'offre...).

L'introduction sur le marché exige le recours à des réviseurs comptables, à des "lawyers", qui s'occupent de la déclaration d'enregistrement, ainsi qu'à un "underwriter", dont le rôle est primordial: il engage sa responsabilité en aidant la société à déterminer le prix d'offre et en achetant un certain nombre de titres pour les remettre sur le marché.

Le coût d'une introduction est de l'ordre de 0,7 à 1 M\$ minimum.

L'OTC est un marché très organisé et qui comporte de nombreuses valeurs: son activité représentait en 1979 26% des transactions du total des bourses américaines et 13% du total des capitalisations boursières. Sur 40000 valeurs inscrites, 2600 environ étaient l'objet de négociations fréquentes.

Contrairement aux autres marchés, il s'est doté depuis 1971 d'une cotation électronique

décentralisée: il n'y a pas de cotation "à la criée" à un endroit déterminé, mais au contraire c'est un marché négocié entre des intervenants reliés par un réseau de télécommunications et disséminés sur l'ensemble du territoire américain. Il en résulte une transparence dans les conditions de réalisation des transactions qui a parfois laissé penser que son fonctionnement pouvait être considéré à certains égards comme plus satisfaisant que celui d'autres marchés.

En raison des écarts souvent excessifs entre les prix demandés et offerts et d'une information défailante (seuls les cours de clôture sont portés à la connaissance du public), il est apparu nécessaire en 1982 de créer, à côté de la "liste nationale" de l'OTC, un "marché national" englobant l'ensemble des Etats-Unis, regroupant les valeurs les plus actives et permettant de connaître à tout moment les cours auxquels s'effectuent les transactions.

La NASD (National Association of Securities Dealers) a récemment proposé que les sociétés nouvellement introduites sur la "liste nationale" satisfassent aux critères minimaux suivants: la mise à la disposition du public de 800.000 titres et l'existence de 300 actionnaires, des capitaux propres de 8 M\$, un total du bilan de 8 M\$ et une capitalisation boursière de 8 M\$.

2) Le marché USM (Unlisted Securities Market) à Londres:

Ce marché a été créé à Londres en novembre 1980 avec les mêmes préoccupations que celles qui ont inspiré en France la mise en place du compartiment spécial du hors-cote, mais avec la volonté des autorités boursières (il s'agit de l'équivalent de la CSAC, car la COB n'a pas d'équivalent britannique) de trouver une parade au développement incontrôlé de l'utilisation répétée des procédures en vigueur sur le marché hors-cote (règlement 163).

Les critères minimaux d'admission sont la mise à la disposition du public de 10% du capital (contre 25% sur la cote officielle du London Stock Exchange) et la présentation de 3 bilans annuels. Aucun minimum n'est prévu pour la capitalisation boursière, mais une recommandation de ne pas descendre en-dessous de 0,5 millions de livres (soit environ 6 MF) n'a été enfreinte qu'une seule fois. La société doit également publier une note d'information.

L'introduction exige le recours à un "sponsor", généralement une banque d'affaires, voire un agent de change, qui orchestre l'opération et organise l'"underwriting", c'est-à-dire la garantie de placement des titres. L'agent de change doit également s'occuper des relations avec les autorités boursières et du marketing des actions, ce qui n'est pas le cas en France où l'agent de change ne s'occupe que de la cotation, la banque introductrice se chargeant du placement et des relations avec les autorités françaises. De plus, un cabinet d'audit doit certifier les données financières de la note d'information et un conseil juridique doit vérifier la conformité des documents.

Le coût d'une introduction varie selon la méthode d'introduction de l'ordre de 3.000 à 600.000 livres (soit 40 kF à 7 MF).

De 11 sociétés cotées en novembre 1980, l'USM est passé à plus de 260 dès fin avril 1984, avec un volume de transactions en 1983 de 1,2 milliards de livres (soit environ 14 MdF) et une capitalisation boursière totale de l'ordre de 2,5 milliards de livres (soit environ 30 MdF). Bien qu'il s'agisse d'un marché très spéculatif, avec des PER atteignant souvent 25 à 30 (contre 10 à 15 sur le London Stock Exchange), l'USM a permis de drainer jusqu'à la mi-84 des capitaux de l'ordre de 280 millions de livres (soit environ 3,3 MdF), soit environ 11% de la capitalisation boursière.

Il faut noter l'existence, à côté de l'USM, d'un marché hors-cote (OTC), créé en 1972 et qui se caractérise par l'absence d'agents de change. Il accueille environ une centaine de sociétés, dont un peu plus d'une vingtaine voient leur cotation assurée par la société de services financiers Granville & Co.

3) Les autres expériences étrangères:

A Stockholm, un marché hors-cote créé en 1982 remporte un grand succès qui peut s'expliquer en partie par les avantages fiscaux octroyés aux entreprises de taille familiale pour leur faciliter l'accès au marché des capitaux: 70% des dividendes versés sont déductibles des bénéfices bruts et, pour l'évaluation de l'impôt sur le capital, il suffit de retenir 30% de la valeur du bilan, au lieu du cours de bourse en fin d'année.

Les critères minimaux d'admission sont un capital de 3 millions de couronnes (soit environ 3 MF), une capitalisation boursière de 4 millions de couronnes (soit environ 4 MF), la mise à la disposition du public de 10% du capital avec un minimum de 200 actionnaires.

Le développement de ce marché a dépassé toutes les attentes: il y avait 31 valeurs à la fin 1983 pour une capitalisation boursière d'environ 3 milliards de couronnes (environ 3 MdF).

A Amsterdam, le marché parallèle créé en 1982 comportait déjà 27 sociétés à la fin mars 1984.

Les critères minimaux d'admission sont un capital social de 2,5 millions de florins (soit environ 7 MF) dont 10% doivent se trouver dans les mains du public (contre 100% à la cote officielle).

Au Japon, le marché hors-cote a été réorganisé en s'inspirant des règles de fonctionnement de l'OTC, dans le but d'assurer aux sociétés de services ou de haute technologie les ressources financières d'investisseurs disposés à prendre des risques importants dans l'espoir de bénéfices élevés.

Ainsi on retrouve dans toutes ces expériences l'idée d'un marché boursier destiné aux moyennes entreprises avec des formalités administratives allégées, et avec seulement 10% du capital mis sur le marché .

Le tableau ci-dessous compare les conditions d'accès au second marché, à l'USM britannique et à l'OTC américain:

| | Second marché | USM | OTC |
|--|--|--|--|
| Nombre de titres Capitaux propres | 10% du capital Aucune exigence | 10 % du capital Aucune exigence | 350.000 titres 1 M\$ |
| Capitalisation boursière | 10 à 30 MF | Aucune exigence | 2 M\$ |
| Autres conditions | Révision comptable dans les 3 ans | Comptes prélabl. audités sur 3 ans | BN après impôt de 0,3 M\$ |
| Information | Pas de notice COB Publicité au BALO | Note d'info. Résumé dans un quotidien | Prospectus adressé à tout actionnaire |
| Introduceurs | Banque Agent de change | Sponsor (banque) Agent de change Underwriter | Réviseurs comptables Lawyers |
| Coût de l'introduction date de création | 300 kF à 1 MF février 1984 | 30 kF à 6 MF novembre 1980 | 3 à 10 MF |
| nb. de sociétés en 84 | 70 | 300 | 40.000 |

E) COMMISSIONS DAUTRESME ET BRAC DE LA PERRIERE:

1) Rapport sur "le développement et la protection de l'épargne":

Le 10 septembre 1981, le Ministre de l'Economie et des Finances et celui du Budget mettaient en place une commission présidée par M. David Dautresme chargée de remettre un rapport avant le 31 mars 1982.

Il s'agissait de définir et de proposer des moyens pour développer et protéger l'épargne "en vue d'assurer les besoins liés à la croissance économique et à la création d'emplois". L'action engagée devait s'organiser autour de 5 lignes directrices, parmi lesquelles nous retiendrons:

- "permettre aux entreprises, en développant les capitaux à risques, de trouver les fonds propres qui leur sont nécessaires, en particulier lors des créations ou des changements de dimension"
- "offrir aux épargnants des possibilités diversifiées susceptibles de renforcer leur attrait pour les placements financiers"

Les moyens proposés par la commission s'organisent autour de 5 axes. Nous retiendrons plus particulièrement le 3ème: "permettre le développement d'un flux de capital-risque".

Selon le rapport, "le capital risque naît de l'autofinancement que les entreprises génèrent sur leur résultat et des fonds propres externes qu'elles se procurent sur le marché des actions; ces deux formes sont d'ailleurs complémentaires l'une de l'autre".

La commission préconisait d'agir dans 5 directions, dont l'une s'intitulait "stimuler le marché des actions".

Afin d'élargir l'actionnariat, il faut offrir une protection plus complète des actionnaires et une participation plus réelle à la vie de la société. Il faut aussi moderniser le marché (méthodes de cotation, d'échange et de conservation des valeurs mobilières). Enfin, il faut remédier à cette lacune du marché financier que constitue la quasi-inexistence du marché hors-cote. La Commission proposait à cet effet dans un premier stade de faciliter le fonctionnement d'un marché direct de blocs de titres entre les banques, les SDR, les instituts de participation, les agents de change, etc.

Dans un second stade, la commission proposait de créer un "marché coté" qui intégrerait le compartiment spécial du hors-cote : il pourrait accueillir les sociétés diffusant 10% de leur capital dans le public et acceptant de se soumettre aux obligations prévues pour le compartiment spécial du hors-cote en matière de procédures comptables et d'information. Un groupe de "criée" serait créé pour favoriser l'animation du marché, et les titres bénéficieraient d'une égalité de traitement avec ceux de la cote officielle au niveau de la réglementation des intervenants et de la fiscalité. Ce marché serait créé non seulement à Paris, mais également en province, favorisant ainsi le développement de places financières de proximité.

2) "Comment favoriser l'introduction des moyennes entreprises en bourse":

Ce rapport d'un groupe de travail, réuni au CNPF sous la présidence de M. Gilles Brac de La Perrière, a été rédigé pour les chefs d'entreprise en décembre 1982 (donc avant la création du second marché, mais juste après la décision de le créer).

Rappelons que M. Brac de la Perrière était dans les années 1975-77, Président de la Société Lyonnaise de Banque (SLB). Il a senti que le tissu des entreprises moyennes était mal irrigué en matière de capital, et que les problèmes de fonds propres étaient indissociables des problèmes d'actionnariat. Il eut alors l'idée de créer une structure neutre, indépendante et privée, en dehors de la SLB, ayant pour but de régler les problèmes de contrôle familial. Ce fut la création de Siparex en 1977, dont M. Brac de la Perrière est en quelque sorte le "père spirituel".

Dans une conjoncture économique mauvaise, alors que la Bourse a été amputée par les nationalisations, le CNPF part des constatations suivantes: les problèmes de financement sont plus aigus que jamais; le développement suppose un élargissement de l'entreprise sur l'extérieur; la nécessité d'orienter l'épargne vers le secteur productif est communément admise; le développement de l'économie passe par le renforcement du tissu constitué par les moyennes entreprises.

Ce rapport cherche à démontrer les freins à l'introduction des moyennes entreprises en bourse et à expliquer les avantages de l'introduction. A cet effet, il expose les recommandations suivantes:

1) "éliminer les aspects dissuasifs du marché financier pour les moyennes entreprises": réaliser un effort d'information; mieux tenir compte de la spécificité des moyennes entreprises et se mettre davantage à leur portée; faire évoluer la fiscalité dans un sens qui favorise le recours aux fonds propres et la mobilité du capital.

2) "pour un coût d'introduction limité, multiplier les possibilités d'apport de capitaux": s'efforcer de réduire certains frais liés à l'introduction; développer les mécanismes par lesquels l'introduction s'accompagne d'un apport de capitaux à l'entreprise; faciliter les augmentations de capital après introduction.

3) "assurer le développement d'un marché actif sur les titres des moyennes entreprises": relancer l'actionnariat des salariés; faire que soit mieux remplie la fonction d'animation du marché; diminuer le coût des transactions boursières et alléger la charge de la distribution; mobiliser l'ensemble des acteurs et renforcer le tissu régional.

Nous nous proposons maintenant d'examiner comment ont été traduites dans les faits, avec la création du second marché, les expériences étrangères et les recommandations de la commission Dautresme.

=====

II) LE SECOND MARCHÉ: LA MECANIQUE BOURSIERE:

A) LA REGLEMENTATION:

1) Les textes:

Le 3 janvier 1983, le Ministre de l'Economie et des Finances signait un arrêté homologant la décision générale prise par la COB le 7 septembre 1982. Cette décision générale portant création du second marché était suivie d'une instruction de la COB en date du 4 janvier 1983, qui en fixait les modalités d'application.

Ce même 3 janvier 1983, le Ministre signait un autre arrêté homologant des dispositions modifiant certains articles du règlement général de la CAC.

Enfin, la loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne a assimilé le second marché à la cote officielle, ce qui a entraîné la modification de plusieurs dispositions législatives et réglementaires. Cette loi portait aussi création d'autres dispositifs tels les Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR).

2) Les conditions d'accès au second marché:

Les sociétés souhaitant être inscrites à la cote du second marché doivent adresser à la COB un dossier contenant leurs statuts, les deux derniers rapports annuels, une note succincte (décrivant l'activité de la société et indiquant la répartition de son capital, et s'il y a lieu l'intermédiaire chargé de créer et d'animer le marché des titres), ainsi qu'une lettre attestant de la régularité des titres à inscrire et dans laquelle elles:

- 1) justifient qu'au moins 10% de leur capital:
 - est déjà réparti dans le public.
 - ou le sera à la suite d'une opération financière engagée dès le jour de l'inscription à la cote.
 - ou qu'un ou plusieurs actionnaires ont confié à un intermédiaire financier le soin d'en assurer la diffusion dans le public.

Nous verrons plus loin que, si 10% sont effectivement mis à la disposition du public (et très souvent pas une action de plus), en revanche le volume des titres réellement en circulation (le flottant) tombe souvent en deçà des 10% au bout de quelques mois.

- 2) s'engagent:
 - à informer régulièrement le public en procédant à un certain nombre de publications, dont la liste est fixée par la COB et qui résultent:
 - + des dispositions législatives et réglementaires applicables aux sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.
 - + des décisions et instructions de la COB concernant certaines opérations (prise de participation, appel public à l'épargne, etc.).
 - + des recommandations de la COB portant sur différents aspects de la politique d'information.
 - de se mettre dans un délai de 3 ans au niveau requis par la COB en matière de contrôle des comptes; pour cela, elles doivent notamment nommer un deuxième commissaire aux comptes en vertu des dispositions relatives aux sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.

Un simple examen, à la COB ou à la CSAC, des dossiers des sociétés cotées au second marché suffit à se convaincre que ces engagements sont rarement tenus: presque aucun dossier n'est complet.

3) Modalités d'introduction:

Elles sont beaucoup plus souples que pour la cote officielle et peuvent s'effectuer de trois manières différentes:

- 1) un simple transfert du marché hors cote au second marché pour les sociétés dont au moins 10% du capital est diffusé dans le public et fait l'objet de négociations.

- 2) tout moyen engagé le jour de l'introduction et aboutissant à mettre au moins 10% du capital à la disposition du public: procédure de mise en vente, offre publique de vente, augmentation de capital, etc.

- 3) la mise à la disposition d'un intermédiaire financier d'au moins 10% du capital; dans ce cas un ou plusieurs actionnaires concluent avec un banquier ou un agent de change, ou avec l'un et l'autre, un contrat de contrepartie qui les charge de veiller à la bonne diffusion des titres et d'assurer la liquidité du marché.

C'est cette dernière option qui est choisie en pratique dans la quasi-totalité des introductions nouvelles.

4) Procédure d'inscription à la cote:

Après vérification, en liaison avec la CSAC, de la conformité aux conditions d'accès, la COB inscrit la société à la cote du second marché et lui notifie cette inscription. La CSAC fait connaître cette inscription par un avis publié au bulletin de la cote.

A l'occasion de cette inscription, la société n'est pas tenue d'établir une note d'information. Elle publie simplement une notice au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO).

La COB désigne la place de cotation en fonction des attaches de la société avec une place boursière déterminée.

5) Situation au terme du délai de 3 ans:

Après examen d'ensemble et après avoir recueilli l'avis de la CSAC, la COB décide, soit le maintien de la société à la cote du second marché, soit la radiation de la cote, soit, si la société le demande et remplit les conditions requises, son admission à la cote officielle.

6) Sortie éventuelle du second marché:

Une société inscrite à la cote du second marché peut demander à tout moment son admission à la cote officielle si elle a diffusé au moins 25% de son capital dans le public:

- si la demande est présentée avant l'expiration du délai de 3 ans, la société suit la procédure mise en place pour le compartiment spécial du hors-cote.

- si la demande est postérieure à la décision par la COB du maintien de la société au second marché, l'admission à la cote officielle est procédée par la COB après avis de la CSAC, sans qu'il y ait lieu de prévoir une procédure particulière; toutefois, la société doit établir une note d'information visée par la COB.

Une société inscrite à la cote du second marché peut être radiée à tout moment par la COB, après consultation de la société et avis de la CSAC:

- si la société ne satisfait plus aux conditions d'inscription à la cote du second marché.

- si la société présente une demande de radiation.

La radiation est notifiée par la COB à la société, dont les actions deviennent négociables sur le marché hors-cote de sa bourse de cotation, et à la CSAC, qui publie un avis.

B) LA PREPARATION DE L'INTRODUCTION:

Pour simplifiée que soit l'introduction, elle n'en demande pas moins une certaine préparation, répartie sur une durée d'environ 3 ou 4 mois et le plus souvent assurée par le département financier d'une banque.

1) La phase préparatoire et les études préliminaires:

Il s'agit, comme nous l'ont dit certains de nos interlocuteurs, de procéder à une "toilette du bilan" afin de rendre la société "plus présentable".

A cette fin, il faut souvent modifier les statuts de la société et procéder à un certain nombre d'opérations financières et juridiques et de restructurations:

- les actions composant le capital de la société doivent pouvoir faire l'objet de négociations sans restriction: il faut ôter des statuts toute clause d'agrément.

- il faut augmenter le capital (par apport en numéraire, incorporation de réserves, etc.) jusqu'à la valeur minimum de 1,5 MF imposée aux entreprises faisant publiquement appel à l'épargne.
- il faut disposer d'un nombre suffisant de titres (par modification du nominal ou par augmentation de capital).
- il faut éventuellement mettre en place une structure assurant le contrôle du capital (création d'une holding familiale, mise en place d'un protocole d'actionnaires, etc.).
- dans le cas d'un groupe, il faut mettre en place une structure qui permette au public de se faire une idée précise des activités du groupe.
- il faut élaborer une politique de distribution de dividendes.
- il faut déterminer quels titres seront mis à la disposition du public (vente des titres d'un ou plusieurs actionnaires, augmentation de capital avant ou pendant l'introduction).

2) A quel prix introduire l'action en bourse?

Le succès de l'introduction est une condition indispensable à un bon début de "carrière boursière" de la société. A cet effet, la détermination du prix et de la procédure d'introduction est primordiale: le prix auquel l'action sera proposée au marché doit à la fois être attrayant pour l'acheteur et offrir des perspectives de croissance satisfaisantes.

Pour cela, on procède à une analyse financière de la société, en expertisant la valeur de la société dans le cas d'une prise de participation minoritaire sur un marché, compte tenu de son état de santé financière et de ses perspectives d'évolution. L'étude devant être aussi complète que possible, on emploie les diverses méthodes d'évaluation suivantes:

- l'actif net réévalué: cette évaluation patrimoniale ne tient pas compte du savoir-faire de la société.
- la valeur de rentabilité: cette évaluation en terme de taux de rendement consiste à déterminer, pour un certain taux de rémunération recherché par l'investisseur, quel serait le niveau correspondant du capital qui, placé à ce taux, assurerait un revenu identique au bénéfice net.
- la méthode du Goodwill: cette évaluation consiste à corriger l'actif net réévalué d'une appréciation du savoir-faire de la société (Goodwill ou Badwill).
- Price Earning Ratio (PER) et rendement: cette évaluation comparative consiste à se baser sur les PER et rendements de sociétés semblables (même activité, mêmes perspectives) déjà cotées, à la cote officielle ou au second marché. Le PER est le rapport entre ce que vaut la société, c'est-à-dire la capitalisation boursière, et ses bénéfices. C'est aussi par conséquent le rapport entre le cours et le bénéfice net par action.
- la méthode de Bates: cette évaluation prospective repose sur l'actualisation des dividendes futurs sur une longue période et l'estimation d'un prix de revente.

Sur la base de l'ensemble des éléments obtenus (qui forment souvent un échantillon très dispersé), on fixe un prix théorique d'introduction "raisonnable" et l'on détermine la méthode d'introduction.

Il est étonnant de constater que, lors de sa visite de la société, l'analyste financier ne visite pas nécessairement les ateliers, mais se préoccupe surtout de la "tête du client" (quelle impression donne le chef d'entreprise? l'équipe dirigeante est-elle soudée?).

3) La mise en place de l'opération d'introduction:

Il faut adresser à la COB comme à la CSAC une lettre de demande d'inscription à la cote et un dossier de cotation comme décrit ci-dessus. Les actionnaires peuvent éventuellement demander à la CSAC de prévoir l'existence d'un compte de contrepartie afin d'effectuer les opérations de contrepartie en bourse. Un contrat de liquidité est présenté à l'appui de cette demande (cf. *infra*).

Ils doivent aussi choisir un agent de change, dont le rôle est important non seulement pendant l'introduction, mais aussi après car il est responsable de la cotation et des transactions des titres de la société. De plus, il pourra éventuellement intervenir en bourse, seul ou conjointement avec les autres titulaires du compte de contrepartie, pour animer le marché.

Il faut élaborer les actions d'information et de publicité: notice au BALO, plaquette descriptive, campagne publicitaire dans les journaux financiers, réunions d'analystes financiers, conférences de presse, etc.

4) Le mécanisme de l'introduction:

Hormis le simple transfert de sociétés venant du marché hors-cote, la diffusion des titres sur le marché peut se faire, soit par le biais de quatre procédures différentes au moment de l'introduction, soit, après un certain délai, par un intermédiaire financier.

a) L'Offre Publique de Vente (OPV):

Les détenteurs de titres indiquent à la CSAC le nombre de titre mis en vente et le prix auquel ils sont proposés; la COB demande d'établir une note d'information si l'OPV porte sur plus de 15% du capital.

Le prix d'introduction est prédéterminé et définitif; en cas d'excès de demande par rapport à l'offre, les demandes de titres seront réduites uniformément autant que de besoin.

Si cette procédure est tout-à-fait adaptée aux sociétés dont les titres s'échangeaient déjà sur le marché hors-cote (car le cours du marché hors-cote permet de mieux cerner l'attitude du marché), en revanche elle manque de souplesse pour les autres sociétés, car le cours d'introduction ne sera pas fonction du marché, mais de l'évaluation *a priori* de l'action.

b) La mise en vente:

C'est la procédure utilisée pour les introductions sur la cote officielle. La chambre syndicale n'accepte que les ordres à cours limité et réserve la possibilité d'éliminer les ordres d'achat libellés à des prix très supérieurs au prix d'offre (ordre "au mieux" déguisés). Il est ensuite procédé, si besoin est, à une réduction des demandes (mais la CSAC s'impose de ne pas servir à moins de 6%). LA CSAC peut exiger le blocage des fonds correspondant au montant des ordres.

Cette procédure présente l'avantage de bien refléter le marché. Le cours coté peut par conséquent être très sensiblement supérieur au prix proposé. En outre, l'introduction proprement dite se réalise généralement en une seule séance de bourse.

Mais cet avantage a pour corollaire une incitation à gonfler les prix et les demandes de titres, ce qui pourrait nuire à la bonne tenue ultérieure du cours et du marché de l'action.

c) La procédure ordinaire de "mise à disposition du marché":

Cette méthode s'inspire très largement de la procédure d'introduction en usage avant 1964 sur la cote officielle.

Au vu des ordres reçus, y compris les ordres au mieux qui sont ici acceptés, la CSAC, en accord avec les introducteurs, arrête le cours d'introduction et, si nécessaire, les conditions de réduction des demandes, réduction uniforme quel que soit le prix d'achat proposé. Si elle ne peut coter, la CSAC fixe un prix indicatif qui sera inscrit à la cote. Il peut également être décidé d'ajourner de quelques jours l'introduction et d'exiger le dépôt des fonds, jusqu'à ce qu'un équilibre puisse être trouvé.

Cette technique est plus souple et plus adaptable que la mise en vente, en permettant d'atteindre plus aisément un premier prix "raisonnable", en procédant par étapes, au bout de quelques jours.

d) L'augmentation de capital:

L'introduction par augmentation de capital diffère d'une augmentation de capital préalable à l'introduction souscrite auprès de quelques partenaires, qui mettront ensuite ces titres à la disposition du marché.

La COB demande d'établir une note d'information.

La souscription et la diffusion des actions nouvelles suppose en principe la vente des droits de souscription sur le marché. Il peut s'avérer nécessaire de mettre en oeuvre une procédure appropriée (mise à disposition, OPV) pour réduire éventuellement les demandes de droits.

La souscription et la diffusion des actions nouvelles peuvent aussi résulter d'une émission d'actions directement offertes au public après abandon du droit préférentiel de souscription des actionnaires anciens.

e) La diffusion des titres par un intermédiaire financier:

Deux schémas sont utilisables:

- la prise ferme des titres par un intermédiaire financier: les actionnaires lui vendent leurs titres à prix convenu et il les cède sur le marché pour son propre compte.

- l'engagement des actionnaires de mettre à la disposition d'un intermédiaire financier un certain nombre de titres pour qu'il les diffuse sur le marché pour leur compte et aux limites de prix qu'ils stipulent.

Ces deux schémas n'excluent pas le recours à l'une des procédures décrites ci-dessus, mais ils peuvent aussi permettre de s'en dispenser.

Nous verrons plus loin qu'aucune procédure n'a permis de résoudre de façon satisfaisante les problèmes liés à l'introduction (afflux de demandes de titres en comparaison avec l'offre, forte hausse des cours).

5) Qui doit préparer l'introduction?

Bien qu'aucun texte ne l'impose, la coutume s'est instaurée de faire appel à une "banque introductrice" pour préparer l'introduction. Un banquier "chef de file" engage sa responsabilité et sa crédibilité sur le bon déroulement de l'introduction; ce n'est pas nécessairement le chef de file bancaire de la société. Si le chef d'entreprise le souhaite, d'autres banques peuvent associer leur nom à l'opération, en jouant un rôle plus ou moins actif.

L'agent de change introducteur participe également à la préparation de l'introduction.

Les banques justifient leur présence importante dans la préparation de l'introduction par les bonnes relations qu'elles entretiennent de longue date avec la COB et la CSAC, par leur expérience dans le montage d'opérations financières et juridiques, par leur potentiel important d'analyse financière, par leur service de gestion des titres et, pour les plus grosses, par un réseau étendu permettant une diffusion aussi large que possible du capital mis à la disposition du public.

Cependant, certains, notamment des agents de change, ne pensent pas que la présence d'une banque soit indispensable. Il nous semble que ce n'est pas le métier d'un agent de change que de s'occuper de toutes les tâches de la préparation de l'introduction; notamment, il ne semble pas avoir assez de moyens pour effectuer les analyses financières.

En revanche, il faut souligner le rôle important que peuvent être appelés à jouer des conseillers et prestataires de services financiers indépendants.

Nous en avons rencontré un: c'est une société anonyme créée en septembre 1983, dont le but est de favoriser la croissance de moyennes entreprises privées et performantes, en les faisant accéder au marché financier. Après une analyse financière de la société, il étudie les diverses voies de

financement; et, lorsqu'elle est décidée, il prend en charge l'introduction en bourse, ce qui évite le recours à une "banque introductrice". Néanmoins, bien qu'ayant réalisé seul l'ingénierie d'une introduction, il a été contraint, dans les jours précédant l'introduction, de recourir au parrainage d'une banque pour se conformer à la coutume.

C) BILAN DE DEUX ANS D'INTRODUCTIONS:

Croyait-on au second marché avant de le créer?

Deux ans après sa création, tous les intervenants présentent le second marché comme un succès (voir le chapitre III).

Mais deux ans plus tôt, pouvait-on escompter son succès de façon crédible? Pouvait-on imaginer que les sociétés introduites auraient un tel attrait pour les investisseurs?

La réponse doit être nuancée: hormis les sociétés transférées du compartiment spécial du hors-cote, seulement 4 sociétés ont été introduites pendant les 4 premiers mois d'existence de ce marché, dont deux venant du marché hors-cote. Puis, le succès appelant le succès, les introductions sont passées à un rythme de deux et demie à trois par mois en 1983 et en 1984, voire un peu plus en 1985.

Notons en revanche qu'une société d'équipements aéronautiques de la région toulousaine, ayant des marchés au Royaume-Uni, est allée se faire coter sur l'USM à la fin de 1982, alors que la création du second marché avait été annoncée.

1) La difficulté de l'introduction:

L'avalanche de demandes:

Les figures II-6 et II-7 comparent les capitaux demandés et ceux offerts lors des introductions sur le second marché. La moyenne des offres est de 21 MF et celle des demandes de 976 MF, soit 46 fois plus. Une étude plus poussée montre l'absence de corrélation entre ces valeurs et la méthode d'introduction.

La caractéristique du second marché n'est pas tant l'abondance de la demande que l'étroitesse de l'offre: outre leur taille réduite, la plupart des sociétés introduites s'en tiennent à la règle des 10%, comme le montre la figure II-8 (quand la figure indique un pourcentage inférieur à 10%, c'est qu'une partie du capital a déjà été diffusée dans le public: hors-cote, actionnariat des salariés, etc.).

En n'introduisant que 10% des titres l'actionnaire introducteur peut vendre plus tard les titres qu'il souhaite céder, en profitant pleinement de la plus-value, car les cours montent quasi-systématiquement pendant l'introduction, comme nous le verrons plus bas.

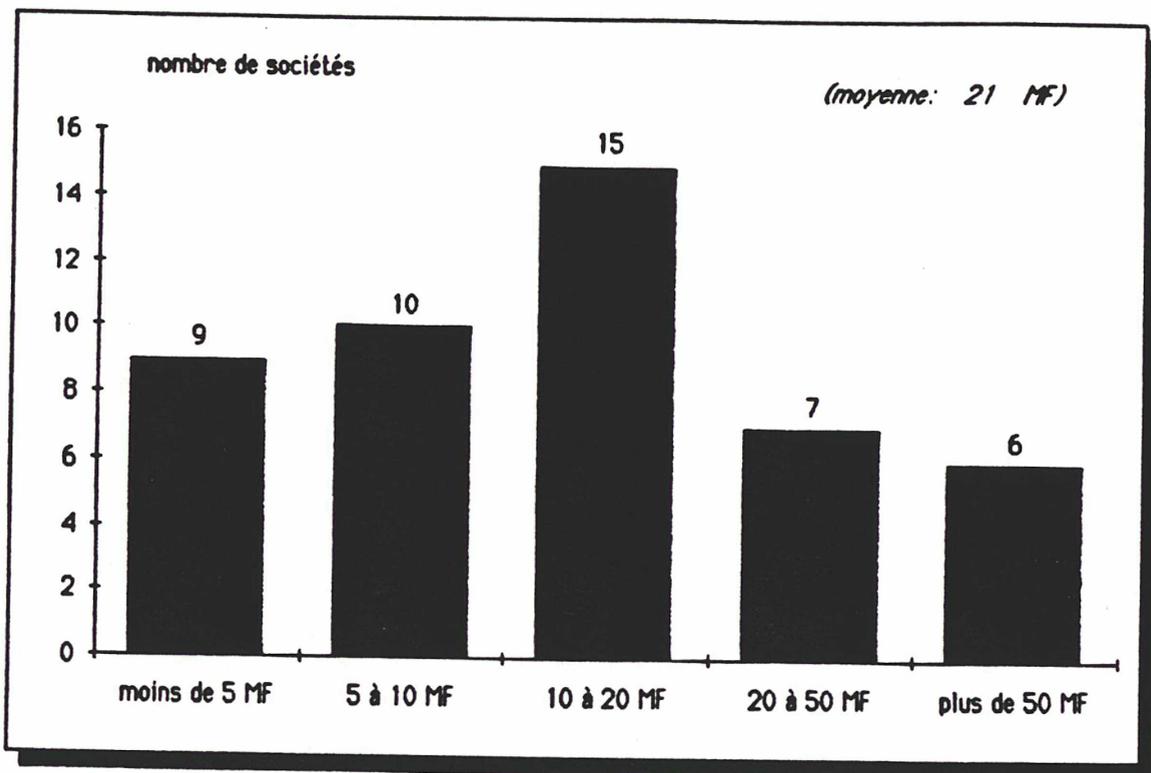
La figure II-9 précise le rapport entre la demande et l'offre pour les différentes introductions. Pour certaines sociétés, pour lesquelles la procédure ordinaire était prévue, la demande fut telle que l'on ne put coter et que l'on abandonna cette procédure au profit d'une OPV. Dans ces cas-là, la demande approchait le centuple de l'offre. Dans les autres cas, on constate que les OPV attirent beaucoup plus la demande que la procédure ordinaire et la mise en vente: c'est dû à la connaissance du prix auquel s'effectuera la vente et à l'anticipation par le marché d'une hausse.

La difficulté de coter:

Dans un marché, le prix s'établit de manière à concilier l'offre et la demande: le déséquilibre décrit ci-dessus entre l'offre et la demande entraîne une difficulté à coter et une hausse importante des cours. La figure II-10 montre l'augmentation du cours entre l'offre et la première cotation.

Pour coter, il faut d'ailleurs réduire la demande (comme décrit plus haut), ce qui est illustré par la figure II-11.

CAPITAUX OFFERTS LE JOUR DE L'INTRODUCTION

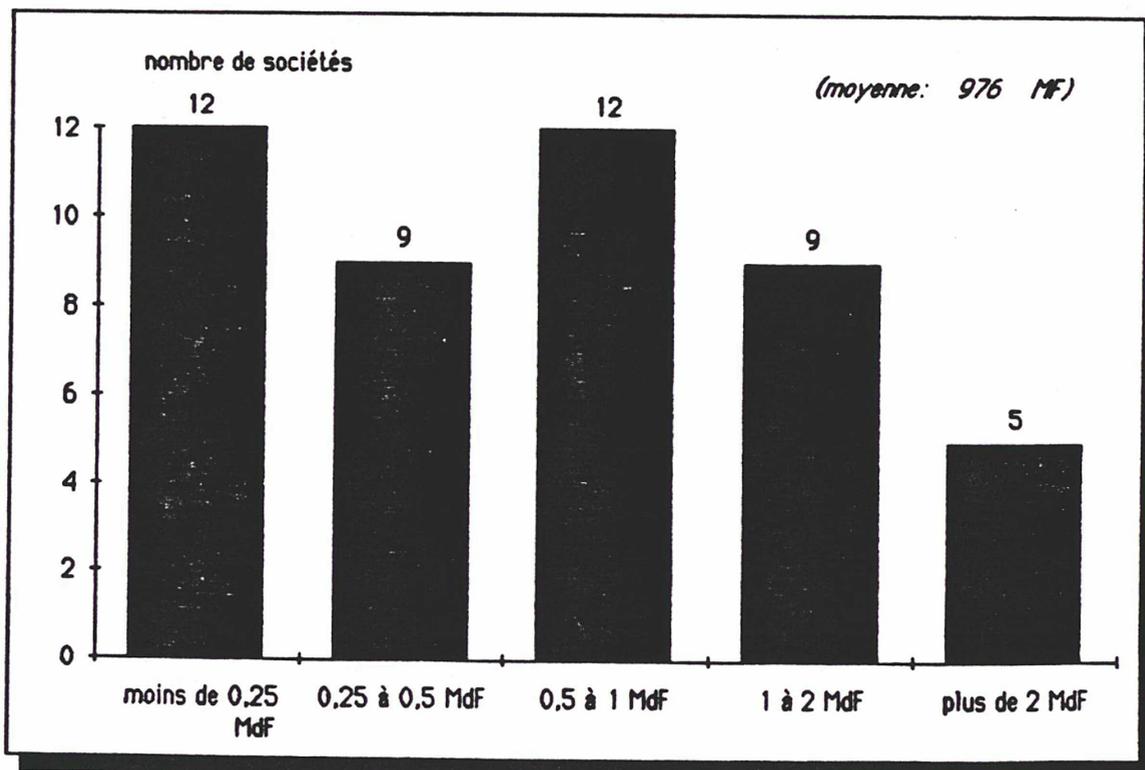


Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-6

CAPITAUX DEMANDES LE JOUR DE L'INTRODUCTION

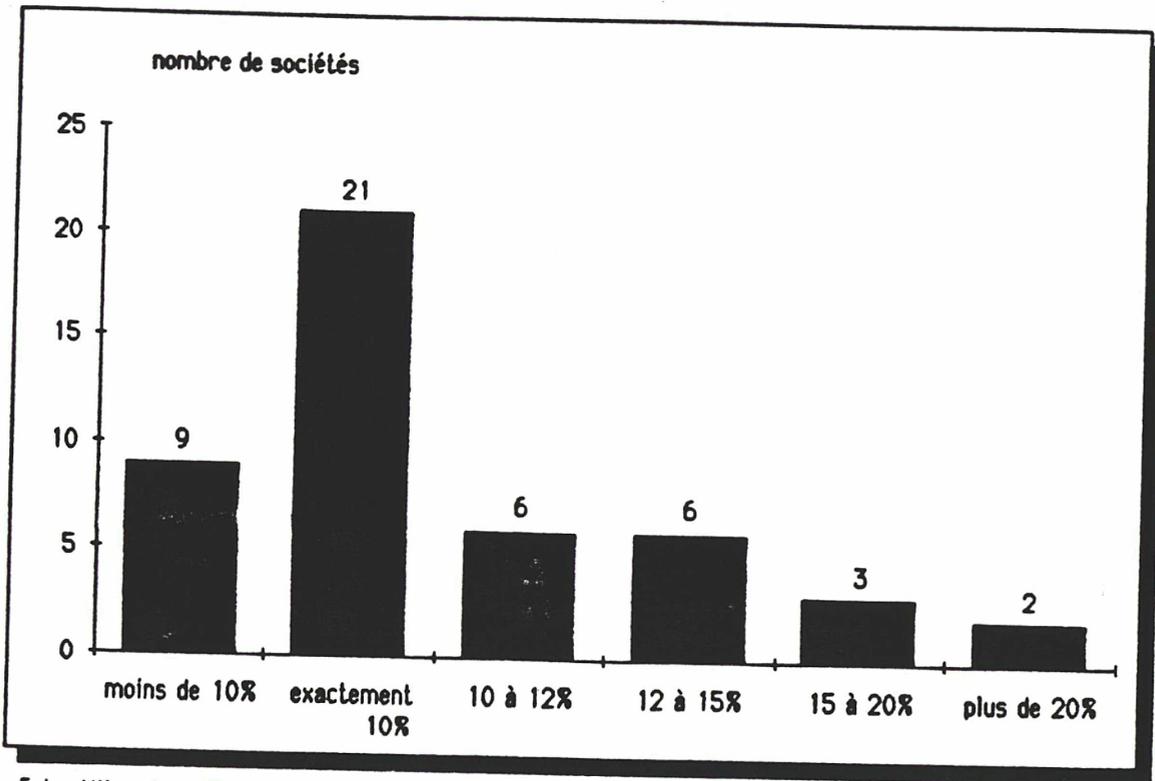


Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-7

POURCENTAGE DU CAPITAL OFFERT LE JOUR DE L'INTRODUCTION

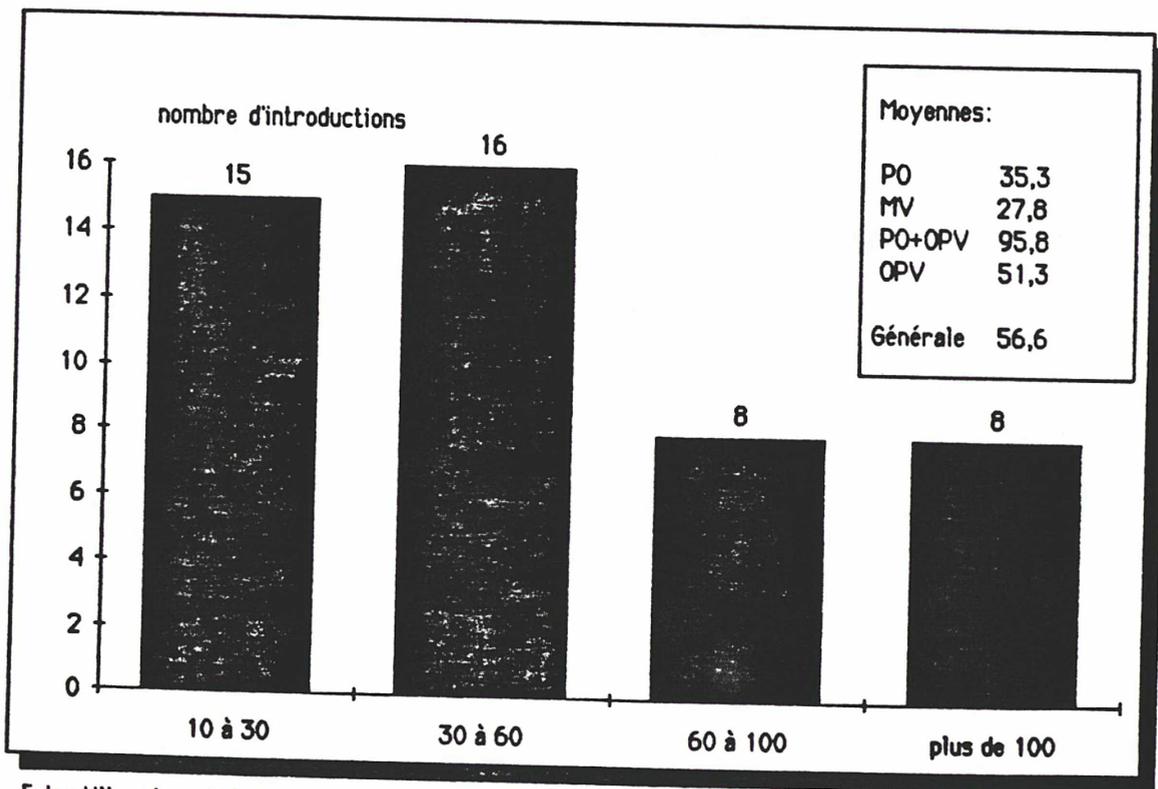


Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-8

RAPPORT DEMANDE/OFFRE LE JOUR DE L'INTRODUCTION

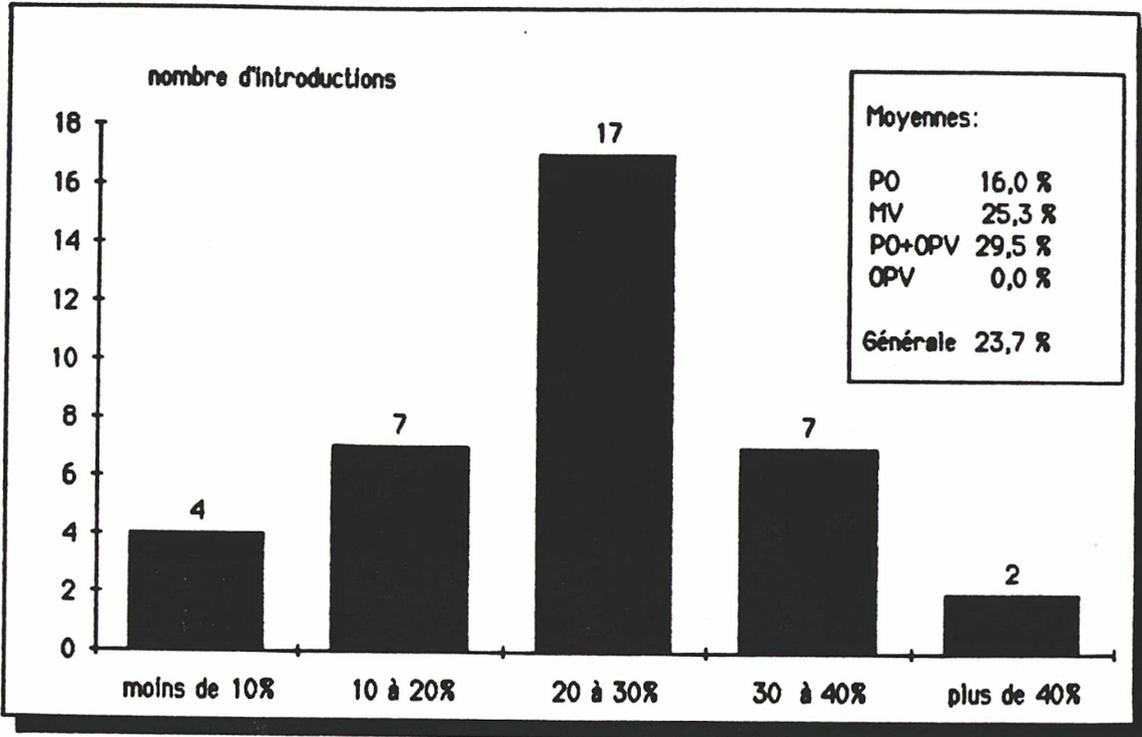


Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-9

VARIATION EN % DU PREMIER COURS COTE PAR RAPPORT AU PRIX OFFERT

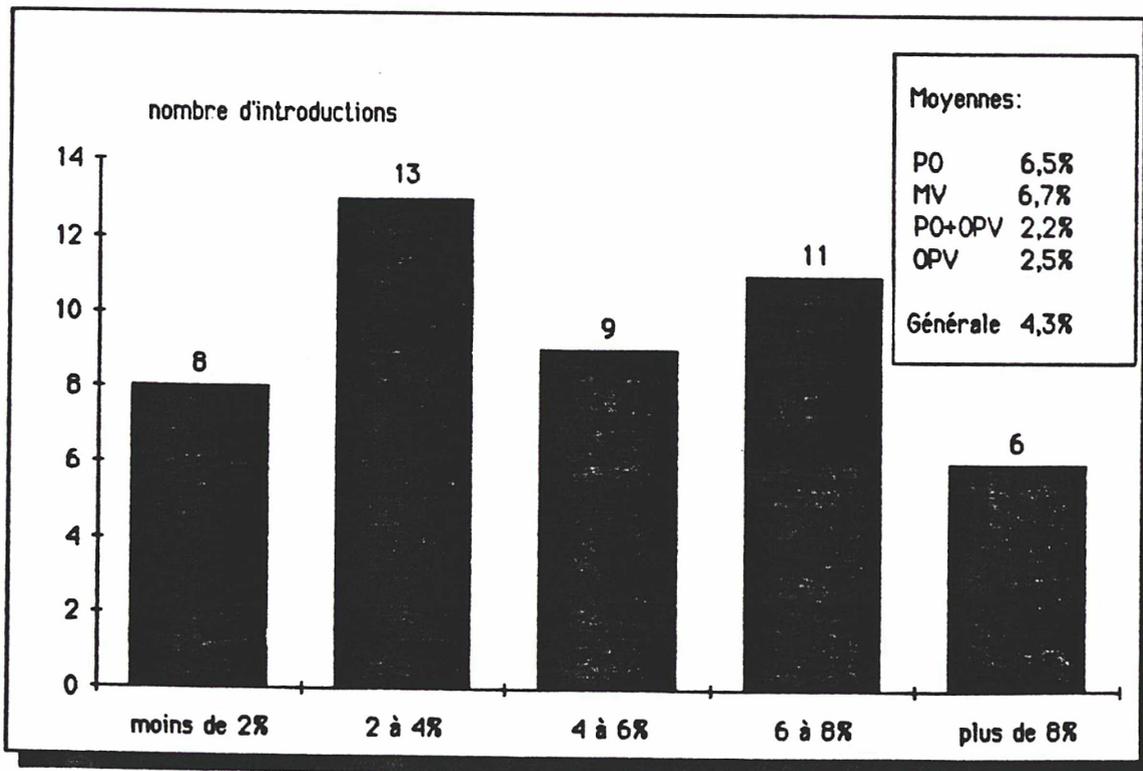


Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84
(hormis les 10 OPV)

Source: CAC

FIGURE II-10

DEMANDES SERVIES LE PREMIER JOUR DE COTATION (EN %)



Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-11

Ce phénomène se poursuit jusqu'à l'équilibre entre l'offre et la demande: la figure II-12 montre l'augmentation du cours entre la première cotation et l'équilibre. Remarquons que les deux cas extrêmes (Gel 2000, dont le cours est monté de 700 à 1520, et Pochet de 740 à 1426) sont des OPV pour lesquelles le prix offert était certainement bien trop bas. Il est cependant normal que les OPV donnent lieu à une augmentation plus importante que les autres méthodes car le premier cours coté y est par définition égal au prix d'offre.

La figure II-13 quant à elle indique le temps mis à obtenir l'équilibre, compté en nombre de jours de bourse: il n'y est donc pas tenu compte des interruptions de cotation, notamment de celles dues au dépouillement des ordres des OPV.

2) Comment réussir une introduction?

Qu'est-ce qu'une introduction idéale?

La figure II-14 illustre ce qu'est une bonne introduction, selon les banquiers: le cours doit commencer par monter, sinon cela signifie que le marché ne fait pas confiance à l'entreprise ou juge trop élevé le prix offert. Le cours finit par se stabiliser et doit redescendre légèrement vers son cours d'équilibre. Si le cours ne redescend pas, cela signifie que l'action a été introduite à un prix trop bas. Le cours d'équilibre doit être supérieur au cours d'introduction, sinon cela signifie encore que le marché, passé une phase spéculative, ne fait pas confiance à l'entreprise ou estime trop élevé le prix offert.

On déduit de ce schéma que les introducteurs ont intérêt à introduire en dessous de ce qu'ils croient être le cours d'équilibre du marché, afin d'attirer les acheteurs et de ne pas restés "collés" avec le "papier".

La réussite d'une introduction est primordiale: elle détermine toute la "carrière boursière" ultérieure de la société. En effet, bien que le marché réagisse au jour le jour, il a cependant une excellente mémoire et se souvient longtemps des sociétés qui ont raté leur introduction, ce qui ne peut que leur nuire le jour où elles souhaiteront faire appel au marché financier pour augmenter leurs fonds propres.

Faut-il vendre à un intermédiaire financier avant l'introduction?

Dans le cas d'une entreprise familiale, les actionnaires vendeurs peuvent s'interroger sur l'opportunité de céder une partie de leurs titres à un intermédiaire financier, qui fait une prise ferme et cède ces titres sur le marché.

L'important est de bien déterminer combien d'actions vendre, et à quel prix, sachant qu'il y a un arbitrage à réaliser:

- le particulier ne sera pas taxé sur les plus-values réalisées car il vend ces titres avant la cotation en Bourse: en effet, la loi sur l'imposition des plus-values ne joue que sur les titres cotés, à la réserve près de l'article 160, qui taxe la cession de titres non cotés sous certaines conditions.

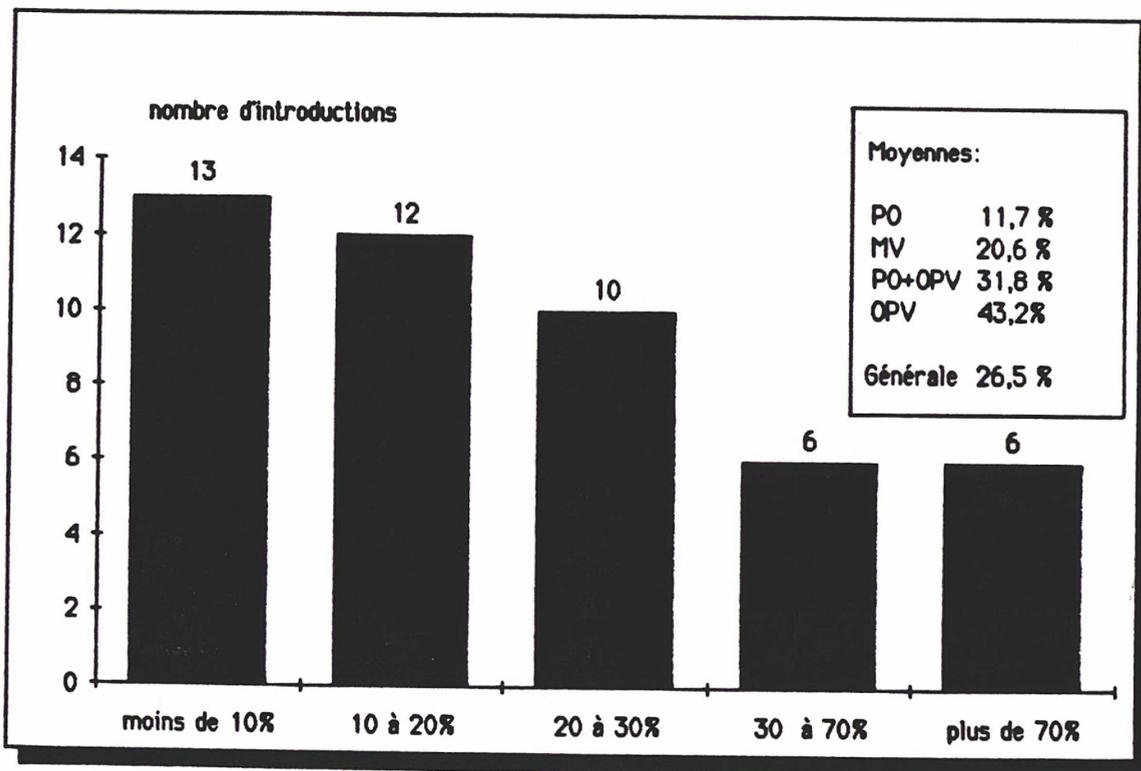
- en revanche il peut se sentir lésé si le cours d'introduction est bien supérieur au prix auquel il a cédé ces titres.

Une technique, plus risquée au niveau de la vente mais n'offrant pas l'arbitrage évoqué ci-dessus, consiste à introduire par le biais d'une OPV.

3) La spéculation: le second marché, c'est mieux que le loto!

Attirés par les possibilités de plus-values importantes, des investisseurs de plus en plus nombreux se portent de façon systématique à chaque introduction, spéculant ainsi sur un phénomène de hausse quasi-automatique et non pas sur la valeur de la société introduite.

On estime que 80% du "papier" revient dans les quelques jours suivant l'introduction, c'est-à-dire est revendu par les spéculateurs qui ont fait leur plus-value.

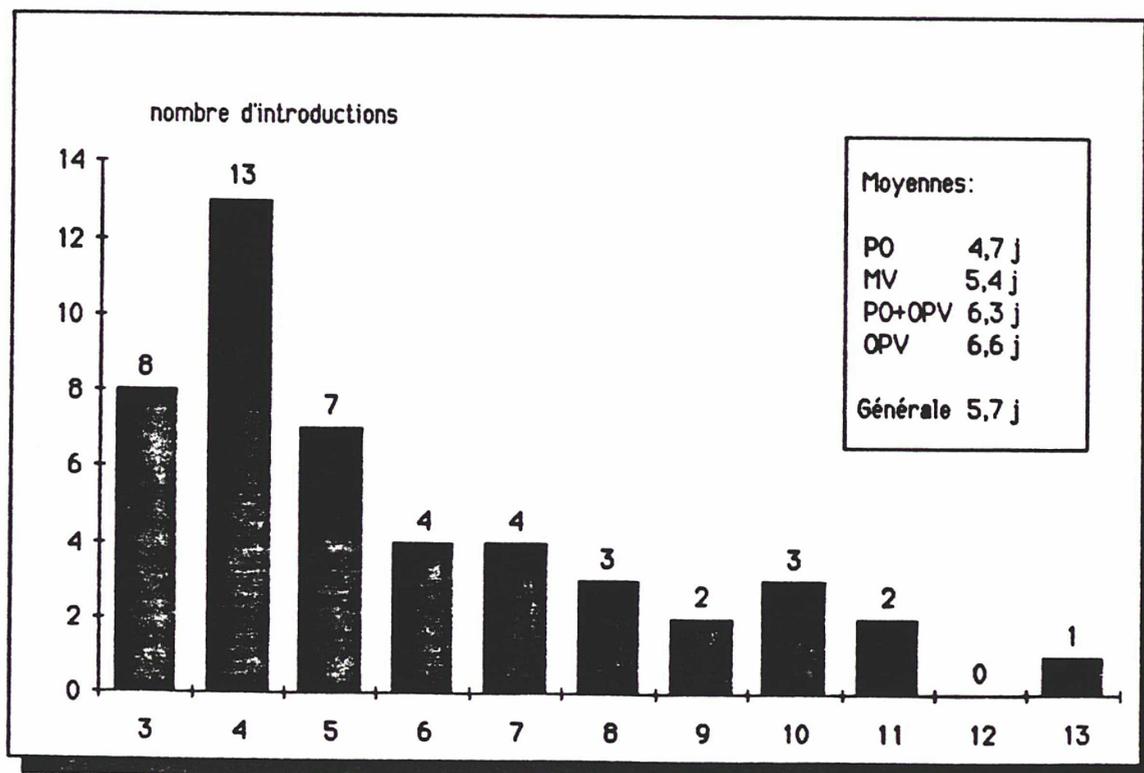


Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-12

NOMBRE DE JOURS DE BOURSE ENTRE L'INTRODUCTION ET L'EQUILIBRE



Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-13

EXEMPLES DE VARIATION DE COURS A L'INTRODUCTION

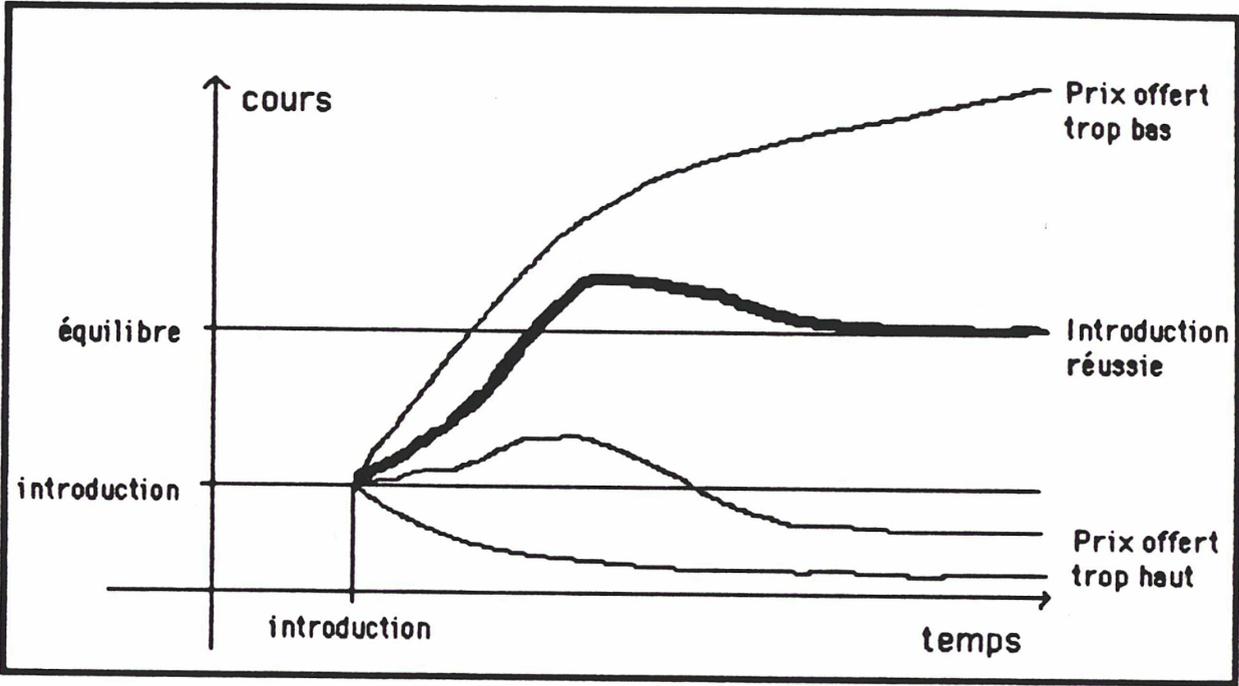


FIGURE II-14

Il résulte de cette spéculation un phénomène de "cercle vicieux", lié à la mode que constitue le second marché: la demande excessive entraîne des plus-values importantes, qui ne peuvent qu'impliquer une demande excessive pour les introductions suivantes.

Qui spéculé?

La première question à se poser est de savoir qui se porte à l'introduction: le secret professionnel interdit à l'agent de change de le révéler. Malgré des demandes réitérées auprès de nos différents interlocuteurs, nous n'avons pu obtenir ce renseignement (chacun prenant une attitude vertueusement indignée: pour les institutionnels, ce ne peut être que la fièvre spéculative du "petit porteur"; pour les intermédiaires bancaires, seuls des "très gros" peuvent déclencher de tels mouvements).

De nombreux particuliers, aussi bien que des investisseurs institutionnels, et notamment des étrangers, se portent sur les introductions, attirés par la certitude de gains à tous les coups. Mais, de part leur taille, les investisseurs institutionnels ont tendance à "rafler" le papier mis sur le marché, n'hésitant pas à gonfler leurs demandes en anticipant une forte réduction des ordres.

Certains passent parfois des ordres d'achat supérieurs au total des actions offertes au marché. Il est même arrivé qu'une SICAV passe un tel ordre, ce qui est incompatible avec la législation qui lui est applicable (une SICAV n'a pas le droit de détenir plus de 10% du capital d'une société). Dans son bulletin mensuel de février 1985, la COB s'en prend violemment à de telles pratiques, marquant avec force sa présence sur le second marché, malgré son rôle effacé pendant les introductions. Un de nos interlocuteurs a comparé les SICAV se portant sur le second marché à "des hippopotames dans un verre à dents".

4) L'évolution des méthodes d'introduction:

La figure II-15 illustre la part des différentes méthodes employées jusqu'à présent, en dehors du transfert sur le second marché, le jour sa création, des 17 valeurs qui figuraient sur le compartiment spécial du hors-cote.

Malgré la faiblesse de l'échantillon (58 introductions réalisées en 1983 et 1984), on peut constater:

- la difficulté croissante de coter les sociétés introduites selon la procédure ordinaire, ce qui entraîne le recours à des OPV.
- le nombre croissant d'OPV, aux dépens des autres méthodes.

5) Comment limiter la spéculation?

Pour limiter la demande, la CSAC a mis en place un certain nombre de dispositions, qui visent aussi à limiter le poids des institutionnels: par exemple, une des mesures mises en place à la Bourse de Lyon consiste à essayer de fournir au moins une action à tous les donneurs d'ordre, ce qui réduit d'autant la part relative des ordres les plus importants.

Le blocage des fonds:

De plus en plus fréquemment, la CSAC bloque les fonds correspondant au montant des ordres. Ces fonds sont mis en dépôt au secteur des numéraires de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), qui les place sur le marché monétaire: une petite partie de l'intérêt obtenu est versé à la CSAC, et le reste est affecté à diverses fondations, dont la Fondation de France.

Si la CDC se porte sur le second marché par le biais de ses SICAV, il y a cependant un cloisonnement total entre les fonds en dépôt à la CDC et l'actif de ses SICAV qui s'investit sur le second marché.

RYTHME DES INTRODUCTIONS AU SECOND MARCHÉ

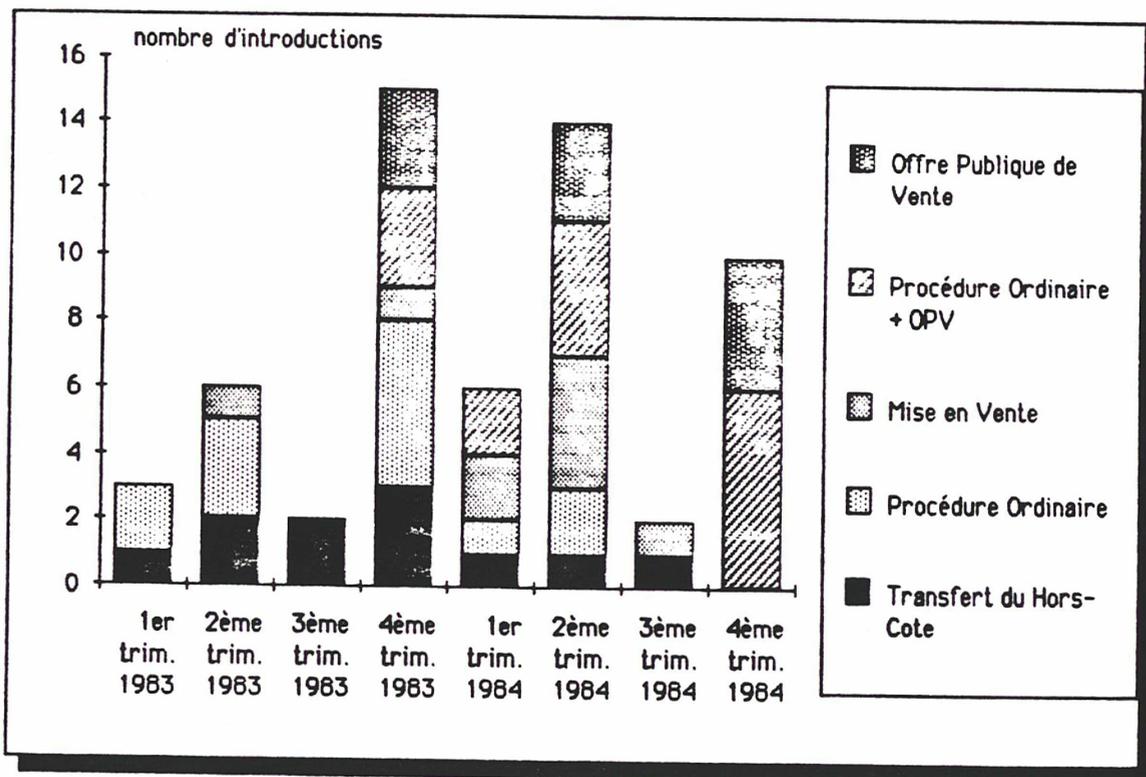


FIGURE II-15

Le blocage des fonds infléchit le comportement des investisseurs:

- Les particuliers ne sont guère touchés par cette mesure; au besoin, ils peuvent demander à leur banquier de leur accorder un découvert, sachant que la plus-value réalisée après l'introduction permettra largement de payer les agios.

- Certains investisseurs institutionnels, comme les assurances ou les caisses de retraite, qui ont plusieurs millions, voire milliards de francs à gérer, hésitent à passer du temps et à bloquer quelques millions de francs pendant plusieurs jours pour n'obtenir qu'une ligne de quelques dizaines de milliers de francs.

- En revanche, les SICAV et les Fonds Communs de Placement, dont certains sont maintenant spécialisés sur le second marché, n'hésitent pas à "jouer" les introductions pour améliorer leurs performances.

Critiquant le "laxisme de certains intermédiaires", la COB a constaté (bulletin mensuel de février 1985) que l'application du blocage des fonds avait donné lieu à certaines anomalies.

L'offre publique de vente nominative:

Selon le règlement général de la CAC, la CSAC fait connaître dans son avis les conditions d'application de la procédure d'OPV au cas particulier de la valeur introduite, ce qui lui a permis d'innover en créant une procédure d'OPV nominative. Cette procédure, couplée à une limitation du montant des ordres, permet d'éliminer les ordres multiples provenant d'un même donneur d'ordre.

6) Les titres sont-ils sous-évalués à l'introduction?

Une polémique s'est récemment ouverte, au sujet d'une éventuelle sous-estimation systématique des prix d'introduction.

Dans un article paru dans la *Revue d'Analyse Financière*, Patrick Topsacalian remarque que, au travers des 8 introductions ayant eu lieu de février à novembre 1983:

- le prix d'équilibre est de 13 à 60% supérieur au prix d'offre.

- le cours 3 mois après l'introduction est, à une exception près, de 10 à 60% supérieur au prix d'équilibre.

- le cours actuel est supérieur de 2 à 65% au cours 3 mois après introduction, compte tenu des augmentations de capital réalisées.

Malgré la spéculation à l'introduction et l'engouement pour le second marché, Patrick Topsacalian voit dans ces chiffres une sous-évaluation qui permet aux introducteurs de limiter le risque dû aux erreurs d'évaluation (nous avons vu plus haut qu'il est primordial d'introduire à un prix inférieur à ce qu'on pense être le cours d'équilibre), et qui permet aux premiers acheteurs de réaliser des plus-values spéculatives sans rapport avec les perspectives de la société.

Dans une réponse au courrier des lecteurs, Bernard Petit conteste la rigueur méthodologique et la justesse du raisonnement de Patrick Topsacalian.

Nous pensons qu'il ne faut pas généraliser et que, si certains titres ont été réellement sous-évalués (à commencer par GEL 2000, dont le cours d'équilibre est supérieur au double du prix offert, et qui valait un an après l'introduction près de 5 fois le prix offert), en revanche, la forte hausse des cours est liée au caractère étroit et spéculatif du second marché, dont les valeurs sont beaucoup plus chères que les valeurs équivalentes de la cote officielle.

D) LA TAILLE DU SECOND MARCHÉ: UN MARCHÉ ÉTROIT

1) La taille du second marché:

La figure II-16 montre le nombre de sociétés cotées sur le second marché des bourses françaises en 1984.

La capitalisation boursière:

La figure II-17 donne la valeur de la capitalisation boursière du second marché sur les bourses françaises en 1983 et 1984. La valeur moyenne par société en 1984 est de 435 MF à Paris et de 112 MF en province, ce qui n'est pas négligeable face aux valeurs respectives de 781 MF et 91 MF sur la cote officielle.

La figure II-18 montre en revanche l'hétérogénéité du second marché en matière de capitalisation boursière.

A la fin 1984 la capitalisation boursière de trois sociétés dépassait le milliard de francs, dont AGP-RD (2,8 MdF) et la Sovac (2,6 MdF). Il faut rappeler Salomon (2,2 MdF) et Sodexho (1,4 MdF), autrefois au second marché et désormais cotées sur la cote officielle, au RM.

En revanche, 18 sociétés avaient une capitalisation boursière inférieure à 50 MF, dont la MACC (15,8 MF) et LME (9,0 MF).

Les transactions:

La figure II-19 donne la valeur du volume des transactions du second marché sur les bourses françaises en 1983 et 1984. La valeur moyenne par société en 1984 est de 71 MF à Paris et 39 MF en province: ce n'est certes pas négligeable face aux valeurs respectives sur la cote officielle de 133 MF (ou plus précisément 32 MF au comptant et 360 MF au RM) et 8 MF, mais il faut prendre en compte le très grand nombre de transactions ayant lieu dans les jours suivant l'introduction, ce qui biaise les moyennes annuelles.

Comme nous l'avons vu plus haut, on estime en effet qu'environ 80% du "papier" revient dans les jours suivant l'introduction. Autrement dit, on peut évaluer (grossièrement) les transactions de cette période à 10% de la capitalisation boursière d'introduction et 8% de la capitalisation boursière d'équilibre, ce qui donne en 1984 environ 1500 MF sur le second marché parisien et 150 MF sur les bourses régionales. Les valeurs rectifiées du volume moyen de transactions deviennent respectivement 38 MF à Paris et 33 MF en province.

2) Comparaison avec d'autres marchés:

La figure II-20 montre le nombre de sociétés et d'emprunts cotés sur l'ensemble des bourses françaises, sur la cote officielle et le second marché, en 1983 et 1984.

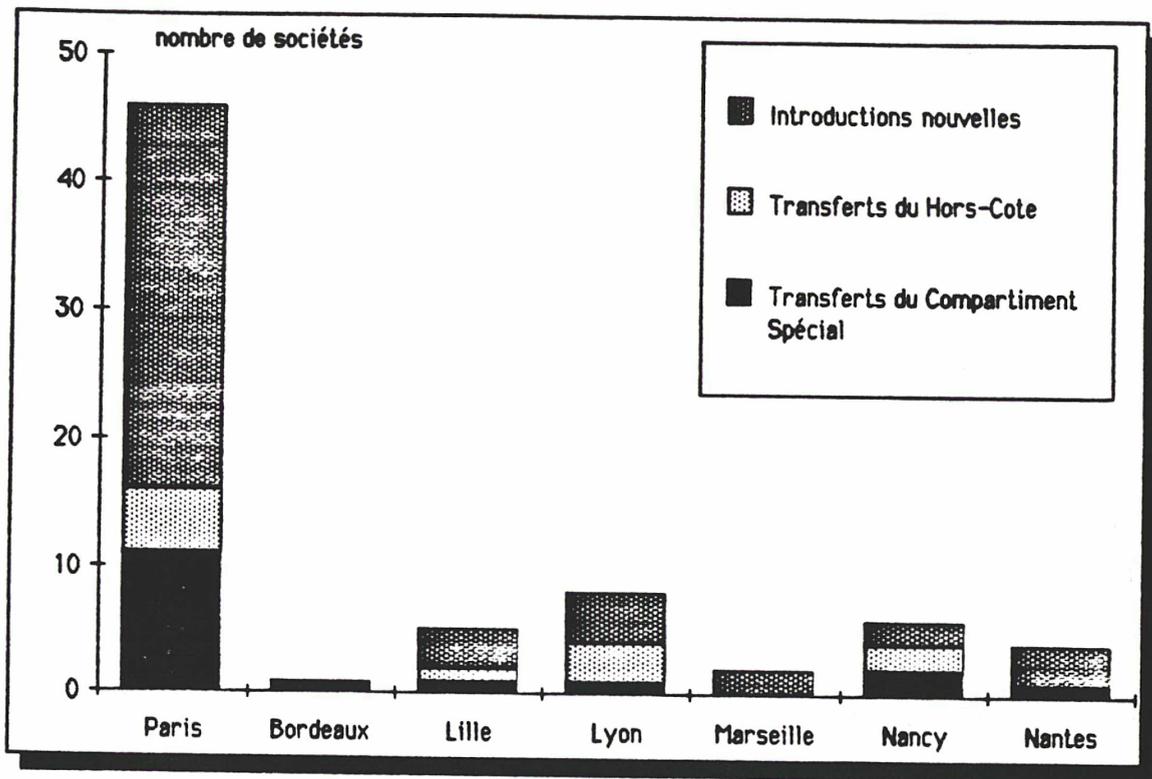
La figure II-21 fait la même comparaison, en terme de capitalisation boursière. Il faut toutefois nuancer la petite taille du second marché:

- ce dernier n'a que deux ans d'existence et continue de croître à un rythme de plus en plus soutenu; à ce rythme, la taille du second marché atteindrait le quart de celle de la cote officielle à la fin de la décennie.

- trois sociétés introduites sur le second marché ont accédé à la cote officielle, entraînant avec elles une capitalisation boursière qui atteignait 4,1 MdF à la fin 1984 (Sfernice, Salomon et Sodexho).

- enfin, comme indiqué ci-dessus, les sociétés du second marché ne sont en moyenne pas beaucoup plus petites que celles de la cote officielle; de plus, la tendance semble se faire jour, en

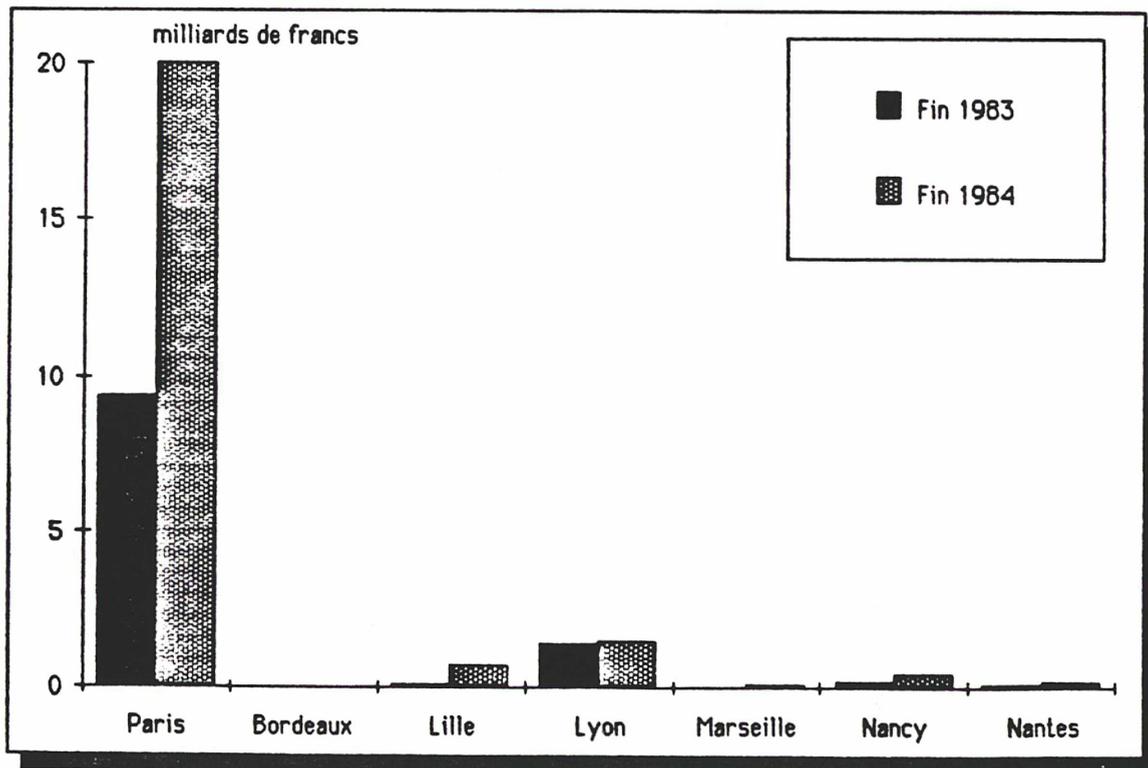
NOMBRE DE SOCIÉTÉS FRANÇAISES COTÉES AU SECOND MARCHÉ A LA FIN 1984



Source: CAC

FIGURE II-16

CAPITALISATION BOURSIERE DU SECOND MARCHÉ



Source: CAC

FIGURE II-17

CAPITALISATION BOURSIERE EN MF

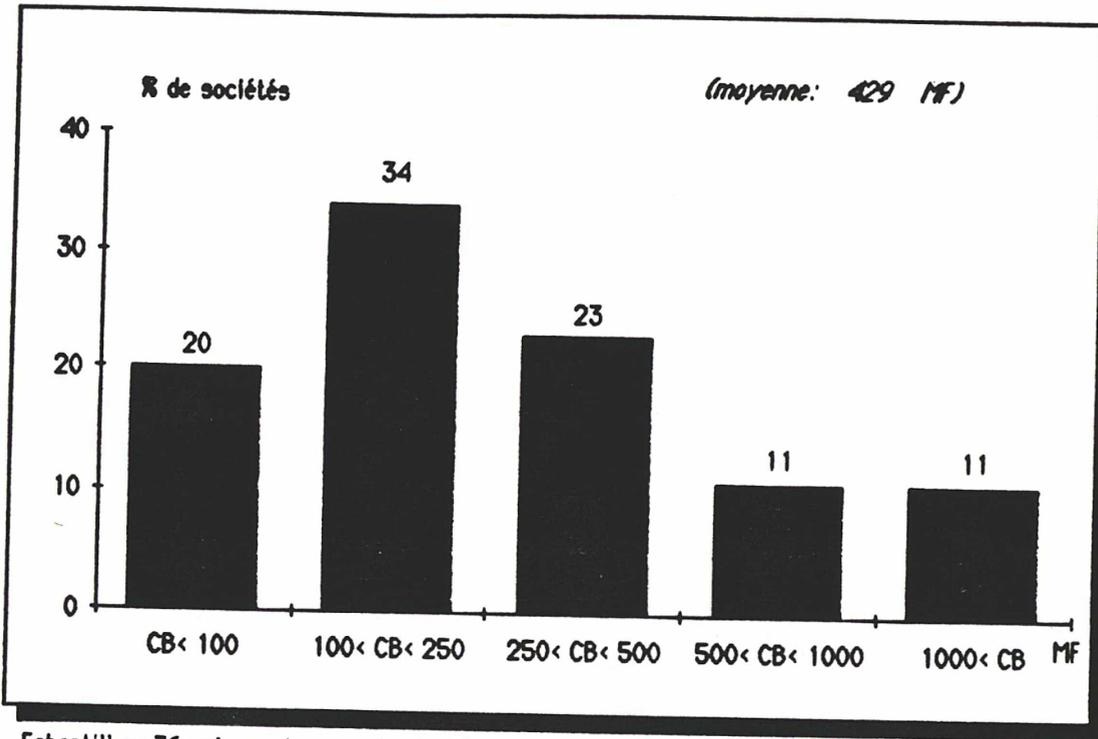


FIGURE II-18

VOLUME DES TRANSACTIONS DU SECOND MARCHÉ (ACTIONS)

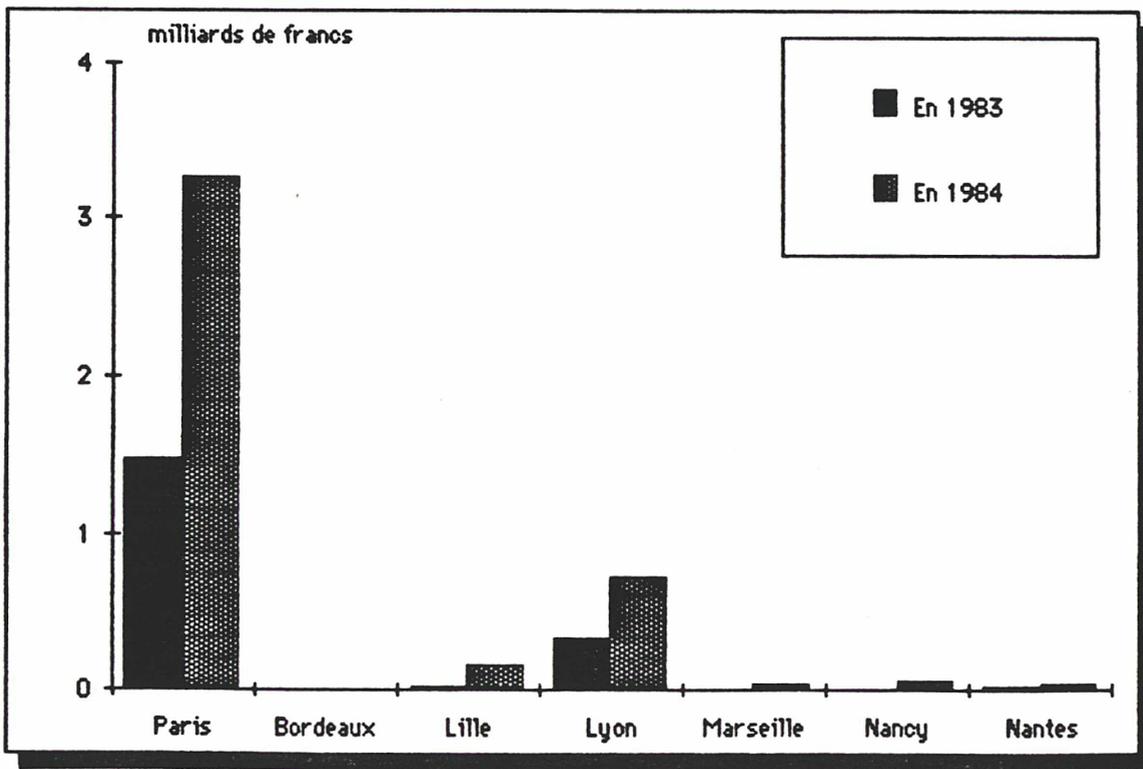
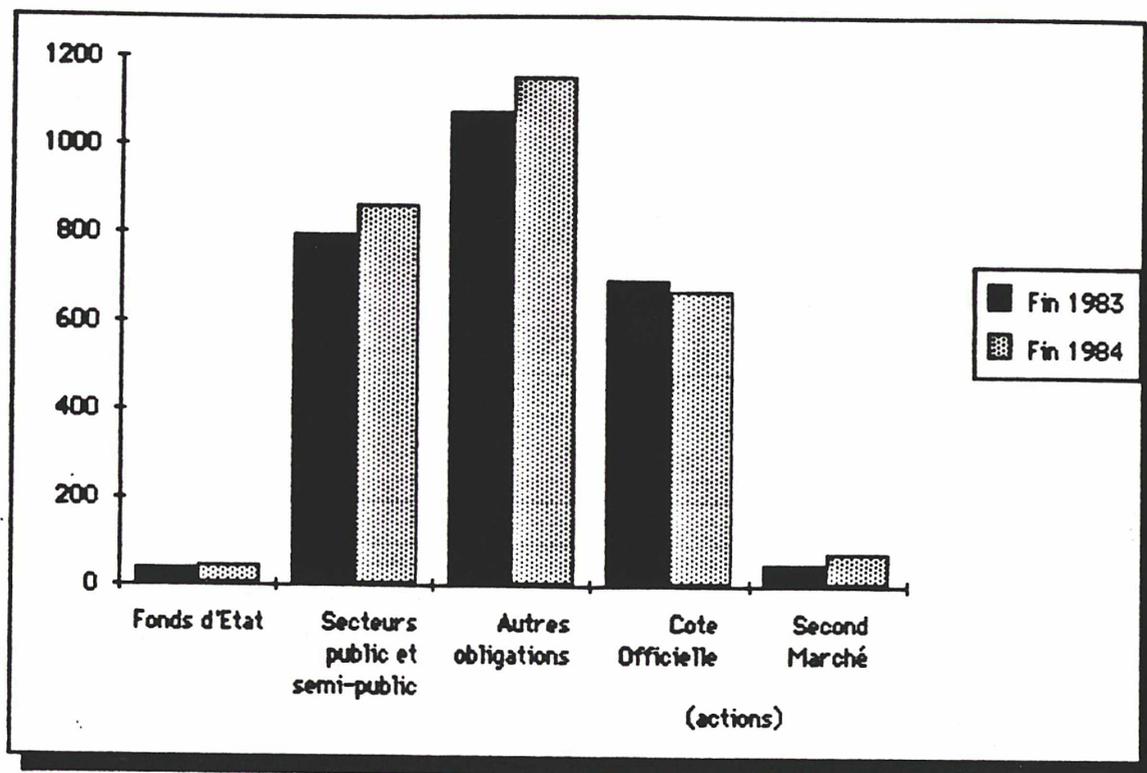


FIGURE II-19

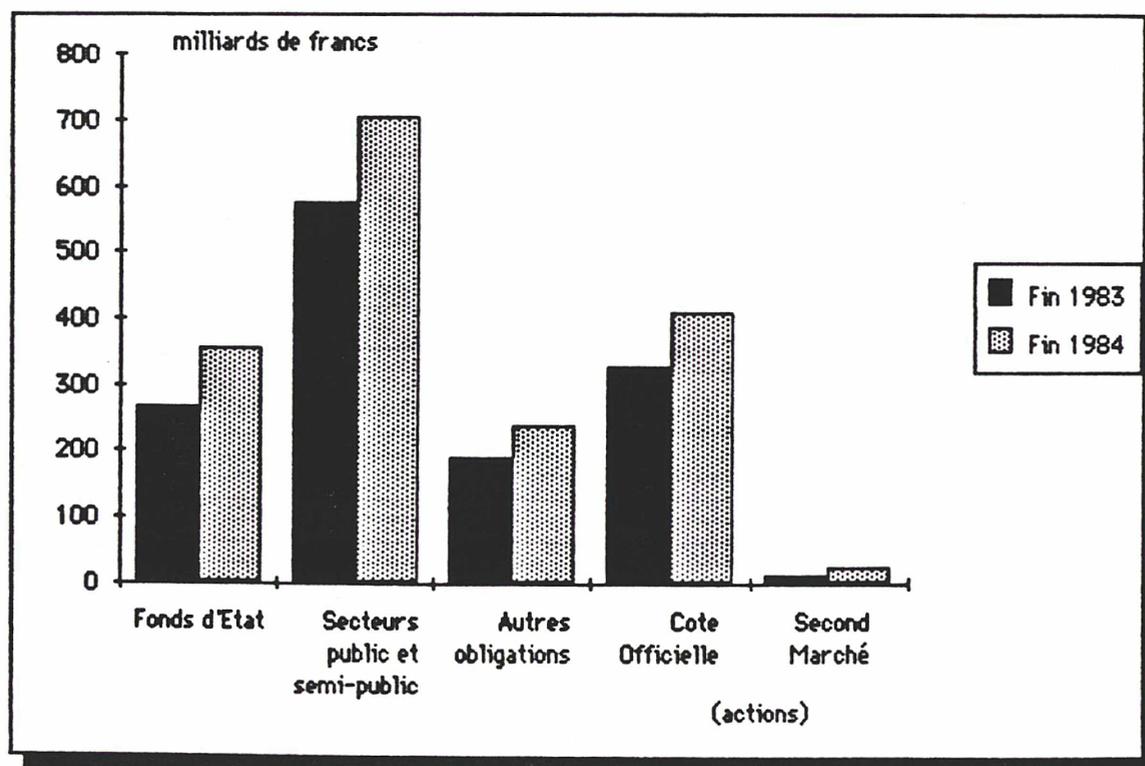
NOMBRE D'EMPRUNTS ET DE SOCIETES COTES SUR LES BOURSES FRANCAISES



Source : CAC

FIGURE II-20

CAPITALISATIONS BOURSIERES DE L'ENSEMBLE DES BOURSES FRANCAISES



Source : CAC

FIGURE II-21

1985, d'introduire des grosses sociétés, comme Saint-Gobain Emballage, Electronique Serge Dassault, la Société Européenne de Propulsion, Cap Gemini Sogeti, etc.

La figure II-22 continue la comparaison, en terme de volume annuel des transactions, et en y ajoutant le marché hors-cote. Comme on l'a vu ci-dessus, le second marché est bien plus actif en moyenne que le marché du comptant, spécialement en province où le volume des transactions est sensiblement le même sur la cote officielle et sur le second marché. Nous étudierons dans le chapitre III les conséquences de la création du second marché pour le marché du comptant.

3) Le second marché et les bourses régionales:

Comme nous l'avions constaté dans la partie III du chapitre I, on remarque sur les figures précédentes que le second marché est, sur les bourses de province, beaucoup plus important et surtout beaucoup plus actif que le marché officiel: la capitalisation boursière du second marché y vaut 14% de celle de Paris, contre 4% pour le marché officiel, et le volume des transactions y vaut 30% de celui de Paris, contre 2% pour le marché officiel.

Il est donc évident que le second marché a redonné vie aux bourses de province, sur lesquelles il aura certainement plus de transactions en 1985 que la cote officielle .

E) LA VIE DU TITRE:

1) L'étroitesse du marché:

On a vu plus haut que le second marché n'était pas négligeable devant la cote officielle, et plus particulièrement devant le comptant, en termes de capitalisation boursière et de transactions.

Le flottant:

En fait, l'étroitesse du second marché, que tout le monde dénonce, vient de la faiblesse de son flottant.

Le flottant représente l'ensemble des actions susceptibles d'être échangées sur le marché boursier, c'est-à-dire toutes les actions qui ne constituent pas un placement financier à long terme ou une participation dans une entreprise. Par exemple, ne font pas partie du flottant les lignes d'actions appartenant aux compagnies d'assurance ou aux caisses de retraite, qui placent leur patrimoine pour pouvoir faire face au paiement d'une indemnité ou d'un capital, alors que font partie du flottant les lignes d'actions appartenant aux particuliers, aux SICAV ou aux fonds communs de placement, qui investissent en bourse pour valoriser leur portefeuille.

Il est évidemment impossible de mesurer avec précision le flottant, qui peut très bien devenir largement inférieur aux 10% (respectivement 25%) du capital exigés à l'introduction sur le second marché (respectivement la cote officielle).

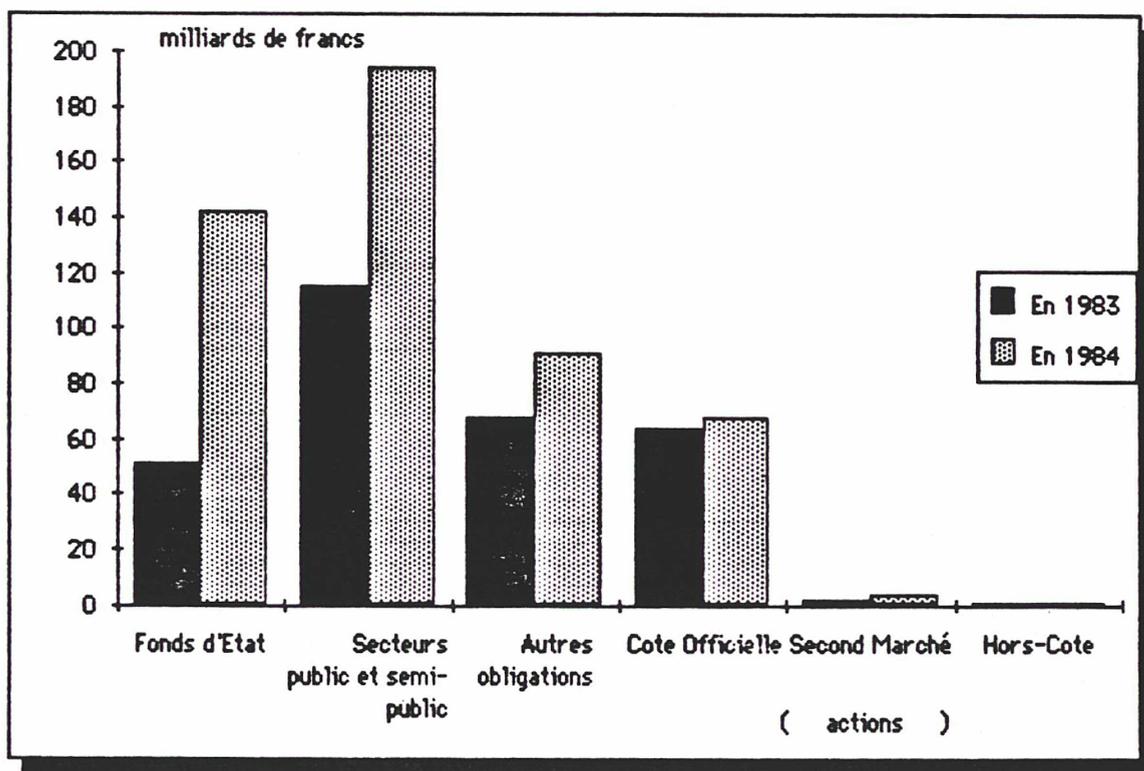
Par exemple, le flottant d'Air Liquide (coté à la cote officielle) est proche de 100%: ce cas représente une déviation de la notion de société anonyme; l'assemblée générale est vidée de son sens et le conseil d'administration devient un organe de cooptation.

A l'inverse, le flottant de Kleber-Colombes (coté à la cote officielle) est voisin de 2%, la maison-mère (Michelin) ayant progressivement racheté les actions en circulation sur le marché.

Les figures II-23 et II-24 décrivent le flottant estimé sur le second marché, en valeur et en pourcentage.

On constate, à l'instar de ce qui se passe à l'introduction l'apparition d'un "cercle vicieux", provenant de la faiblesse du flottant face au volume des transactions: l'étroitesse du marché fait

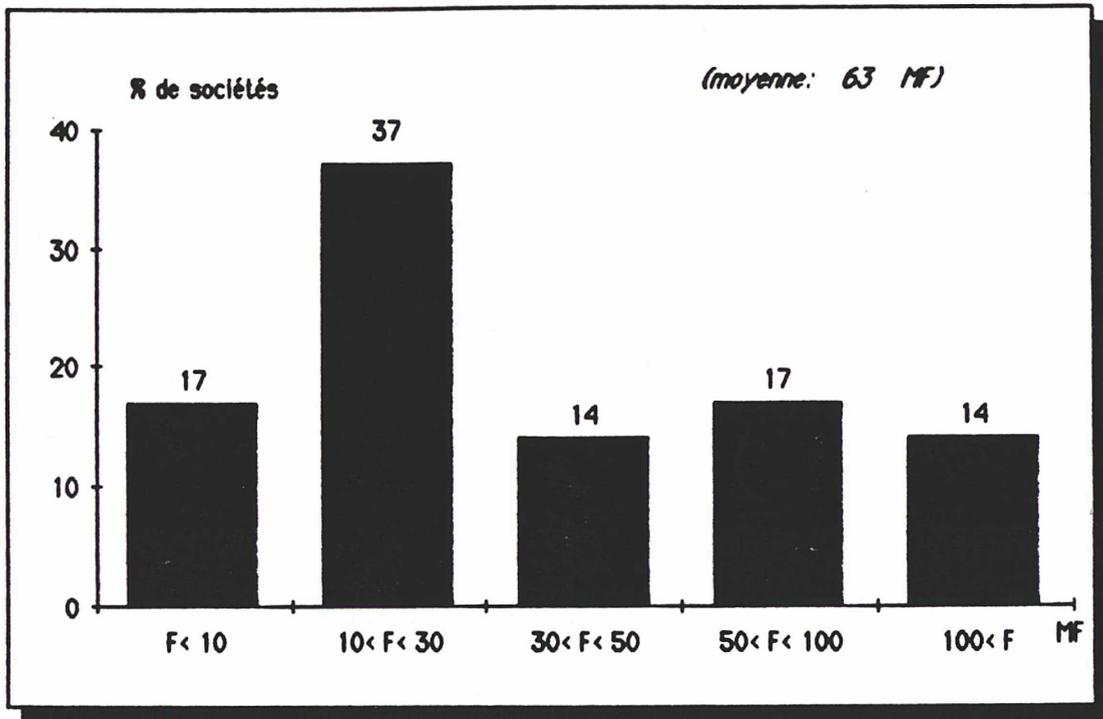
VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LES BOURSES FRANCAISES



Source : CAC

FIGURE II-22

FLOTTANT EN MF

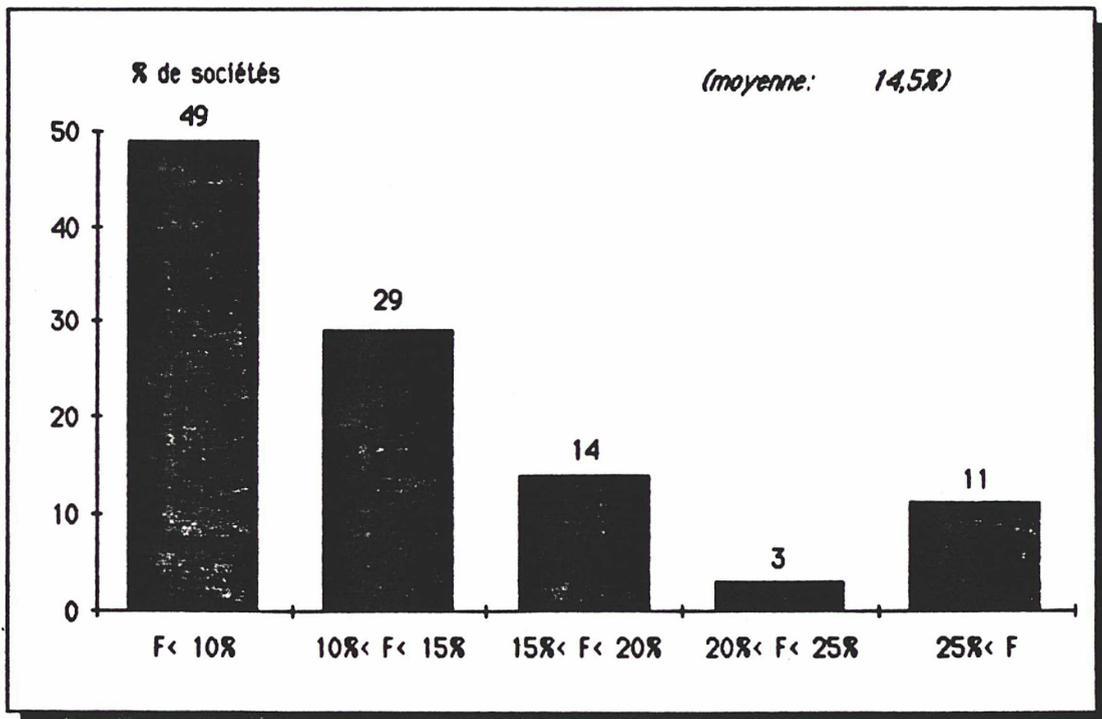


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE II-23

FLOTTANT EN % DE LA CB



Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE II-24

monter les cours de façon spéculative, et les organes de placement collectifs, attirés par la cherté des valeurs du second marché, raflent une bonne partie des titres et les conservent jalousement, réduisant d'autant le flottant.

Notons qu'il peut même arriver que trois ou quatre SICAV, possédant ensemble 20 à 30% du flottant d'une société, s'entendent pour faire monter artificiellement le cours afin de "gonfler" leurs performances.

2) Des valeurs très chères:

Conséquence de l'étroitesse du marché, les valeurs du second marché "montent dans le vide", comme le montre la figure II-25, qui décrit l'augmentation du cours à la fin 1984 par rapport au premier cours coté. Il faut signaler tout particulièrement le cas de Gel 2000, Bourgeois et Salomon, avec des hausses respectives de 382%, 235% et 199%. A l'opposé notons des baisses importantes:

- Giravions-Dorand (-27%) s'est effondré juste après l'équilibre, peut-être introduit trop haut, mais le cours a remonté depuis.
- Poron-Absorba (-38%) a baissé à la suite d'une conjoncture mauvaise et d'une erreur commerciale.

Notons que le second marché, à l'instar de tout marché financier, voit ses cours fluctuer en fonction de la conjoncture générale et de la conjoncture des valeurs qui y sont cotées. Ces variations de cours sont un phénomène différent de la cherté des valeurs du second marché.

Les sociétés inscrites au second marché sont, comme nous le verrons au chapitre III, très performantes, notamment au niveau de la croissance du chiffre d'affaires. Cependant, la hausse de leur cours, liée à la mode générée par le second marché, est sans rapport avec leurs performances. Les cours atteignent en effet des PER très élevés, comme le montre la figure II-26.

Il est paradoxal de constater que ces PER sont en moyenne bien plus élevés que ceux de la cote officielle, alors que les sociétés du second marché, généralement mono-produit et de taille moyenne, sont plus fragiles et vulnérables.

Un cas extrême est celui de Bourgeois, avec un PER de l'ordre de 30 à la fin 84, alors que celui d'Essilor, société du même secteur (verres et montures de lunettes) étant cotée sur le RM, est de l'ordre de 12.

3) Le contrat de "liquidité":

C'est une grande nouveauté du second marché, qui n'existe pas sur la cote officielle. Les actionnaires ont la possibilité de signer un contrat de contrepartie avec la banque introductrice ou l'agent de change, voire les deux, afin d'éviter les mouvements erratiques de cours dus à des excès d'offre ou de demande de titres sur un marché étroit. Des syndicats de liquidité ont ainsi été créés pour, le cas échéant, se porter contrepartie des titres offerts ou demandés en excédent, afin de réguler la cotation.

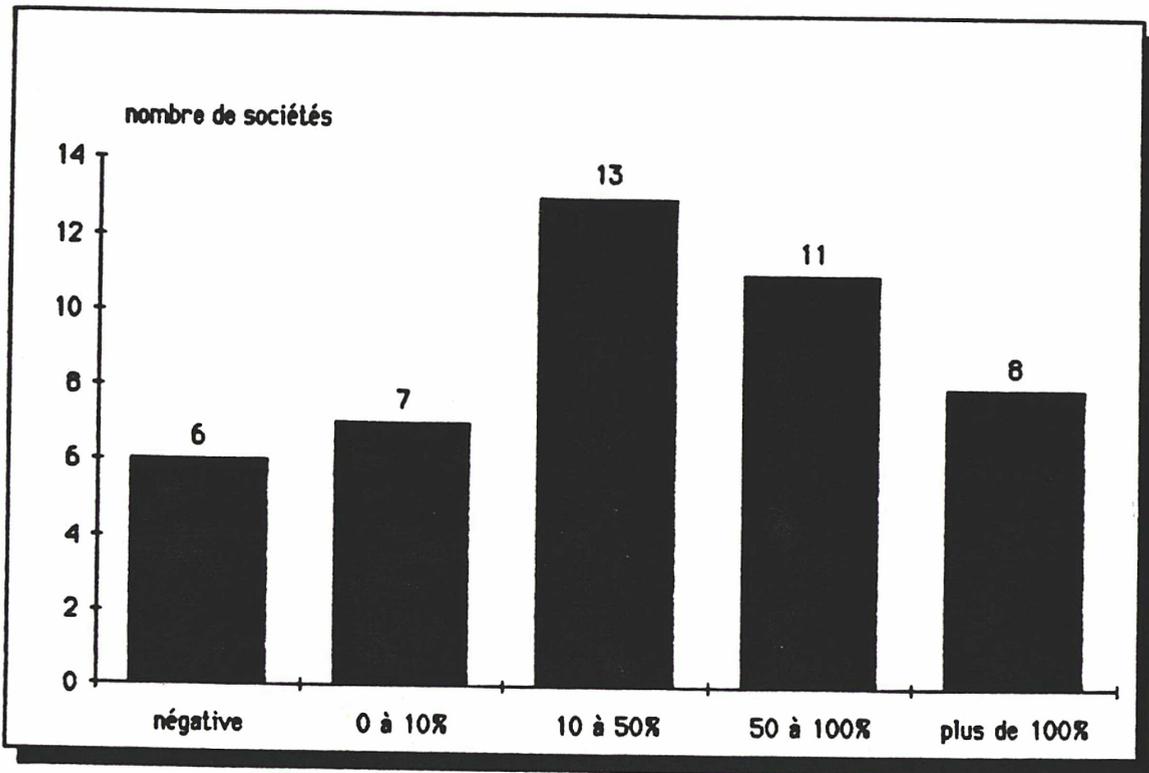
La nouveauté par rapport à la cote officielle est l'exonération des droits et des frais pour les positions d'achat et de vente à but de contrepartie, car elles sont considérées comme temporaires.

A l'exception d'Ortiz-Miko, toutes les sociétés introduites directement au 30 avril 1984 (au nombre de 25) bénéficient d'un tel contrat. Sur les 9 sociétés venant du marché hors-cote, seulement 2 n'en bénéficient pas. En revanche, sur les 16 venant du compartiment spécial du hors-cote, seulement 3 en bénéficient.

4) L'"animation" du titre:

En marge du contrat de liquidité, un patron d'entreprise familiale peut passer des ordres destinés à redresser le cours de son action: par exemple, si le cours passe en-dessous du cours

VARIATION DU COURS FIN 84 PAR RAPPORT AU PREMIER COURS COTE

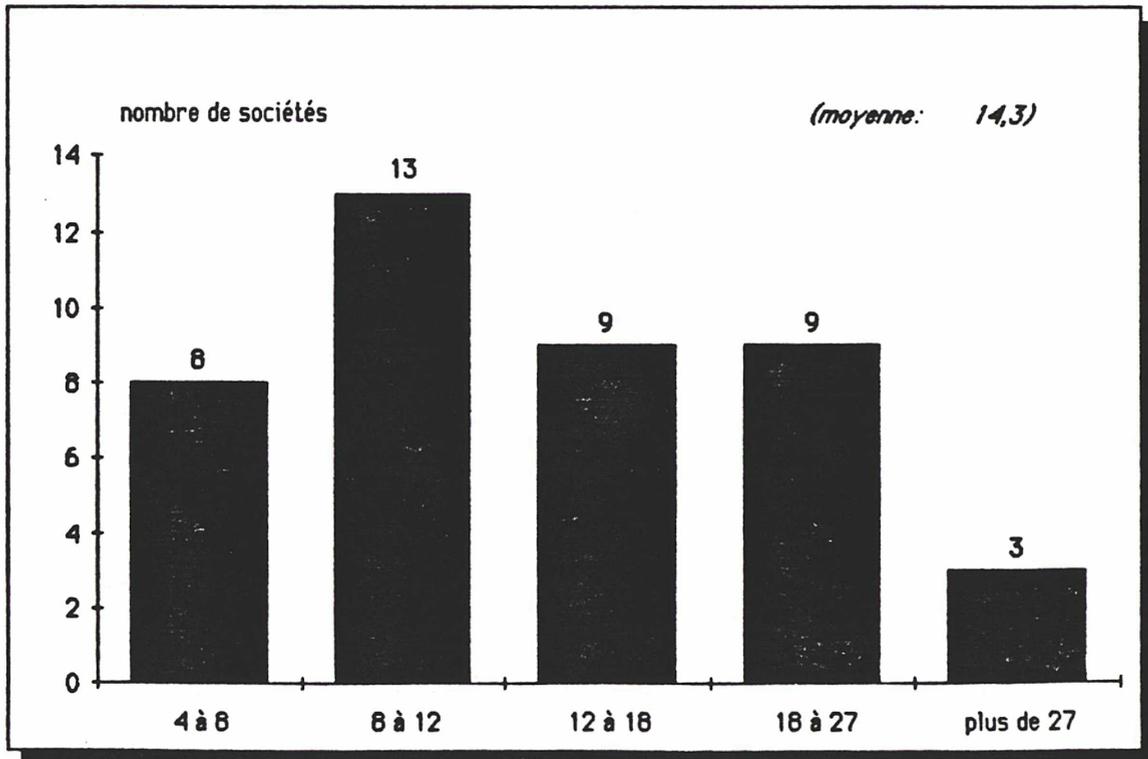


Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-25

PER ESTIME (AU COURS FIN 84)



Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE II-26

d'introduction (auquel il a vendu une partie de ses titres), il peut passer un ordre d'achat (assez important), qui fait remonter artificiellement le cours de part l'étroitesse du marché; il ne lui reste plus qu'à revendre progressivement ces titres, réalisant là une excellente affaire.

Un actionnaire privé peut aussi vendre quelques actions le dernier jour de bourse de l'année, de façon à faire baisser artificiellement le cours, puis au besoin racheter ces titres le premier jour de bourse de l'année suivante. L'économie réalisée sur l'IGF, qui est calculé en fonction du montant du dernier cours de l'année, rembourse largement la moins-value ainsi subie.

On peut généraliser ces comportements en pensant que les acteurs du syndicat de contrepartie ont la possibilité d'"animer" de cette manière le cours d'une action de façon à maintenir l'attention et l'intérêt des investisseurs.

5) Les transferts à la cote officielle:

Comme il a déjà été dit, 3 sociétés ont profité du second marché pour accéder à la cote officielle en 1983 et 1984:

- Sfernice à Paris en juillet 1983: cette société provenait du compartiment spécial du hors-cote, dont elle est la seule à avoir gagné la cote officielle depuis la création du second marché, ce qui confirme *a posteriori* l'échec de ce compartiment comme lieu de transition.

- Sodexho à Paris en mai et Salomon à Lyon en novembre: ces deux sociétés, dont la capitalisation boursière dépasse le milliard de francs, ont été admises à la cote officielle et inscrites au RM, dans la droite ligne de leur brillante "carrière" boursière. Le second marché a parfaitement joué son rôle d'"acclimatation" boursière de très belles sociétés.

6) Les radiations:

Une seule radiation a eu lieu à ce jour, celle de Novotel-SIEH à Paris en juillet 1984, transférée sur le hors-cote à la suite de son absorption par Accor. Cette société, provenant du compartiment spécial du hors-cote, avait été maintenue provisoirement sur le second marché.

Il semble cependant que la COB pourrait radier quelques sociétés en 1985, sociétés provenant du compartiment spécial du hors-cote et qui, au bout du délai de 3 ans, ne présentent plus les conditions requises pour la cotation sur le second marché (marché pas assez animé par exemple).

F) LES OBLIGATIONS:

Les textes portant création du second marché prévoient que les sociétés qui y sont cotées peuvent y émettre aussi des emprunts obligataires.

Cette possibilité a été jusqu'à présent peu utilisée:

- Emission à Paris en mars 1983 par Sodexho d'un emprunt de 29,7 MF de capitalisation boursière à la fin de l'année, ce qui est infime devant les 12,6 MdF levés par les sociétés privées sur la cote officielle. Les transactions ont porté en 1983 sur 164 MF, soit 11% des transactions d'actions sur le second marché parisien. Lors du transfert au RM des actions de Sodexho en mai 1984, cet emprunt a été inscrit à la cote officielle.

- Emission à Nancy en décembre 1984 par la SFEC d'un emprunt de 11 MF de capitalisation boursière à la fin de l'année.

Les textes prévoient aussi que des sociétés non cotées au second marché peuvent demander à la COB de pouvoir y émettre des emprunts:

- soit s'ils sont de faible montant et ont fait l'objet d'une note d'information.

- soit s'ils sont réservés lors de leur émission à des investisseurs institutionnels.
Cette possibilité n'a pas encore été utilisée.

Il ne faut pas s'étonner de la quasi-absence d'obligations sur le second marché: il n'a pas été créé pour cela. Quand il s'agit d'un montant inférieur à une centaine de millions de francs, les banquiers préfèrent en général faire un prêt plutôt que de mettre sur pied l'opération d'émission d'un emprunt obligataire.

On peut même envisager l'émission de titres participatifs sur le second marché: il suffit que la COB l'accepte.

G) LES VALEURS ETRANGERES:

Les textes prévoient que le second marché peut accueillir à titre temporaire (durée fixée par la COB) des sociétés étrangères, qui possèdent les caractéristiques nécessaires à leur inscription à la cote officielle (niveau de développement important et cotation dans leur pays d'origine), mais ne remplissent pas encore toutes les conditions requises.

L'inscription à la cote, qui intervient après autorisation ministérielle, est subordonnée aux engagements suivants:

- les uns pris par la société en matière d'information et de contrôle des comptes.
- les autres pris par la banque introductrice, tendant à la diffusion sur le marché français dans un délai de 3 ans d'une fraction de capital de la société pour une valeur d'au moins 10 MF.

Trois sociétés étrangères, provenant du compartiment spécial du hors-cote étaient cotées sur le second marché de Paris en 1983: Far East Hotels, Sarakreek et Rodamco, totalisant une capitalisation boursière de 4,6 MdF, ce qui est infime devant les 5306 MdF des actions étrangères de la cote officielle. Le volume des transactions fut de 151 MF en 1983, soit 10% de celui des actions françaises du second marché.

En 1984, une société norvégienne, Scanvest Ring était introduite en décembre, tandis que Rodamco gagnait la cote officielle en janvier. La capitalisation boursière en fin d'année tombait à 2,0 MdF et le volume des transactions à 39 MF, soit 1,2% de celui des actions françaises du second marché.

Ces chiffres confirment le rôle secondaire et provisoire de la cotation des valeurs étrangères sur le second marché.

H) COMPARAISON AVEC L'USM:

On a vu au chapitre I que les conditions d'accès à l'USM ressemblent fortement à celles du second marché: il est donc intéressant de faire un bilan comparatif de ces deux marchés, d'autant plus que Londres constitue une référence mondiale en matière financière.

1) Les méthodes d'introduction:

Il y a trois techniques d'introduction sur l'USM:

- L'introduction (introduction), qui est en fait un simple transfert du hors-cote pour les sociétés dont 10% du capital est déjà diffusé dans le public.
- Le pré-placement (placing), qui n'est permise que si la valeur des titres ainsi placés n'excède pas 3 millions de livres (soit environ 35 MF) et si la capitalisation boursière estimée n'excède pas 15 millions de livres (soit environ 175 MF). L'intermédiaire placeur doit proposer au minimum le

quart des titres aux "jobbers", afin que ceux-ci puissent alimenter le marché lors de la première cotation.

- La mise en vente (offer for sale) est réservée en pratique aux grosses valeurs et devient obligatoire quand le pré-placement n'est pas permis. L'usage veut que la mise en vente soit précédée d'une prise ferme de titres par un intermédiaire (underwriter). Il convient de distinguer deux variantes: l'offre publique (public offer), où le prix est prédéterminé, et la procédure de soumission (tender), où seul un prix minimum est indiqué. Le coût élevé de cette procédure tend à en raréfier l'usage.

2) Bilan:

Il y avait 260 sociétés cotées sur l'USM à la mi 1984, ce qui donne un rythme moyen de 75 introductions par an, soit environ deux fois plus que sur le second marché français.

La capitalisation boursière moyenne par société s'élève à 10 millions de livres (soit environ 110 MF) à la fin 1984, soit près de 3 fois moins que sur le second marché (318 MF). Il y a cependant une grande hétérogénéité, les capitalisations boursières s'échelonnant entre 0,3 millions de livres et 196 millions de livres (en France de 16 MF à 2800 MF).

Il y a donc beaucoup plus de petites valeurs sur l'USM que sur le second marché: la capitalisation boursière à l'introduction est dans environ 45% des cas comprise entre 1 et 5 millions de livres, dans environ 25% entre 5 et 10 millions de livres et dans environ 20% supérieure à 10 millions de livres.

En revanche, le flottant relatif est bien plus important qu'en France: la figure II-27 donne le pourcentage mis à la disposition du public lors de l'introduction. A signaler deux valeurs dépassant les 50% (70% et 87%).

Un calcul rapide montre que les capitaux offerts au public sont de l'ordre de ceux offerts en France, voire un peu inférieurs.

Et il se passe le même phénomène qu'en France à l'introduction: la figure II-28 donne l'écart entre le premier cours coté et le prix offert. A noter la complémentarité de la distribution avec les valeurs du second marché: il y a deux groupes de valeurs, celles qui sont peu spéculatives (moins de 20% de hausse) et celles qui sont très spéculatives (plus de 40% de hausse, y compris jusqu'à plus de 100%, ce qui ne s'est pas vu en France). Il n'y a quasiment pas de corrélation avec la valeur des capitaux offerts au public.

De même, malgré le dynamisme des intermédiaires financiers, le marché reste structurellement étroit. Pour environ un tiers des sociétés cotées, les transactions quotidiennes sont pratiquement inexistantes. Pour les autres, l'essentiel de l'activité prend cependant place dans les quelques jours qui suivent l'introduction: il semble que 70% du "papier" émis change de main le premier jour et 10% le second.

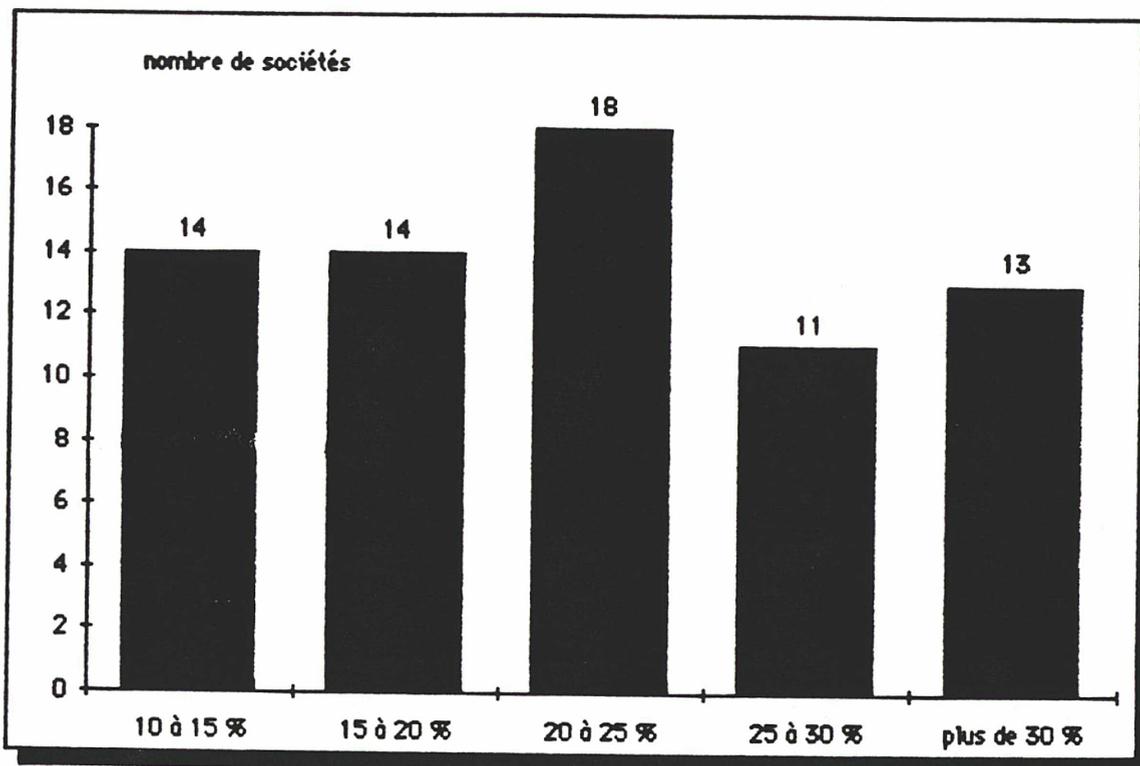
Malgré tout, l'USM reste plus actif que le second marché: les transactions en 1982 (deuxième année d'existence) se sont élevées à 619 millions de livres (soit environ 7 MdF), à comparer aux 4,3 MdF du second marché en 1984.

Par conséquent, les valeurs sont aussi chères qu'en France, voire un peu plus comme le montre la figure II-29. Il n'y a quasiment pas de corrélation avec la valeur des capitaux offerts au public ou avec l'augmentation du cours à l'introduction.

On note une tendance à l'institutionnalisation du marché: le rythme des introductions rend impossible une information réellement satisfaisante des actionnaires et contribue, comme l'étroitesse du marché, à accroître le risque des petits porteurs, face aux institutionnels, disposant de moyens d'information importants.

A la mi 1983, dix sociétés avaient gagné la cote officielle. Notons à l'inverse le caractère risqué du marché: à la mi 1983, les titres de deux sociétés étaient suspendus depuis plusieurs mois, et trois

POURCENTAGE DU CAPITAL OFFERT LE JOUR DE L'INTRODUCTION SUR L'USM

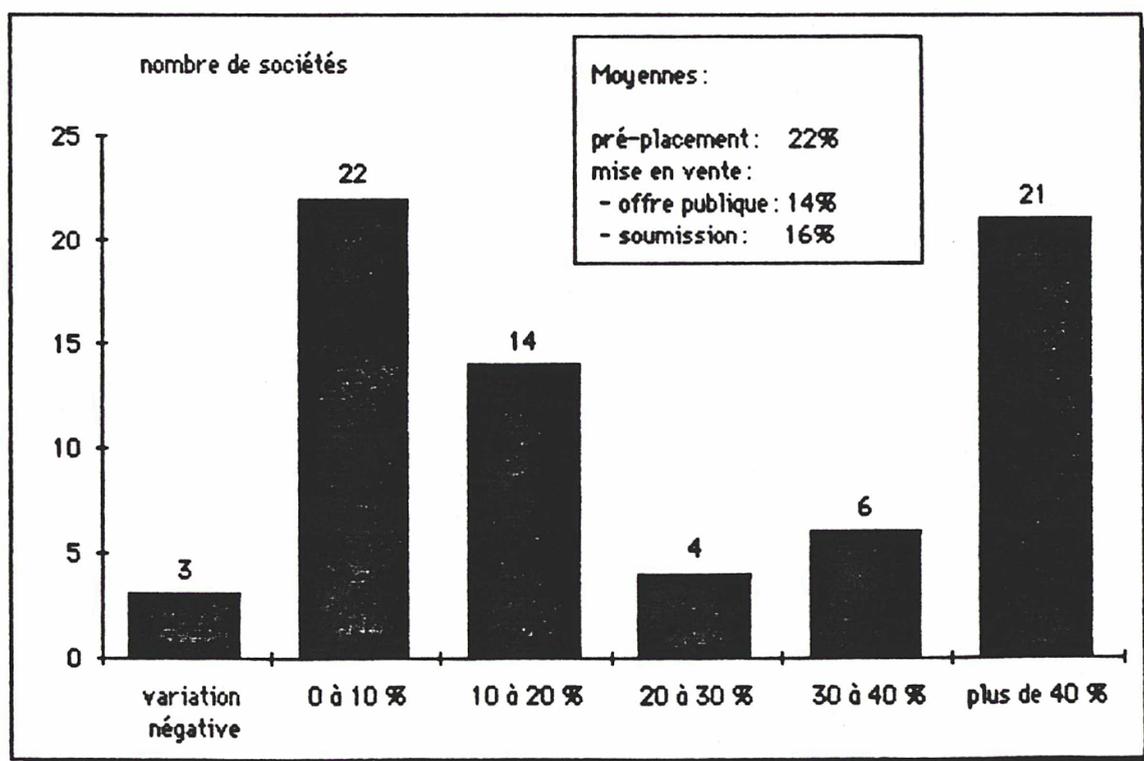


Echantillon: 70 valeurs de l'USM en sept. 83

Source: Analyse Financière

FIGURE II-27

VARIATION EN % DU PREMIER COURS COTE PAR RAPPORT AU PRIX OFFERT (USM)



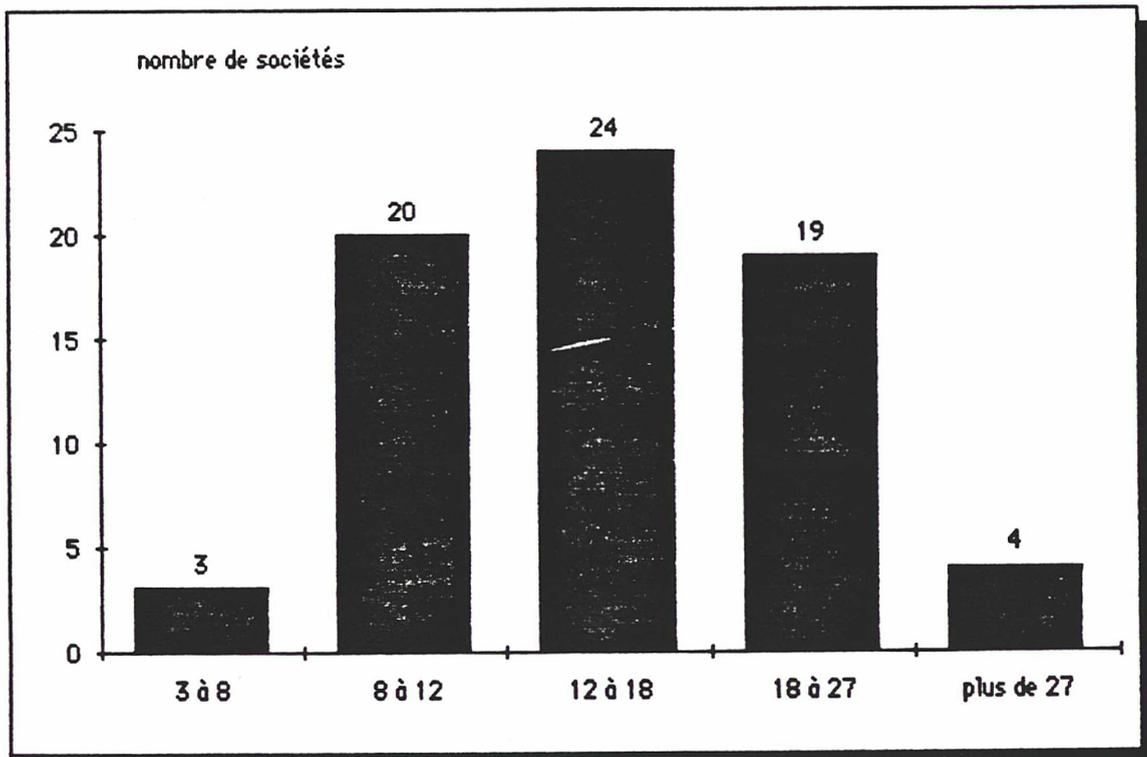
Moyennes:
 pré-placement: 22%
 mise en vente:
 - offre publique: 14%
 - soumission: 16%

Echantillon: 70 valeurs de l'USM en sept. 83

Source: Analyse Financière

FIGURE II-28

PER ESTIME SUR L'USM EN SEPTEMBRE 1983



Echantillon : 70 valeurs de l'USM en sept. 83

Source : Analyse Financière

FIGURE II-29

sociétés avaient été radiées à la suite de graves difficultés. Enfin, certaines sociétés ont subi une baisse de leurs cours d'au moins 50% depuis leur introduction.

Malgré un bilan largement positif, il ne faut donc pas perdre de vue que l'USM est un marché à vocation spéculative et à risques élevés, plus encore que le second marché.

oooooooooooooooooooo

CONCLUSION:

Ce chapitre a essayé de faire le point sur l'aspect purement boursier du second marché, et nous verrons dans les chapitres suivants ses conséquences économiques.

Mais on peut d'ores et déjà formuler quelques remarques.

1) Les différentes techniques d'introduction employées ont un effet certain sur la variation des cours pendant la phase d'introduction, mais aucune ne se révèle vraiment appropriée pour faire face au déséquilibre entre l'offre et la demande.

Nous pensons qu'il n'y a pas de "technique miracle", et qu'il vaudrait mieux éviter le battage publicitaire fait à chaque introduction, le plus souvent beaucoup trop tôt. Il faudrait donc que les autorités boursières imposent le secret et interdisent la publicité dans les deux semaines précédant l'introduction.

Une autre mesure pourrait être un blocage effectif des fonds correspondant aux demandes pendant les quelques jours précédant l'introduction.

2) En France, les agents de change sont chargés d'effectuer les transactions. On pourrait élargir leur rôle au "marketing des actions", voir employer d'autres intermédiaires, de façon à ce qu'ils cherchent la contrepartie, en "faisant du porte à porte", à l'instar des brokers britanniques, pour échanger les titres.

Cependant en France, la simultanéité de la cotation et du placement des titres est très appréciée.

3) Quoiqu'en disent certains, la COB a un rôle à jouer sur la Bourse, et plus particulièrement sur le second marché: la meilleure preuve est que les Anglais, à qui nous n'avons rien à apprendre en matière de finance, étudient la possibilité de se doter d'un organisme similaire à la COB.

Il faudrait que, malgré son rôle effacé sur le second marché au moment de l'introduction, la COB passe des paroles (bulletin mensuel de février 1985) aux actes. La crédibilité du second marché (voire de la cote officielle) doit passer par la radiation des sociétés qui ne remplissent plus les conditions d'inscription (flottant trop étroit, transactions trop faibles, mauvais résultats, etc.). Il n'y a en effet actuellement aucune procédure de radiation systématique de la cote.

Ce problème, lié à l'habitude prise par les établissements financiers de n'introduire sur le second marché que de très "belles" sociétés, est à rapprocher de celui de l'emploi et des licenciements: si un chef d'entreprise ne peut pas licencier ses mauvais employés, il y regardera à deux fois avant d'embaucher quelqu'un.

4) En particulier, il nous semble indispensable de faire respecter les engagements pris par les sociétés en matière d'information, ce qui est encore loin d'être le cas, comme une visite aux services de documentation de la COB ou de la CSAC suffit à le prouver.

5) Il faudrait pour le second marché de Paris un vrai groupe de crieur, comme le suggérait la commission Dautresme, voire une cotation informatique comme sur l'OTC. La cotation actuelle du second marché, qui a lieu dans les combles du Palais Brongniart, par casiers avec des petits papiers tenant dans le creux de la main, ne contribue pas à l'animation de ce marché.

En province en revanche, du fait du petit nombre de valeurs cotées, la cotation du second marché a lieu à la corbeille-même.

oooooooooooooooooooooooooooo

CHAPITRE III

LE SECOND MARCHÉ

DEUX ANS APRES

INTRODUCTION:

Après avoir présenté au chapitre précédent l'aspect boursier du second marché, nous nous pencherons dans ce chapitre sur l'aspect microéconomique de ce marché: quelles sociétés y sont cotées? pourquoi accède-t-on à la cote du second marché? quelles sont les conséquences de celui-ci pour la communauté financière.

Il faudra tempérer nos observations par la jeunesse du second marché (il n'a que deux ans et l'échantillon des 72 sociétés cotées y est encore petit) et par la présence depuis la création de ce marché d'un environnement boursier favorable:

- Les nationalisations de sociétés cotées ont apporté, comme nous l'avons vu au chapitre précédent, 43 MdF aux anciens actionnaires, tout en diminuant la capitalisation boursière d'environ 20%.

- Depuis la loi Monory, puis la loi sur les CEA, plusieurs milliards de francs sont drainés chaque année vers la Bourse.

- La loi Quillot a eu un impact sur la Bourse en entraînant la baisse de l'immobilier de rapport.

- La hausse du dollar par rapport au franc a permis d'attirer en France, et notamment en bourse, des capitaux américains. Elle a aussi amélioré les performances à l'exportation des entreprises françaises, ce qui a aussi contribué à la hausse de la Bourse.

I) QUELLES SONT LES ENTREPRISES COTEES SUR LE SECOND MARCHÉ?

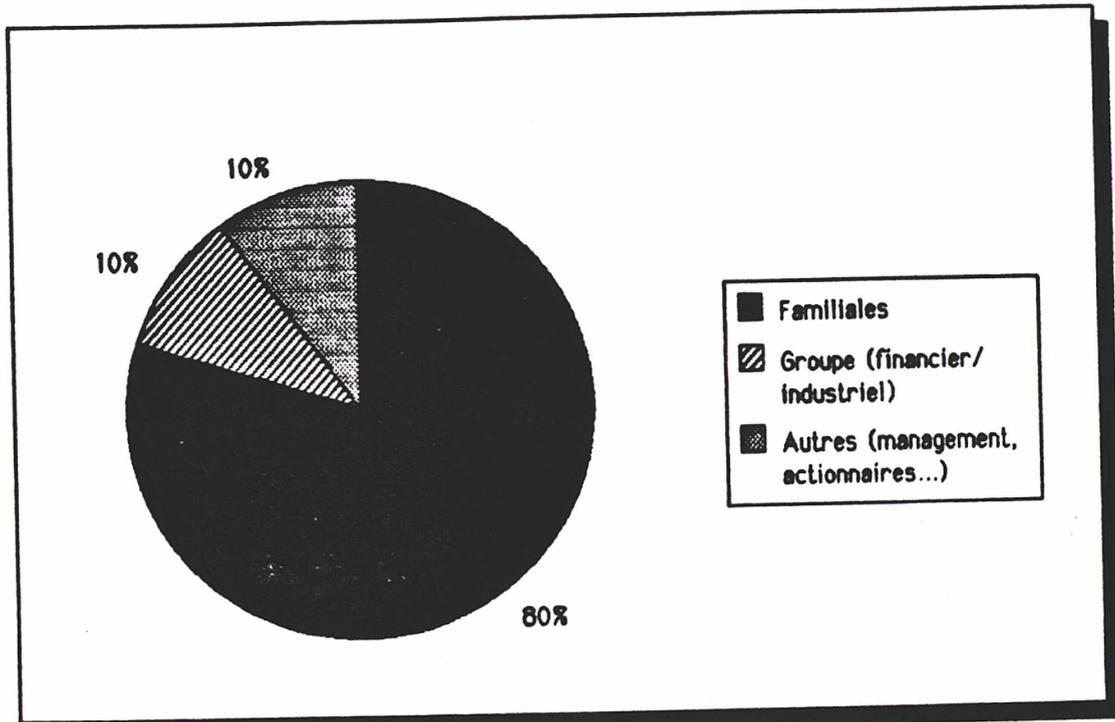
Nous allons voir que le "portrait robot" est celui d'une entreprise familiale dans un secteur traditionnel, en excellente santé, tant commerciale que financière, et dont les problèmes éventuels de pérennité sont déjà résolus.

A) DES ENTREPRISES FAMILIALES DANS DES SECTEURS TRADITIONNELS:

La figure III-1 montre qu'il s'agit aux 4/5 d'entreprises familiales: le capital est aux mains du chef d'entreprise ou de sa famille.

Il ne faut donc pas s'étonner, comme l'indique la figure III-2, que la moitié de ces entreprises aient été créées avant-guerre. Seulement une entreprise sur cinq a moins de 25 ans.

STRUCTURES DU CAPITAL



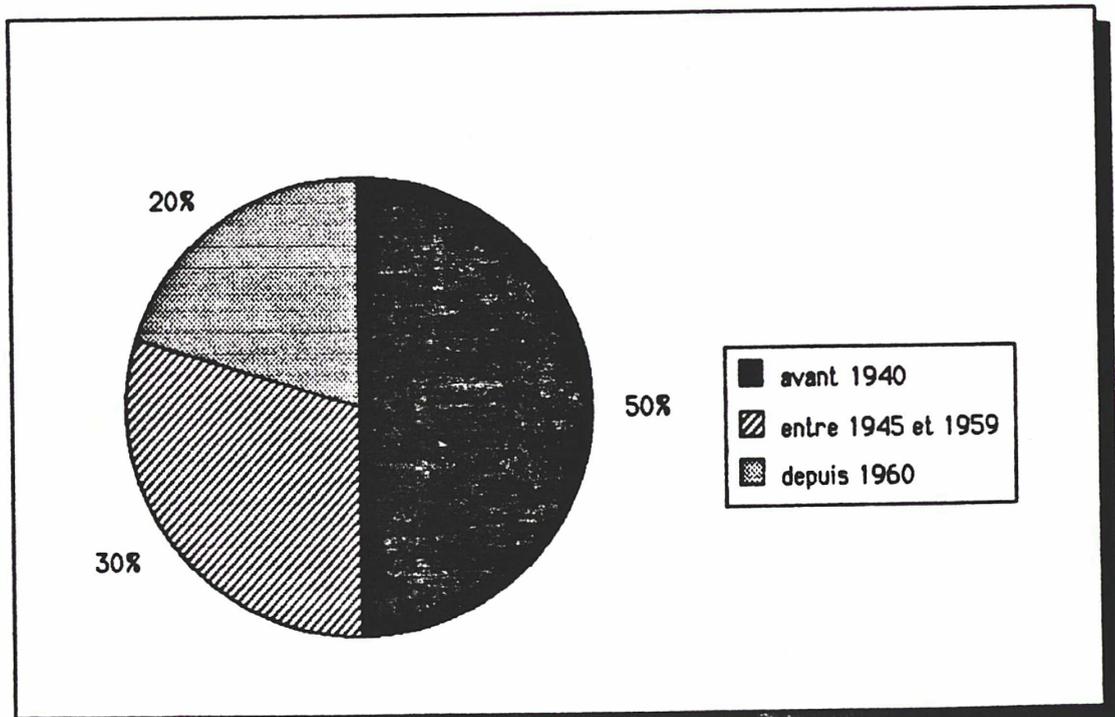
Echantillon: 39 introductions nouvelles

(34 ind. & 5 fin.)

Source: PCI

FIGURE III-1

DATE DE CREATION



Echantillon: 34 introductions nouvelles

Source: PCI

FIGURE III-2

Bien qu'elles aient été fondées depuis de nombreuses années, ces entreprises restent de taille moyenne: d'après la figure III-3, environ la moitié d'entre elles ont un chiffre d'affaires inférieur à 350 MF. Il y a cependant peu de petites sociétés (chiffre d'affaires inférieur à 100 MF), mais en revanche un certain nombre d'assez grosses sociétés (chiffre d'affaires supérieur à 1 MdF).

Tous ces facteurs expliquent la prépondérance des secteurs traditionnels qu'illustre la figure III-4, avec 73% de sociétés industrielles. La part du textile est révélatrice d'un secteur traditionnel ayant réussi à s'adapter à la crise.

La quasi-absence de haute-technologie surprend au premier abord. Une explication pourrait être le caractère fortement capitalistique de ce secteur: en l'absence d'un capital-risque développé, ces entreprises ne pouvaient jusqu'à présent trouver les fonds propres nécessaires à leur croissance sans se vendre à un grand groupe. Nous étudierons dans le chapitre IV les conséquences de la création du second marché sur le développement du capital-risque.

Une comparaison avec la Grande-Bretagne, où le capital-risque est bien plus développé qu'en France, montre que l'USM comporte relativement plus de sociétés de haute-technologie que le second marché (voir la figure III-5). Toutefois, bien que la moitié des sociétés soient industrielles, on trouve sur l'USM des sociétés aussi diverses que des aliments pour animaux, des agences de voyage, des agences de relations publiques, des entreprises de nettoyage, de sanitaire et ... Miss Monde!

Plus près de nous, la cote officielle de Paris ne comporte que 47% de sociétés industrielles, parmi lesquelles 16% d'industries lourdes (voir la figure III-6). Le textile ne représente que 1,4%, le matériel électrique et électronique 3,6%, l'aéronautique et l'espace 1,6%, l'automobile 1,6%, la pharmacie 1,2%...

La cote officielle est représentative d'un "tissu" boursier qui ne s'est pas renouvelé depuis de nombreuses années; le renouvellement est en train de s'opérer par le biais du second marché, qui manque encore cependant de valeurs de haute-technologie.

B) DES SOCIÉTÉS EN BONNE SANTÉ:

1) Santé commerciale:

Plus de la moitié des sociétés ont connu depuis 3 ans une croissance annuelle du chiffre d'affaires supérieure à 20%, et du bénéfice net courant supérieure à 30% (voir les figures III-7 et III-8): non seulement les entreprises du second marché sont à forte croissance, mais aussi leur productivité va croissant.

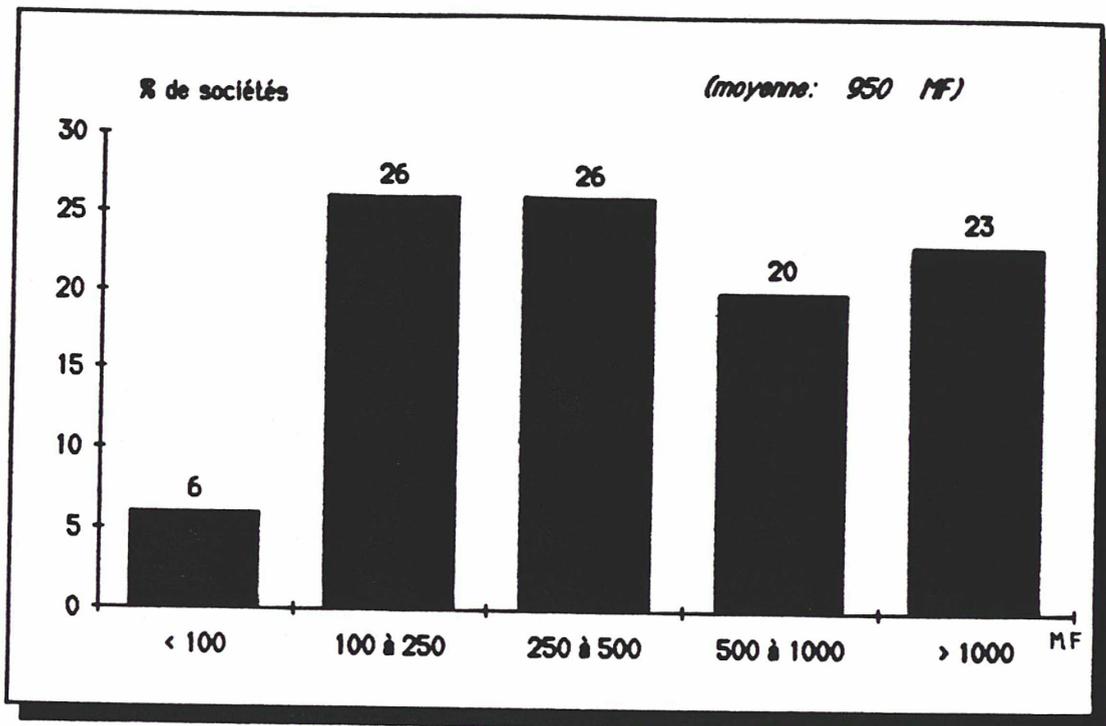
De plus, un croisement avec la taille montre que le bénéfice des petites entreprises (chiffre d'affaires inférieur à 250 MF) croît plus vite que celui des grosses.

Nous avons constaté que la quasi-totalité des sociétés du second marché font ou fournissent des produits finis (donc bénéficient d'un effet de marque), et que la plupart contrôlent leur distribution, directement ou indirectement (représentants, filiales de distribution, magasins, franchise, etc.). La figure III-9 montre en outre que plus de 40% des sociétés exportent plus du tiers de leur chiffre d'affaires.

Enfin ces sociétés dégagent des marges satisfaisantes: selon la figure III-10, près de 60% ont une marge nette supérieure à 4%, ce qui est bien supérieur à ce qu'on peut trouver sur la cote officielle.

La moyenne pondérée de la taille est de 3,9%, au lieu de 4,9%, ce qui prouve que les petites sociétés sont les plus rentables.

TAILLE (CA en MF)

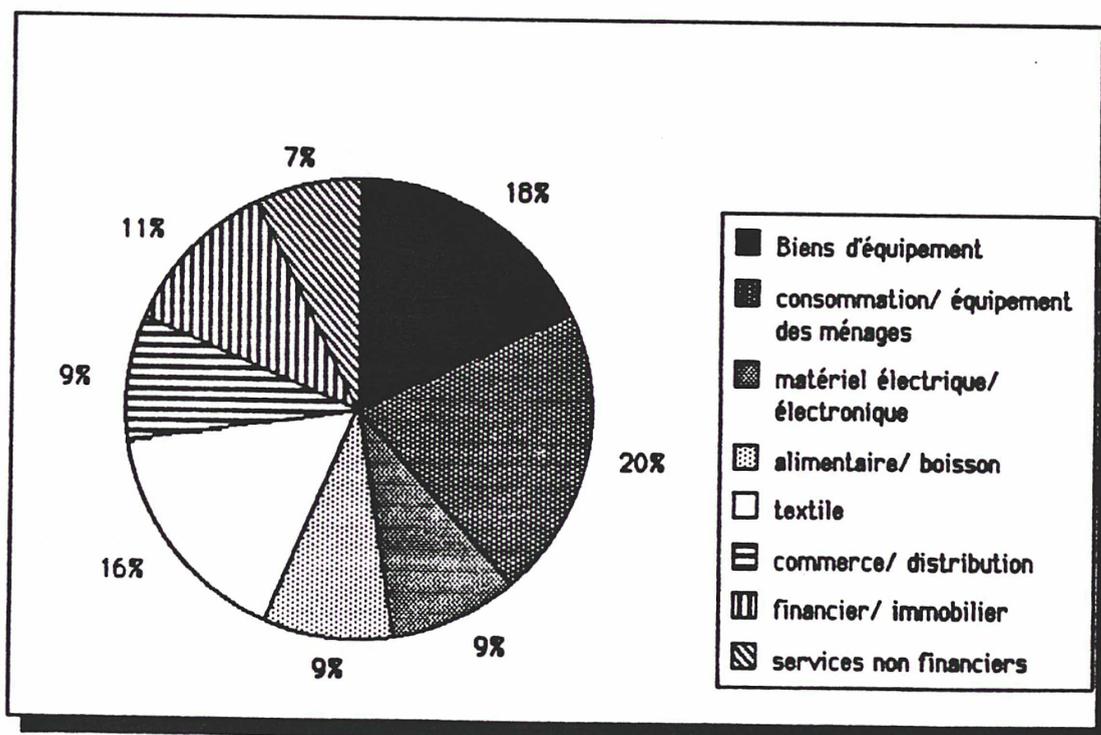


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-3

SECTEUR D'ACTIVITE

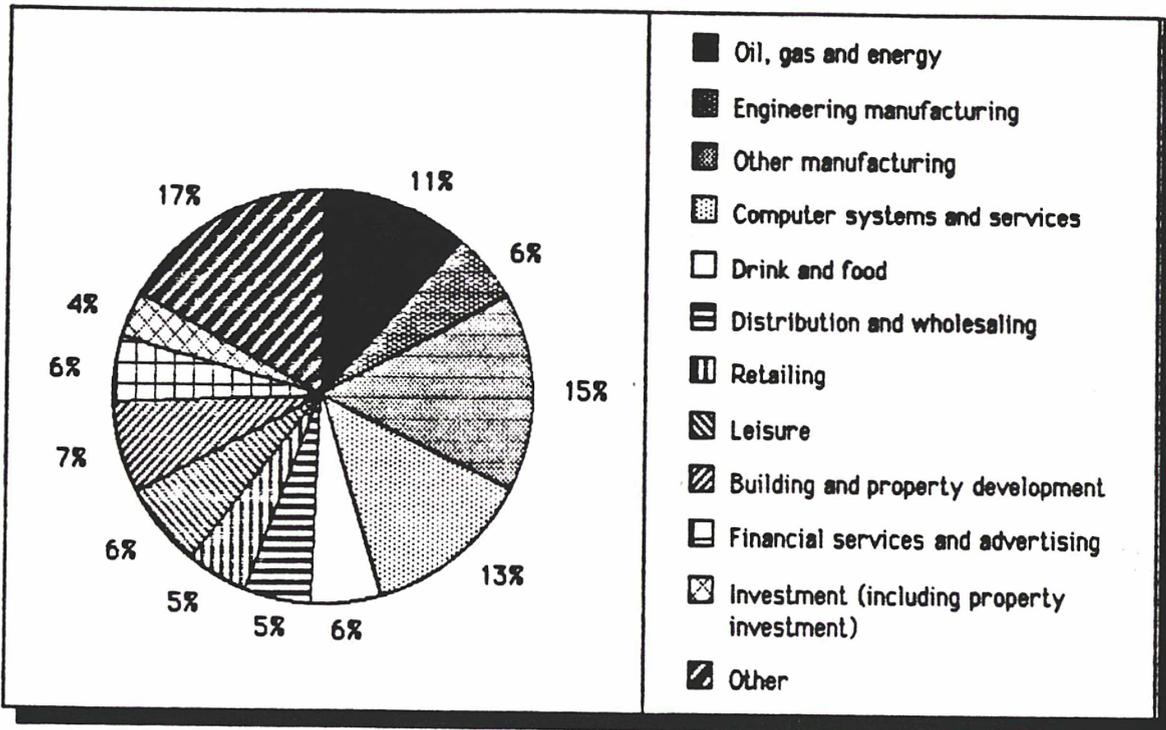


Echantillon: 44 introductions nouvelles

Source: PCI

FIGURE III-4

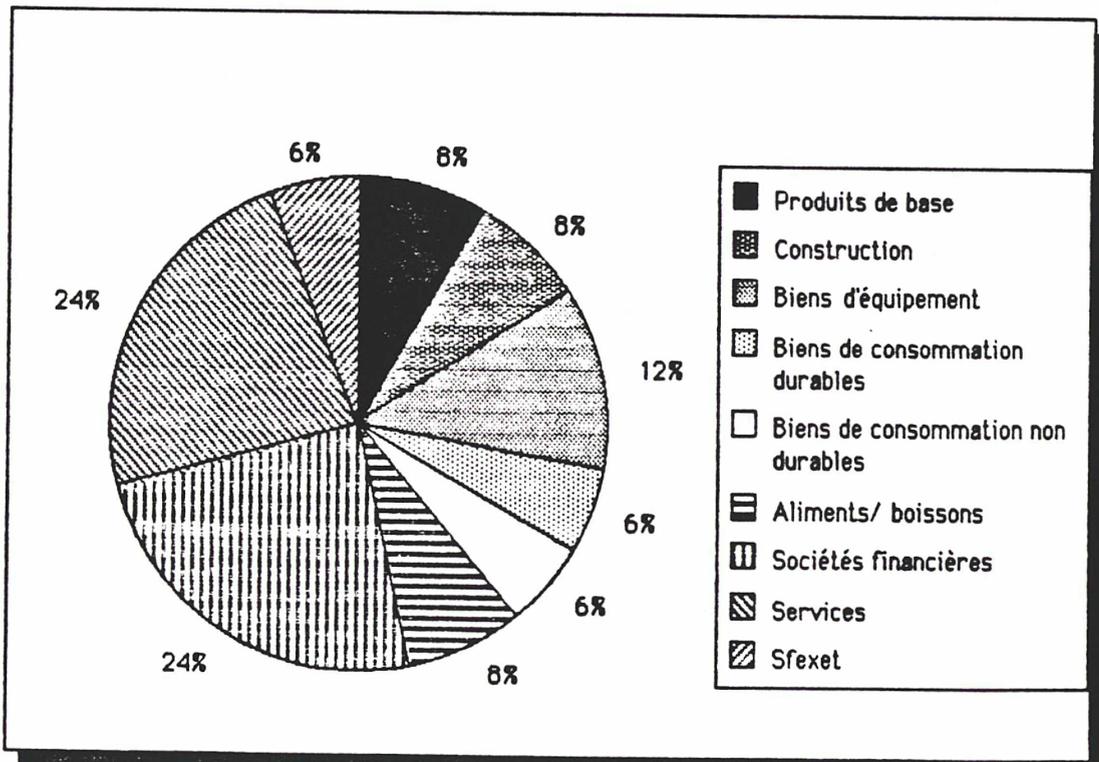
SECTEURS D'ACTIVITE SUR L'USM (NOVEMBRE 1983)



Source: Arthur Andersen

FIGURE III-5

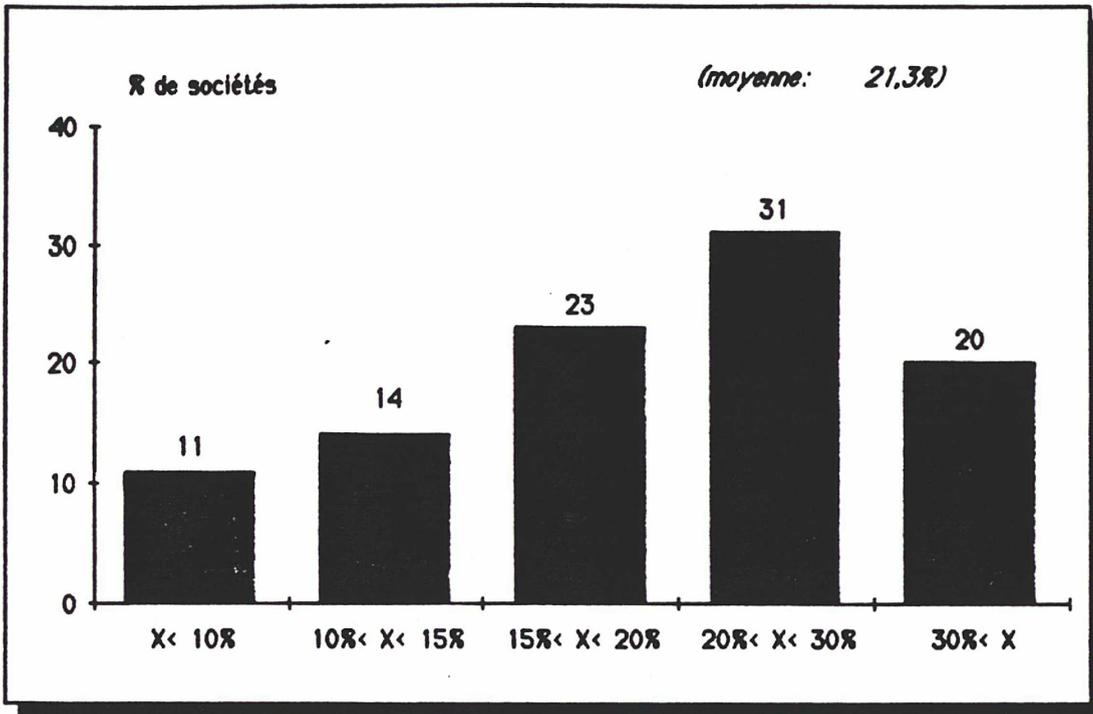
SECTEURS D'ACTIVITE SUR LA COTE OFFICIELLE EN 1984



Source: CAC

FIGURE III-6

CROISSANCE (moyenne annuelle sur 3 ans) du CA en %

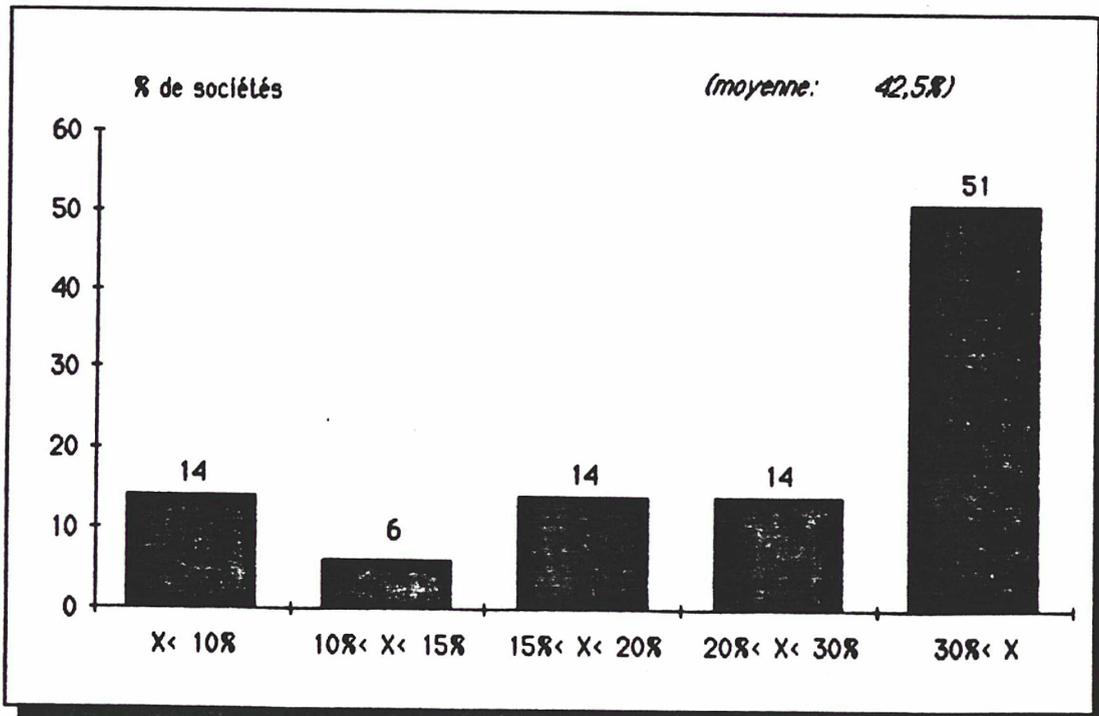


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-7

CROISSANCE (moyenne annuelle sur 3 ans) du BN courant en %

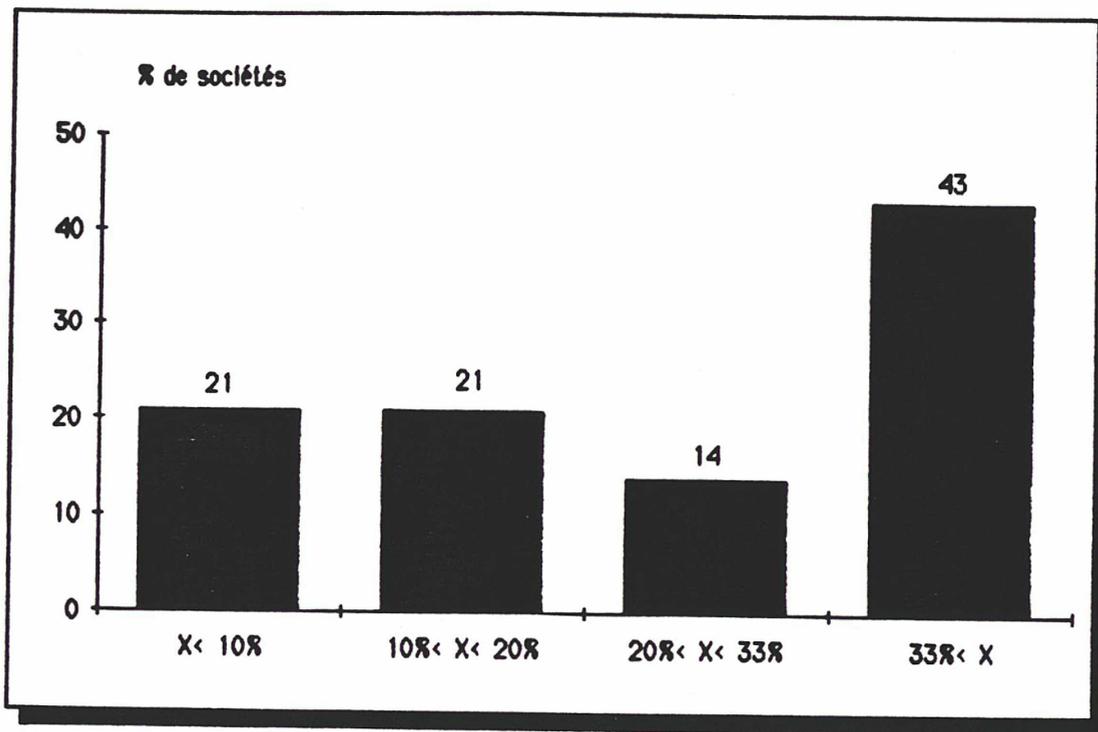


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-8

EXPORTATIONS EN % DES VENTES

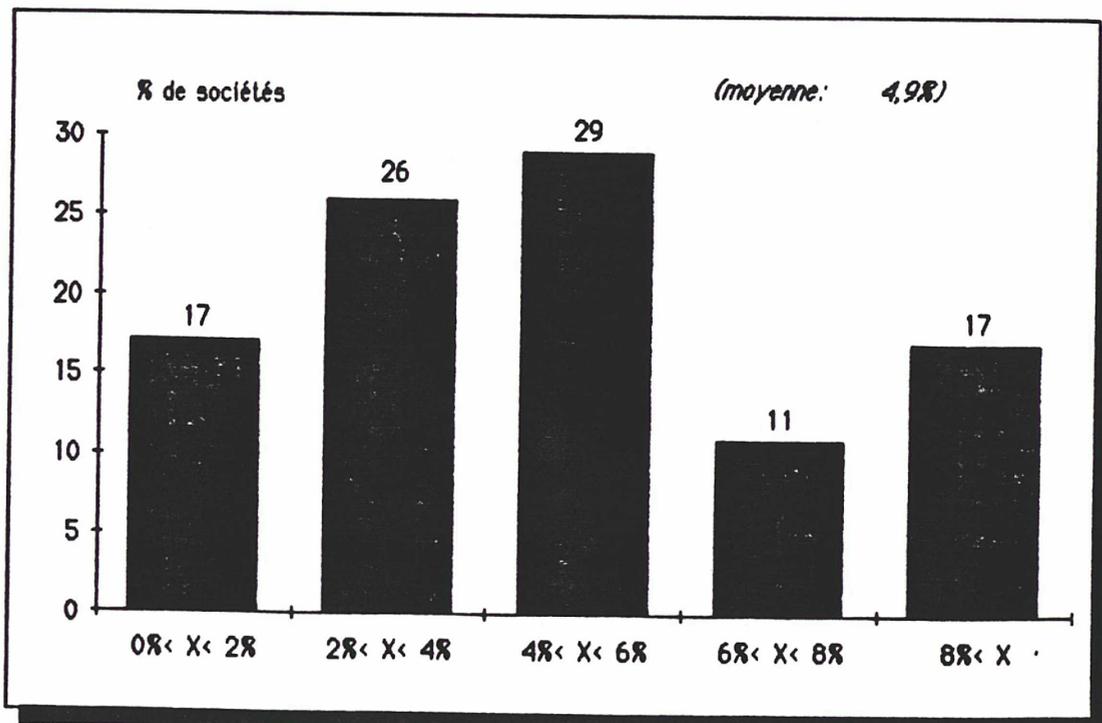


Echantillon: 28 introductions nouvelles

Source: PCI

FIGURE III-9

MARGES ($X=BN/CA$ en %)



Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-10

La figure III-11 montre de plus que le cash flow est important (en moyenne 7,5% du chiffre d'affaires), ce qui explique que la plupart de ces sociétés ont pu se développer par autofinancement. Nous allons voir en effet qu'elles sont en excellente santé financière.

2) Santé financière:

La structure financière des sociétés inscrites au second marché ferait assez souvent rêver un banquier par sa solidité.

Par exemple, la figure III-12 montre que dans plus de la moitié des cas, les frais financiers sont inférieurs à 2% du chiffre d'affaires, voire négatifs. Selon la figure III-13, dans 40% des cas, les dettes à long terme représentent moins de 20% des capitaux propres, et selon la figure III-14, dans 50% des cas, elles représentent moins d'un an de cash flow.

Notons cependant que certaines sociétés sont assez endettées: 12% ont des frais financiers supérieurs à 4%; les dettes à long terme sont dans 11% des cas supérieures à 40% des capitaux propres et dans 21% des cas supérieures à deux ans de cash flow.

La rentabilité des sociétés du second marché est tout-à-fait satisfaisante, notamment la rentabilité des capitaux permanents.

La figure III-15 montre que le bénéfice net courant dépasse dans plus de 30% des cas le quart du montant des fonds propres, et la figure III-16 montre que le cash flow dépasse dans plus de 40% des cas le quart des capitaux permanents.

Ces chiffres confirment que l'autofinancement a suffi à assurer la croissance de la plupart de ces sociétés.

C) LES PROBLEMES DE PERENNITE:

Le problème du remplacement de toute une génération de chefs d'entreprise (ceux de l'après-guerre) se pose à l'heure actuelle de façon cruciale dans environ la moitié des petites et moyennes entreprises de caractère familial. Ces entreprises reposent souvent sur les épaules d'un seul homme, dont le départ ou le décès pose des problèmes aigus. Il s'agit de problèmes de gestion (qui va reprendre en mains l'entreprise?) liés à des problèmes patrimoniaux (qui va racheter la part du capital qu'il détenait, notamment lorsqu'il n'a pas d'héritiers?).

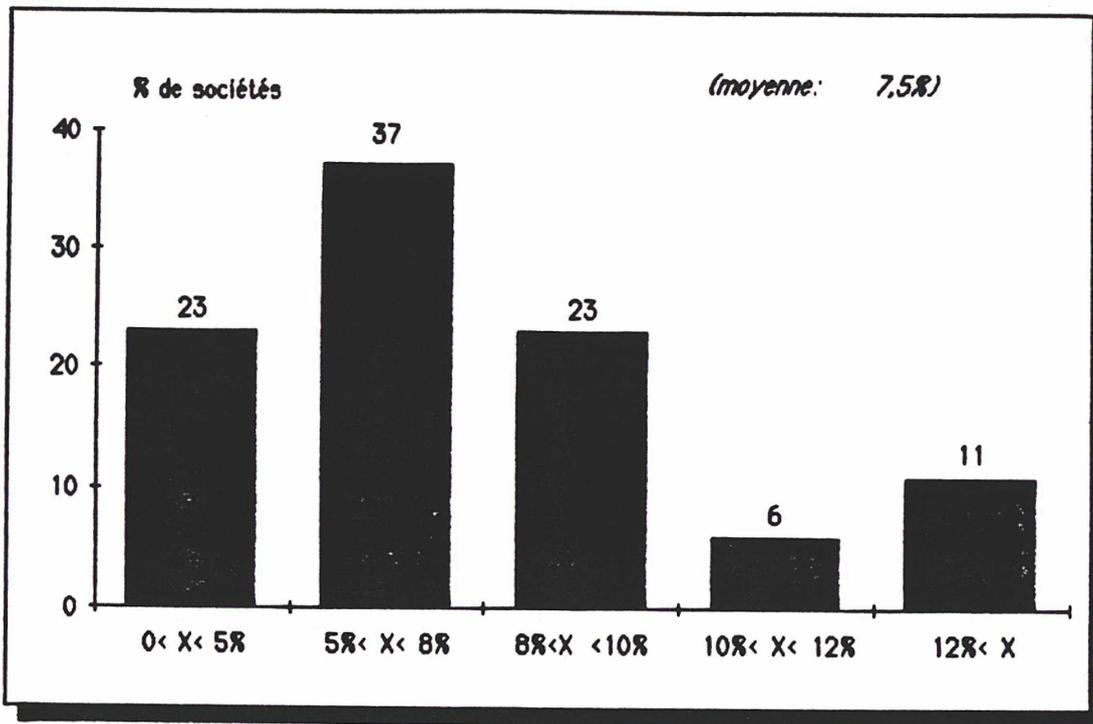
Ces problèmes se sont posés à la plupart des sociétés cotées sur le second marché, étant donné leur âge et leur caractère familial. Or, il était indispensable de les résoudre avant l'introduction sur le marché boursier, qui fait de l'entreprise une société à caractère public: une banque n'ira pas introduire une société tant que ces problèmes ne sont pas réglés.

L'introduction au second marché peut en revanche permettre de faciliter le problème du paiement des droits de succession en "liquéfiant" le patrimoine.

Ceci nous conduit à nous interroger sur les causes de l'introduction d'une société sur le second marché.

=====

MARGES ($X=CF/CA$ en %)

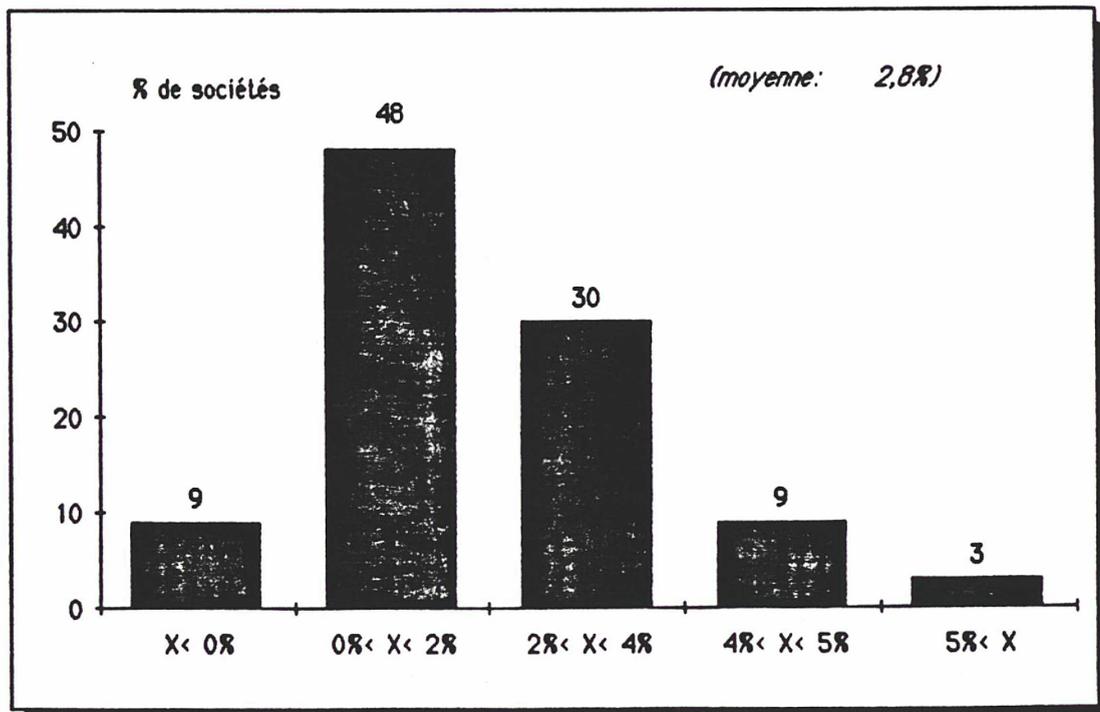


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-11

STRUCTURE FINANCIERE ($X=FF/CA$ en %)

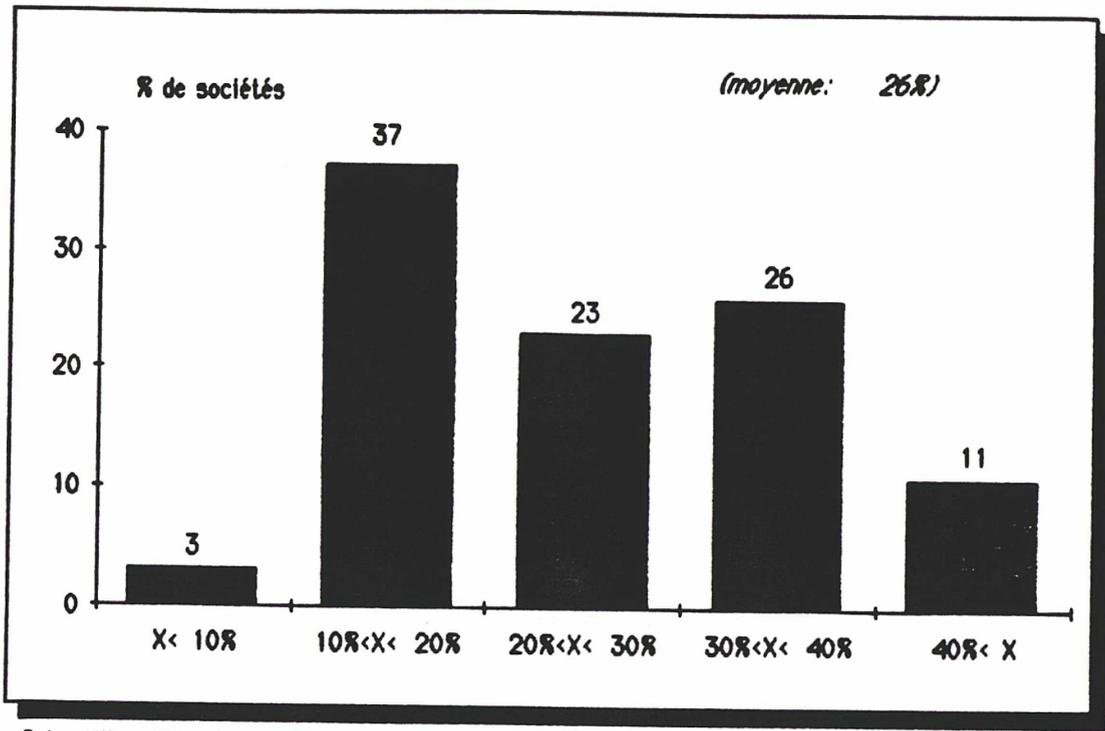


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-12

STRUCTURE FINANCIERE (X=DLT/CP en %)

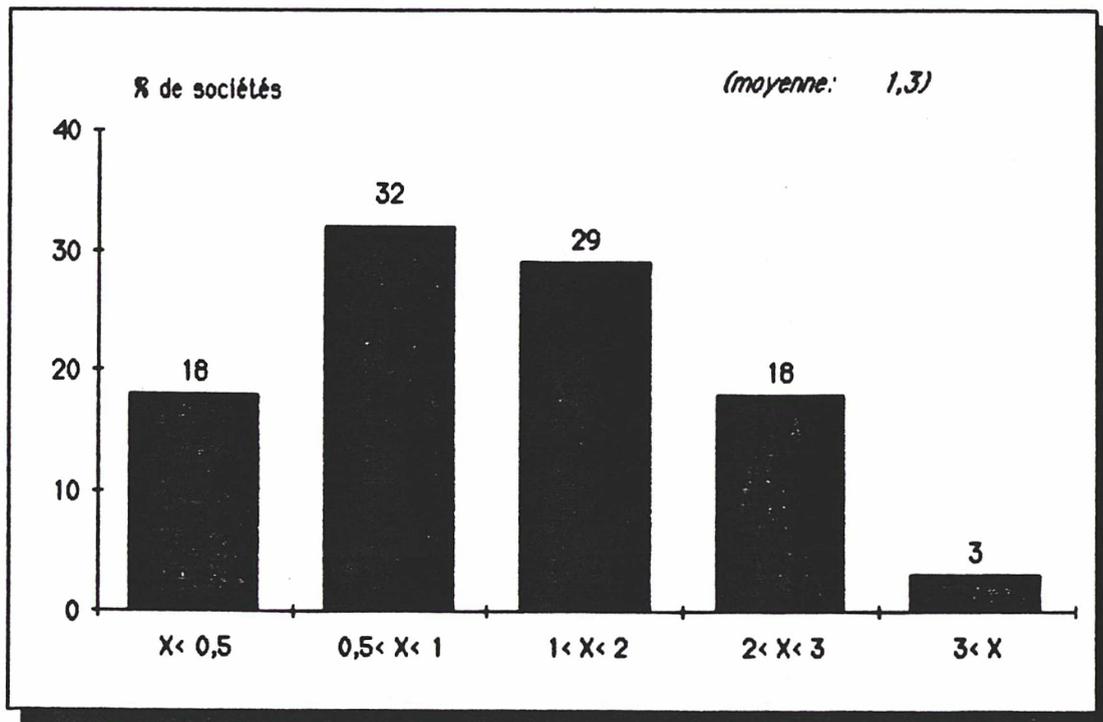


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-13

STRUCTURE FINANCIERE (X=DLT/CF)

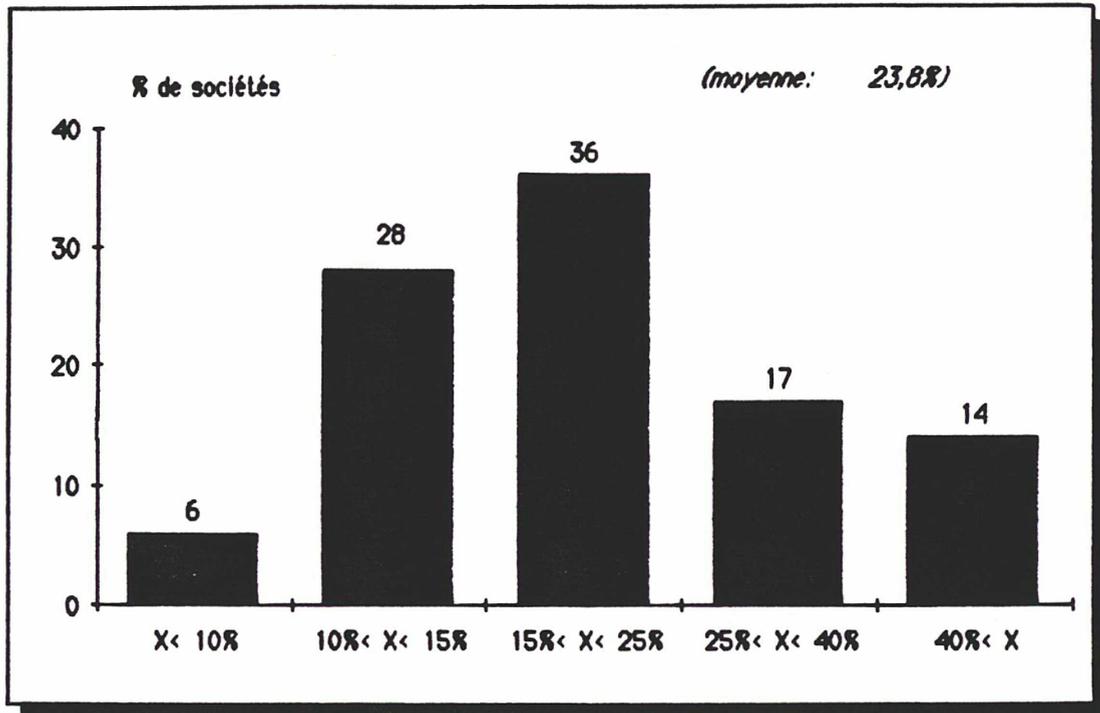


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-14

RENTABILITE (X=BN/FP en %)

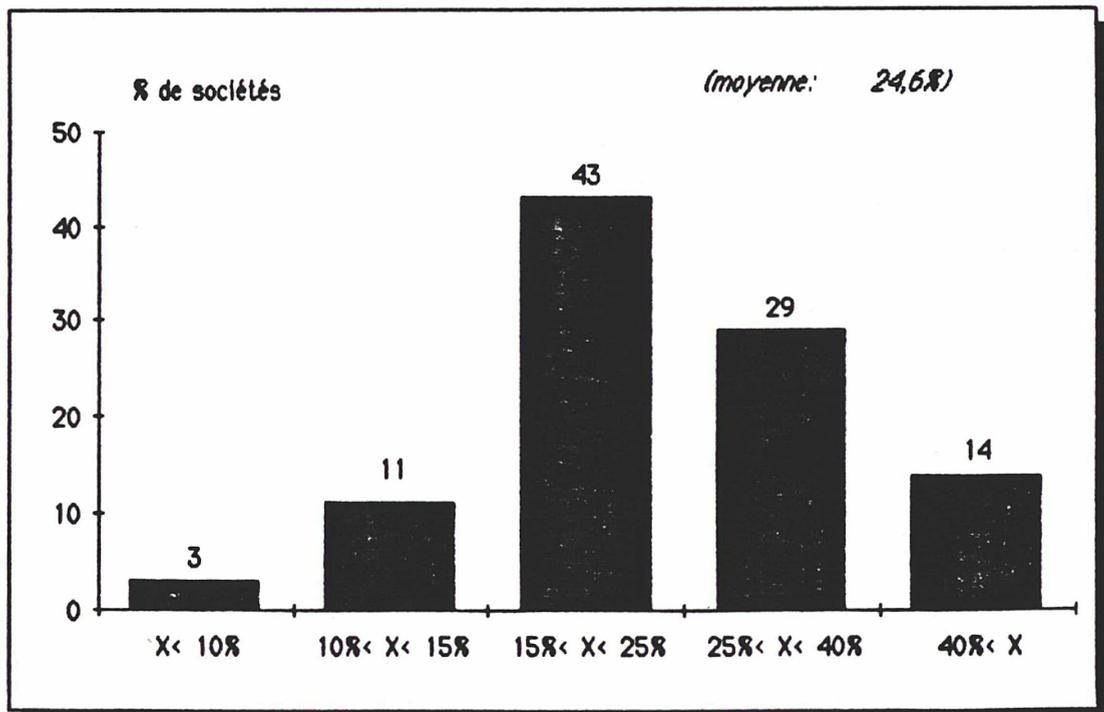


Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-15

RENTABILITE (X=CF/CP en %)



Echantillon: 36 valeurs du second marché

Source: PCI

FIGURE III-16

II) POURQUOI VA-T-ON SUR LE SECOND MARCHÉ?

La décision d'aller en Bourse est prise la plupart du temps par un ou plusieurs actionnaires, qui doivent obtenir l'accord des dirigeants (quand il ne s'agit pas des mêmes personnes) pour que la société puisse souscrire aux engagements requis par la COB.

Nous allons voir ce que l'introduction au second marché peut apporter aux actionnaires, aux dirigeants et à la société, et, parmi ces avantages, quels sont ceux qui ont motivé l'introduction. Nous ne perdrons pas de vue la fiscalité, qui joue un rôle prépondérant.

A) LES ACTIONNAIRES:

Ce sont eux généralement qui décident d'aller en bourse, pour vendre des titres, avec pour conséquence l'inscription de la société à la cote.

Des actionnaires ont eu dans certains cas envie de revendre tout ou partie de leur participation, soit pour se dégager (notamment les groupes financiers investisseurs), soit pour disposer d'argent.

Des actionnaires ont eu aussi parfois besoin de "liquéfier" le capital, en se ménageant un marché où ils peuvent négocier leurs titres:

- pour pouvoir en revendre une partie ultérieurement; par exemple, un chef d'entreprise peut disposer ainsi d'argent pour sa retraite.
- pour pouvoir payer l'IGF et les droits de succession.

Notons l'importance du cours de bourse comme référence fiscale, pour l'IGF, la taxation des plus-values et les droits de succession.

Bien souvent les actionnaires ont tendance à sous-évaluer leurs titres dans leur déclaration pour l'IGF. Aussi la référence fiscale que représente le cours en bourse peut constituer dans certains cas un frein à l'introduction, surtout de la part de certains actionnaires minoritaires qui ne peuvent bénéficier de l'exonération de l'IGF sur l'outil de travail (celle-ci n'est effective que si la participation dépasse 25%).

De plus, nous avons pu constater dans le chapitre précédent quelques effets pervers de cette référence fiscale: taxation des plus-values et techniques d'introductions, baisse des cours à la fin de l'année.

B) LES DIRIGEANTS:

L'introduction en bourse sera souvent pour les dirigeants d'une société familiale l'occasion d'apprendre à gérer de façon "capitaliste", en opposition à la gestion familiale. En particulier, le chef d'entreprise devra accepter de prendre du recul par rapport à la gestion de façon à pouvoir consacrer une grande partie de son temps à la politique d'information (réunions d'analystes financiers, conférences de presse, communiqués, etc.); certains ressentent cela comme une contrainte, d'autres, plus âgés, s'en accommodent car cela prépare leur retraite et leur succession.

Comme l'entreprise acquiert un certain caractère public, les dirigeants doivent être en mesure de rendre compte de leur action aux investisseurs boursiers, voire à la COB. Selon un de nos interlocuteurs, "au grand jour, on ne peut plus faire de facéties!".

A l'opposé, l'introduction en bourse permet de ne plus "avoir la famille sur le dos": la présence de tiers dans le capital permet aux dirigeants de ne plus avoir à faire payer par l'entreprise les

"services" demandés par les autres actionnaires familiaux (peinture du garage, voiture, etc.). Cet avantage constitue une des motivations secondaires de l'introduction.

Il ne faut pas négliger non plus l'effet de mode et les expériences de chefs d'entreprises déjà cotées, qui peuvent aussi motiver l'introduction.

Enfin, la fiscalité joue un rôle de plus en plus important, avec le développement des formules de participation du personnel.

Distribution gratuite d'actions aux salariés (loi du 24 octobre 1980):

La figure III-17 fait le bilan au début 1982 sur les sociétés inscrites à la cote officielle: la distribution a effectivement eu lieu dans 25% des cas.

Cette proportion est sans doute bien plus importante sur le second marché où, deux ans après sa création, la possibilité de distribuer des actions gratuites aux salariés devient souvent une des principales motivations de l'introduction.

En effet, cette mesure permet d'augmenter les rémunérations des salariés sans grèver la masse salariale et en étant totalement défiscalisée. En outre, elle peut contribuer à un meilleur climat social.

Mécanismes d'option d'achat d'actions (loi du 31 décembre 1970):

Ce système donne aux salariés, notamment aux cadres, la possibilité de souscrire ou d'acheter les actions de la société, et donc d'être associés plus étroitement aux résultats de la société. La différence entre la valeur de l'action le jour de l'acquisition et le prix de souscription ou d'achat constitue un complément de salaire, exonéré de l'impôt sous certaines réserves.

Cette formule a rencontré beaucoup moins de succès qu'aux Etats-Unis, car elle est appliquée de façon très contraignante. Son régime fiscal est peu incitatif et son champ d'application est trop étroit: par exemple elle ne peut s'appliquer à un salarié possédant plus de 5% du capital.

C) LA SOCIETE:

1) Les apports en fonds propres:

Le second marché doit pouvoir jouer son rôle de marché financier en permettant aux entreprises cotées d'y trouver les fonds propres nécessaires à leur développement.

Or, l'expérience montre que cette possibilité n'est pratiquement jamais la motivation principale de l'introduction. Nous n'avons rencontré qu'une seule société ayant vraiment compris et utilisé la logique capitaliste. Cette société, "championne" sur le second marché de la distribution de dividendes, réalise presque tous les ans une augmentation de capital en numéraire.

La plupart des autres sociétés savent qu'il leur est possible de faire appel au marché financier, mais ne l'envisagent que pour le jour où elles auraient besoin d'investir ou de réduire des pertes, se contentant dans l'immédiat d'une croissance par autofinancement, voire par endettement. Notons cependant que les fonds propres peuvent servir, outre l'aspect purement financier, à conforter l'indépendance du chef d'entreprise face à son banquier ou à l'Administration.

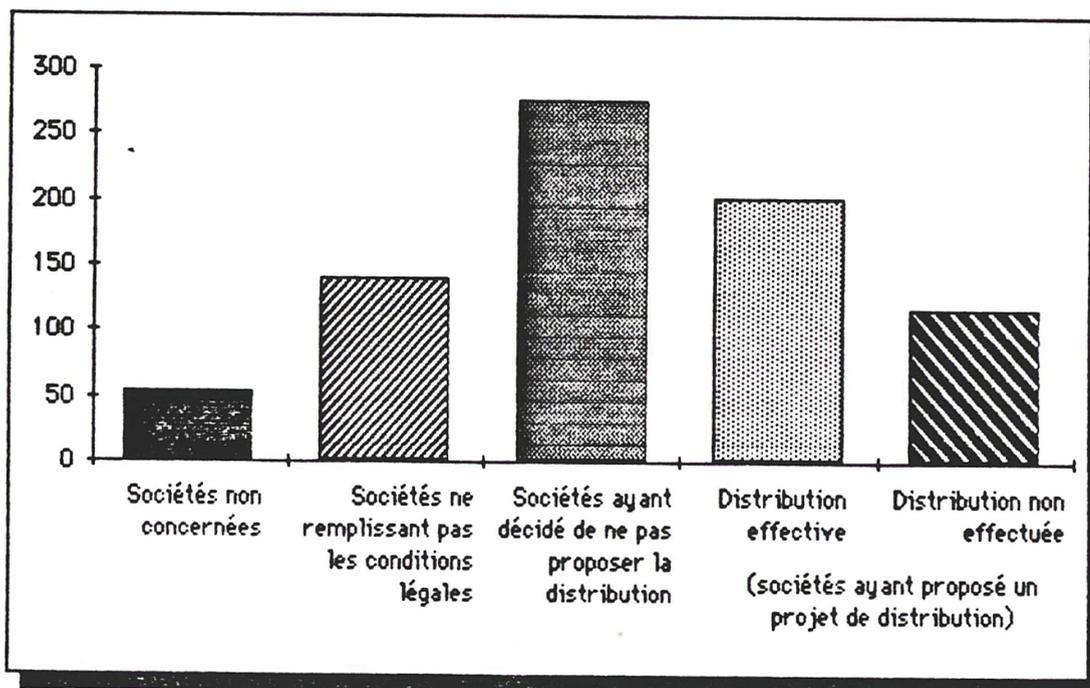
En 1983, il y eut deux augmentations de capital en numéraire sur le second marché parisien, qui apportèrent 16,2 MF et une seule en province, qui a apporté 4 MF. Dans les deux cas, l'apport représente 0,2% de la capitalisation boursière.

En 1984, 6 augmentations ont apporté 184 MF à Paris (soit 0,9% de la capitalisation boursière) et 4 ont apporté 156 MF en province (soit 5,4%).

A titre de comparaison, les émissions en numéraire sur la cote officielle en 1984 ont apporté

DISTRIBUTION GRATUITE D' ACTIONS AUX SALARIES (LOI DU 24/10/80)

(bilan au 15/03/82 sur les 788 sociétés inscrites à la cote officielle)



Source : Rapport Dautresme

FIGURE III-17

1,7% à Paris et 3% en province, comme le montre la figure III-18.

De plus, la figure II-19 montre que les capitaux levés sur la cote officielle étaient en 1980, en pourcentage de la capitalisation boursière, légèrement inférieurs à ceux des autres pays. Rappelons en outre, pour comparer les ordres de grandeur, que les crédits accordés annuellement aux sociétés sont de l'ordre de 200 MdF et les aides annuelles de l'Etat à l'industrie de l'ordre de 20 MdF.

Il semble donc que le second marché commence à jouer son rôle d'apporteur en fonds propres aux entreprises qui y sont cotées, surtout en province, et plus particulièrement à Lyon. Ceci est d'autant plus satisfaisant qu'il est d'usage en France de ne pas faire appel public à l'épargne dans les six mois qui suivent l'introduction en bourse: "cela ne se fait pas!", a dit l'un de nos interlocuteurs.

Il faut même ajouter à ces chiffres la valeur des augmentations de capital ayant eu lieu avant l'introduction, généralement souscrites par les introducteurs ou par des institutionnels. En effet, la possibilité d'introduction à la cote par augmentation de capital n'a jamais été utilisée (à l'exception de Guérimand Voiron, dont le transfert du hors-cote a été accompagné d'une augmentation de capital), car la COB exige une note d'information soumise à son visa, ce qui n'est pas nécessaire pour les autres méthodes d'introduction. C'est ainsi qu'il faut ajouter aux chiffres de 1983 138 MF à Paris (5 émissions) et 13,5 MF en province (3 émissions).

2) Les avantages et les inconvénients de la publicité:

Une moyenne entreprise cotée est désavantagée vis-à-vis d'un concurrent filiale d'un grand groupe: en effet, la moyenne entreprise a des obligations d'information, alors que les informations concernant son concurrent seront noyées dans celles du groupe (comptes consolidés, etc.).

La menace d'une offre publique d'achat (OPA) en bourse sur leur société n'est pas non plus ressentie par ces chefs d'entreprise: la faiblesse du pourcentage diffusé dans le public est une bonne protection, tant que les actionnaires ne cherchent pas tous à se dégager, et ils pensent que l'OPA donnerait une image trop négative de celui qui l'émet.

Signalons que l'introduction au second marché a très souvent le même impact qu'une campagne de publicité de plusieurs millions de francs, et qu'elle confère une certaine notoriété vis-à-vis des fournisseurs et des clients. Un chef d'entreprise a même regretté que les clients aient eu tendance, en voyant la bonne santé d'une entreprise introduite en bourse, à demander des remises supplémentaires.

3) Les possibilités accrues de financement externe:

Un des avantages annoncés au moment de la création du second marché était la possibilité de pouvoir acquérir des participations par apport d'actions: l'entreprises payait son acquisition en émettant des titres. Cette possibilité n'a pas encore été utilisée et semble ne jouer qu'un rôle secondaire dans la décision d'aller en bourse pour les chefs d'entreprise que nous avons rencontrés.

4) Le renforcement de l'indépendance de l'entreprise:

Avant le second marché, les entreprises de haute-technologie ayant ouvert leur capital à des investisseurs financiers et trop petites pour aller à la cote officielle, n'avaient d'autre possibilité que d'entrer dans l'orbite d'un grand groupe lorsque l'investisseur désirait se dégager. Le rachat par un grand groupe d'une moyenne entreprise avait pour effet d'en alourdir la gestion et d'en casser le

EMISSIONS DE VALEURS MOBILIERES PAR LES SOCIETES PRIVEES COTEES A PARIS

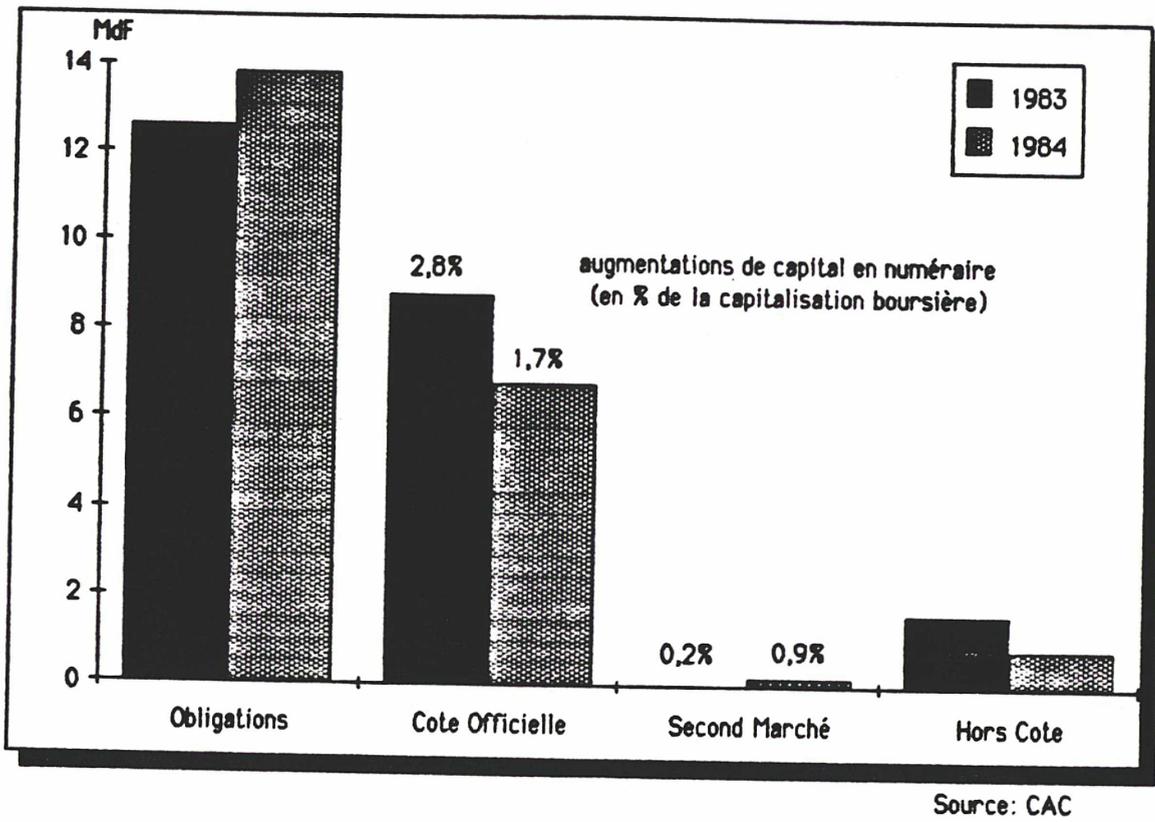


FIGURE III-18

AUGMENTATIONS DE CAPITAL DES SOCIETES COTEES (1980)

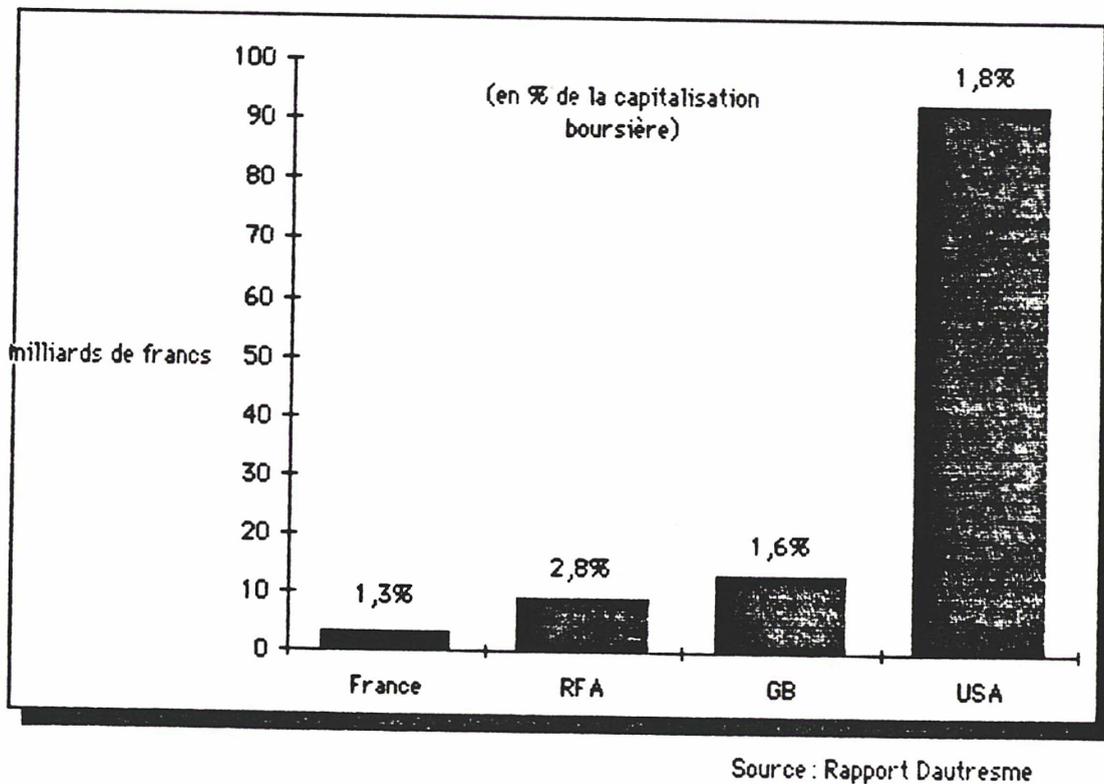


FIGURE III-19

dynamisme, notamment à cause de la "fuite" de certains ingénieurs et cadres.

Dans les années qui viennent, le second marché devrait permettre à de telles sociétés de poursuivre leur croissance, et aux investisseurs de réaliser leurs plus-values, en dehors du rachat par un grand groupe.

Pour les chefs d'entreprise, le second marché n'est pas une consécration de leurs efforts et de la réussite de la société. Tout au plus est-ce une sorte de "légion d'honneur". C'est essentiellement une étape de plus dans le développement de la société, et c'est pour certains chefs d'entreprise une contrainte personnelle, car cela exige une disponibilité pour remplir les engagements d'information.

Les chefs d'entreprise affirment tous que le cours n'a aucune influence sur leur gestion (c'est plutôt l'inverse) mais ils avouent le surveiller chaque jour.

L'introduction a eu généralement un effet positif sur le climat social, avec le sentiment général d'appartenance à l'entreprise et une meilleure information du personnel, effet relayé par la presse locale.

Après avoir vu les conséquences de la création du second marché pour les sociétés qui y sont cotées, nous allons en étudier les conséquences pour l'ensemble de la communauté financière.

III) CONSEQUENCES POUR LA COMMUNAUTE FINANCIERE:

Comme toute la presse l'écrit et comme tous nos interlocuteurs se plaisent à le souligner, le second marché est une réussite incontestable: malgré quelques excès commis, notamment lors des introductions, il n'a pas connu d'accident notable.

Il est certain que la communauté financière avait besoin de ce second marché pour redonner un sang neuf à la Bourse et aux activités connexes. Dans un milieu caractérisé par le consensus de place et le respect de la parole donnée, la communauté toute entière souligne le succès du second marché.

Nous pensons néanmoins qu'il ne faudrait pas s'abandonner à une euphorie prématurée: le second marché a connu jusqu'à présent une conjoncture favorable et un engouement qui en fait un phénomène de mode, mais il n'est pas à l'abri d'un retour de bâton, dû aux excès commis ou à un retournement de la conjoncture. De plus, nous n'avons pas pu réussir à rencontrer des chefs d'entreprises dont l'accès à la cote a été refusé, et qui auraient sans doute un jugement moins enthousiaste.

A) TOUT LE MONDE AVAIT INTERET A CE QUE CELA MARCHE:

1) Le milieu boursier:

Nous avons constaté au chapitre II que la Bourse était tombée au plus bas dans les années 70, et spécialement en province où la cotation avait parfois lieu à trois: deux agents de change et le coteur CSAC. Par conséquent, les agents de change, en voie d'asphyxie, furent notamment obligés de

fusionner leurs charges pour pouvoir survivre.

Bien qu'ils puissent depuis peu jouer un rôle de commerçant et ouvrir des FCP, la réussite du second marché était primordiale pour les agents de change, qui sont rémunérés proportionnellement au montant des transactions.

2) Les banques et les établissements financiers:

Bien que la préparation des introductions soit faite à perte par les banques, celles-ci se servent des introductions comme produit d'appel à l'égard des entreprises, et engagent donc leur nom sur chaque introduction.

Il en résulte une concurrence acharnée entre les établissements financiers pour réaliser (et réussir) le plus grand nombre d'introductions possible. La figure III-20 illustre cette concurrence en montrant le nombre d'introductions réalisées par chaque banque en position de chef de file (il faut cependant noter que n'y ont pas été portées les introductions par transfert du hors-cote: si certaines n'ont été qu'un simple transfert des actions à la cote du second marché, en revanche d'autres ont été préparées par les banques et vécues par le marché comme de véritables introductions).

Les banques sont donc très attentives au bon déroulement des introductions qu'elles organisent, ainsi qu'à la suite de la "carrière boursière" des sociétés introduites. Elles estiment être dégagées de toute responsabilité pour les "accidents de parcours" au bout de 12 à 18 mois.

Par extension, les banques ont intérêt à la réussite du second marché, car le déroulement des introductions et la vie boursière des sociétés sont très liés à la conjoncture générale de ce marché. Certaines, en utilisant une image de marque dynamique dans les opérations d'introduction en bourse, ont pu en profiter pour étendre leur clientèle de crédit auprès des entreprises.

3) Les investisseurs financiers:

Les (rares) investisseurs en capital ont besoin d'une "porte de sortie" pour revendre leurs participations et réaliser leurs plus-values.

Avant la création du second marché, les sorties possibles étaient, outre l'échec éventuel de la prise de la participation (que nos interlocuteurs qualifient poétiquement de sortie "les pieds devant"):

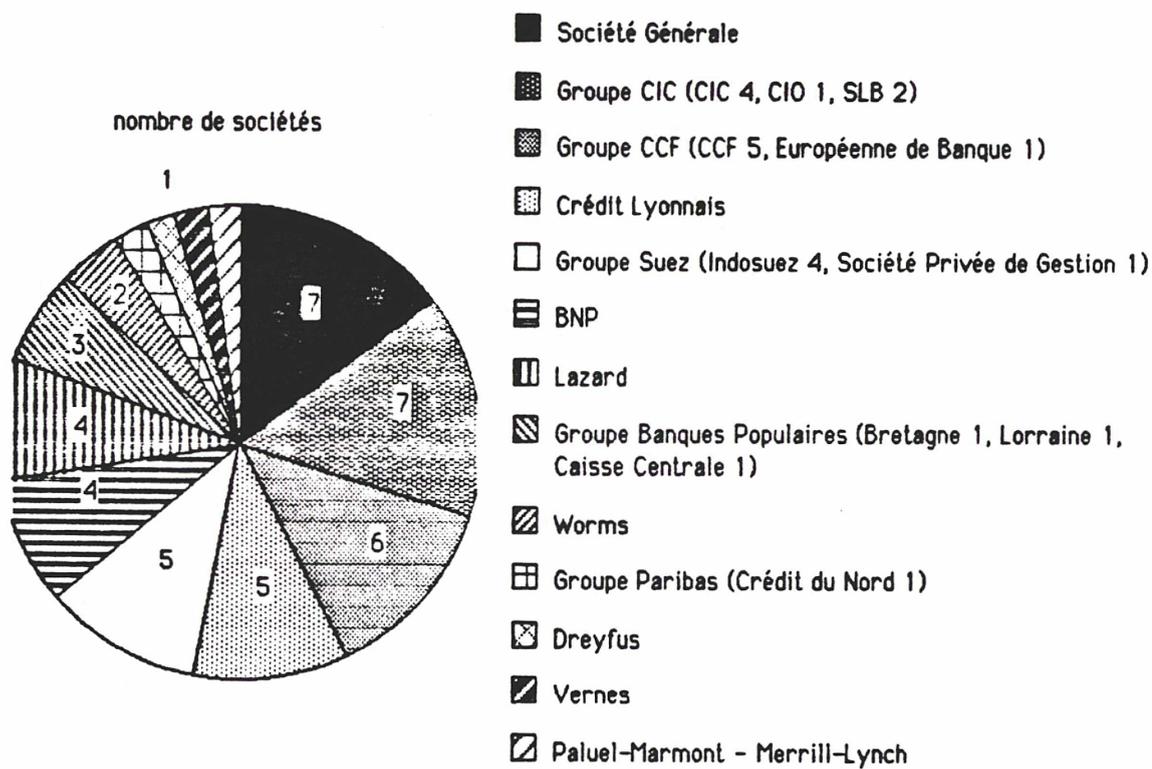
- le rachat par l'actionnaire principal, sortie peu glorieuse car celui-ci a en général peu d'argent; de plus, cela suppose le plus souvent qu'il "pompe" l'entreprise pour payer ce rachat.
- la réduction du capital, sortie guère encourageante pour la société.
- la sortie simultanée avec celle de l'actionnaire principal lorsque celui-ci cède tout ou partie de son entreprise, à un groupe industriel par exemple.
- la sortie sur la cote officielle est rarement possible, soit parce que la société est trop petite, soit parce que l'actionnaire principal ne souhaite pas mettre 25% du capital dans le public.
- la sortie sur le marché hors-cote n'a jamais été considérée comme une sortie viable, à cause du manque de garanties pour l'information du public et le suivi des cotations qu'offre ce marché, ceci surtout depuis que le second marché a été créé.
- la revente de la participation à un autre investisseur financier.

A propos de cette dernière possibilité de sortie, signalons l'échec du marché direct de blocs-titres préconisé par la commission Dautresme, qui devait se situer en amont du second marché (voir le chapitre II).

Ce marché devait faciliter les échanges de blocs de titres entre les banques, les SDR, les instituts de participation, les agents de change, etc.

Selon nos interlocuteurs, un tel marché relève de la gageure. A l'opposé d'un véritable marché, dans lequel les intervenants sont nombreux, anonymes, et possèdent des critères de choix différents, il n'y a dans ce cas que quelques dizaines d'organismes, possédant pratiquement tous

INTRODUCTIONS REALISEES PAR LES ETABLISSEMENTS FINANCIERS



Echantillon: les 47 introductions nouvelles au 31/12/84

Source: CAC

FIGURE III-20

les mêmes critères, et l'anonymat ne peut donc être garanti. Aussi, quand un organisme cherche à revendre une de ses participations, tous les autres se demandent s'il ne s'agit pas là d'un cadeau empoisonné.

Par conséquent, les acteurs de la prise de participations ont tendance à stocker les belles affaires le plus longtemps possible pour ne pas faire un marché de produits avariés, et ils attendent généralement l'acheteur final (un groupe industriel ou le marché financier) pour pouvoir revendre leur participation.

La seule exception concerne les investisseurs placés très en amont, qui se fixent un plafond pour le montant de leurs participations, et qui donc les revendent à un autre investisseur lorsque ce plafond est atteint: ces reventes occasionnelles ne nécessitent nullement l'existence d'un marché de blocs-titres.

Les investisseurs financiers avaient donc tout intérêt à la réussite du second marché, car ils y trouvent une possibilité de sortie intéressante et facile à mettre en oeuvre: il leur suffit, comme nous l'avons vu au chapitre II, de convaincre la société de prendre les engagements nécessaires à son inscription à la cote et d'engager la procédure d'introduction.

B) LES CRAINTES POUR L'AVENIR:

1) Les dénationalisations:

Une conjoncture favorable (nationalisations, loi sur les CEA, loi Quillot, hausse du dollar, etc.) porte la Bourse depuis 1983. Cette conjoncture profite bien sur au second marché, qui jouit de plus d'un phénomène de mode.

Nos interlocuteurs sont divisés sur les conséquences d'éventuelles dénationalisations: pour certains, il y aurait certes une diminution de la disponibilité des capitaux, mais cet effet toucherait plutôt les sociétés les moins performantes de la cote officielle que le second marché; pour d'autres, il y aurait une certaine pause du second marché, pendant laquelle il vaudrait mieux éviter de faire des introductions.

Certains ont suggéré que l'introduction en bourse de grands groupes industriels attirerait peu les investisseurs, et qu'il vaudrait mieux alors introduire les filiales les plus performantes par le canal du second marché.

Il faudrait au préalable éclaircir le flou de l'article 34 de la Constitution, dans lequel il est dit que la loi fixe les règles concernant "les nationalisations d'entreprises et les transferts de propriété d'entreprises du secteur public au secteur privé". Un essai de comblement des lacunes de l'article 34 a eu lieu avec le dépôt à l'Assemblée Nationale le 28 octobre 1982 d'un projet de loi "relatif aux transferts de propriété du secteur public au secteur privé", qui n'est toujours pas venu en discussion.

Il semble néanmoins possible de mettre en bourse une filiale de groupe nationalisé, à condition d'en garder le contrôle: la démonstration en a été faite récemment par l'introduction sur le second marché de Saint-Gobain Emballage, avec l'aval du Gouvernement.

Nous pensons cependant qu'une telle introduction ne sert pas à grand chose tant que le capital mis en bourse ne fait pas perdre le contrôle. Le cas contraire d'une "dénationalisation rampante" via les filiales, ne nous semble pas raisonnable car il risque de briser la cohérence de la politique industrielle du groupe.

2) Le retour de conjoncture:

Si nos interlocuteurs sont divisés, mais relativement confiants, au sujet d'éventuelles dénationalisations, ils sont en revanche presque unanimes à craindre un retournement généralisé de la conjoncture boursière à la fin de 1985 ou au début de 1986.

L'ensemble du marché de Paris est très dépendant (donc très vulnérable) du niveau du dollar, du niveau de la croissance américaine, des considérations monétaires, etc. Par exemple, la chute du dollar pourrait entraîner le départ vers les USA de nombreux capitaux placés à Paris, donc entraîner une baisse de la Bourse, ou provoquer des tensions dans le Système Monétaire Européen amenant une dévaluation du franc et une tension sur les marchés monétaires. Ou encore, qui sait ce qui se passerait si l'actuel Président des Etats-Unis (74 ans) venait à décéder! Sans parler de la politique intérieure française!

3) Marché spéculatif et retour de bâton:

Nous avons constaté au chapitre précédent la coutume instaurée par les banques de n'introduire sur le second marché que les plus "belles" sociétés, dans la crainte de ne pas réussir les introductions.

Nous pensons qu'une telle attitude est très dangereuse car elle rend le marché spéculatif en soi, et non pas spéculatif sur les résultats des entreprises qui y sont cotées: nous avons vu au chapitre précédent que celles-ci avaient des PER sans rapport avec ceux de la cote officielle.

Or il n'est pas impossible que se produise un jour un "accident" (baisse de plus de moitié du cours ou dépôt de bilan d'une société cotée), dû:

- soit à une très mauvaise estimation de la valeur d'une société introduite: l'analyse financière faite à l'occasion des introductions nous semble un peu trop sommaire, ne serait-ce que parce qu'aucune expertise technique de l'actif n'est réalisée.

- soit à un excès d'investisseurs institutionnels, abusant de leur taille: des "hippopotames dans un verre à dent", selon l'expression imagée de l'un de nos interlocuteurs.

- soit à un retournement industriel: rappelons que grand nombre de sociétés du second marché n'ont qu'un seul produit ou une seule gamme de produits, et sont donc plus vulnérables.

Ce jour-là on peut redouter qu'un vent de panique ne souffle sur le marché, entraînant une baisse généralisée de ce dernier. même si les PER ne descendent pas au-dessous de la valeur qu'ils devraient avoir en comparaison avec la cote officielle, le second marché aura subi une baisse conséquente, qui risque de compromettre les introductions et les émissions en numéraire ultérieures.

4) L'épuisement du gisement:

Une des craintes émises par quelques uns de nos interlocuteurs est la question d'un éventuel épuisement du gisement des sociétés susceptibles de venir à la cote du second marché.

Il nous semble au contraire qu'il y a encore de très belles valeurs à introduire: bien qu'on ait déjà introduit les plus belles, le gisement est loin d'être épuisé, avec par exemple des potentialités dans le système bancaire ou l'édition.

Le rapport de la commission Brac de la Perrière estime à environ 400 le nombre de sociétés pouvant être cotées dans un avenir proche, ce qui prendrait plus de 10 ans au rythme actuel des introductions.

A ces chiffres constituant un réservoir de sociétés, il faut ajouter le flux de nouvelles sociétés arrivant à maturité, et réunissant donc toutes les conditions d'accès au second marché, ce qui sera étudié au prochain chapitre.

5) Le second marché sonne-t-il le glas du marché au comptant?

Nous avons vu que le second marché serait en province certainement plus actif que le marché du comptant en 1985, en matière de transactions. Quant à Paris, le volume des transactions sur le second marché devrait y approcher la moitié de celui sur le comptant.

On peut se demander alors si le second marché va entraîner à terme la mort de la cotation au comptant sur la cote officielle:

- Les grosses sociétés désirant s'inscrire à la cote ont bien plus intérêt à venir sur le second marché, où il suffit de ne mettre que 10% du capital à la disposition du public et où la réglementation est plus souple. C'est ce qu'ont fait par exemple Cap Gemini Sogeti ou Electronique Serge Dassault.

Le second marché, avec ses procédures simplifiées, permet de plus d'aller en bourse en quelques mois, donc de venir sur un marché que l'on peut cerner: il est plus facile d'avoir une vue de la Bourse à trois mois qu'à un ou deux ans comme l'exigent les longues procédures de la cote officielle.

- Les sociétés du second marché désirant accéder à la cote officielle sont généralement les plus grosses et les plus actives, et la CSAC peut par conséquent les inscrire directement au RM sans les faire coter au préalable sur le comptant de la cote officielle. Ce fut le cas de Sodexo et Salomon.

- Le second marché possède un autre avantage considérable sur le comptant: les contrats de liquidité y sont facilités (exonérations des droits et frais pour les transactions servant de contrepartie), voire recommandés.

Le second marché semble être devenu la voie "normale" d'accès à la cote officielle: les grosses sociétés qui y sont cotées pourront ensuite accéder facilement à la cote officielle, sans subir les contraintes d'un accès direct à cette dernière. Elles doivent simplement éviter de mettre trop vite 25% du capital dans le public, pour ne pas attirer l'attention de la COB, qui pourrait les accuser de détournement de procédure.

Cependant le comptant offre un élément de sécurité par rapport au second marché: nous avons vu ci-dessus que le second marché constitue un tout et qu'un vent de panique éventuel l'affectera dans son ensemble, sans inquiéter les valeurs du comptant dont les PER sont tout-à-fait raisonnables.

Pour profiter pleinement de cet avantage et éviter le dépérissement du marché du comptant, il faudrait dans un premier temps étendre à ce dernier le système des contrats de contrepartie: le projet est actuellement à l'étude au ministère de l'Economie et des Finances.

=====

CONCLUSION:

Le second marché est incontestablement un succès, notamment grâce aux coutumes instaurées par les établissements financiers pour lesquels il constitue un produit d'appel. Cependant, la vigilance doit rester de rigueur face aux abus commis, qui tendent à le faire dévier de son rôle initial de simple structure d'accueil en bourse des moyennes entreprises.

Il atténue quelque peu le retard considérable de la France sur les pays anglo-saxons en matière financière, mais il faut rester modestes: pour un Anglais, une entreprise cotée sur le "second marché" ne peut l'être que sur l'USM.

Après avoir exposé le bilan boursier des deux premières années de fonctionnement du second marché, nous allons maintenant essayer d'évaluer son impact sur l'industrie française. En particulier, nous nous demanderons si, comme l'espérait la commission Dautresme en suggérant sa création, le second marché peut améliorer le financement de l'investissement industriel, en mobilisant l'épargne vers le capital des entreprises petites ou moyennes.

Nous commencerons donc au chapitre IV par examiner si les sociétés déjà cotées au second marché sont représentatives de l'ensemble des PME françaises. Puis, nous tenterons d'évaluer les effets indirects que peut induire le second marché sur le comportement des investisseurs et des chefs d'entreprise.

oooooooooooooooooooooooooooo

CHAPITRE IV

LE TISSU INDUSTRIEL DES PME ET LE SECOND MARCHÉ

INTRODUCTION:

Depuis plusieurs années, les "PME" sont l'objet d'une grande sollicitude de la part des pouvoirs publics et des media. On oppose volontiers la lourdeur bureaucratique et les difficultés de gestion des grands groupes à la flexibilité et au dynamisme des entreprises petites ou moyennes.

Les performances parfois remarquables des sociétés cotées au second marché, ont attiré l'attention vers le "tissu industriel des PME" qui recouvrirait notre territoire et qui, selon certains, ne demanderait qu'à être nourri pour revitaliser et régénérer notre industrie.

En fait, nous verrons que la notion même de tissu industriel masque souvent une certaine carence méthodologique dans l'analyse des entreprises petites et moyennes, par ailleurs encore très mal connues, même des intermédiaires financiers.

Nous examinerons ensuite si la création du second marché peut amener des solutions aux problèmes de la moyenne industrie en France.

I) LE SECOND MARCHÉ NE CONCERNE QUE CERTAINES ENTREPRISES:

A) LA NOTION MEME DE PME SEMBLE ASSEZ FLOUE!

Les tentatives de définition de la "PME" sont assez rares dans la littérature économique. Comme le propose le président Gattaz, nous parlerons, soit de petites entreprises, soit d'entreprises moyennes. Nous nous intéresserons plus spécialement à ces dernières, car la valeur de ces sociétés, leur gestion, leur surface financière peuvent leur permettre d'accéder un jour à la cote du second marché.

La Moyenne Entreprise Industrielle (MEI):

Dans un article de 1981 paru dans la revue *Banque* (numéro 408, juillet-août 1981, *Caractéristiques des moyennes entreprises industrielles en France*), G.Hirigoyen essayait de cerner la notion de MEI à partir d'enquêtes statistiques et de sondages.

Il constatait l'inadaptation des critères quantitatifs d'effectifs (de 20 à 499 personnes selon R.Brocard et J.M.Gandois dans leur étude de 1978, mais moins de 2000 personnes pour l'ETHIC), ou de chiffre d'affaires.

Par contre, la MEI semble pouvoir être caractérisée par des critères qualitatifs révélant sa structure économique et son mode de gestion. Ainsi, le patron apparaît le plus souvent comme le responsable direct et unique de l'entreprise.

Une enquête de 1973 parue dans *L'Expansion* montrait que le chef d'entreprise détenait aussi la majorité du capital dans trois MEI sur quatre.

D'autre part, une étude du Centre de Recherches sur l'Épargne de 1976 montre que la MEI est, pour la famille propriétaire, un instrument de travail mais aussi permet de retirer des avantages en nature peu fiscalisés. L'animateur a plus une vision patrimoniale qu'une vision de gestionnaire. Son objectif est plus d'assurer une rentabilité à court terme, y compris en se servant des frais généraux. Il se soucie peu de faire fructifier le capital de l'entreprise, et de rentabiliser les fonds propres de cette dernière.

G.Hirigoyen note ensuite l'insuffisance des méthodes de décision et de planification, ainsi que la rétention d'informations à l'intérieur de la société. Ces constatations nous ont été confirmées tout au long de notre étude par les banquiers ou les instituts de participation que nous avons rencontrés.

Trop souvent, l'entrepreneur français ne fait aucun plan de financement de ses investissements qui sont entrepris au coup par coup selon les disponibilités. De plus, il ne se fixe pas d'objectifs commerciaux quantifiés dont il suivrait la réalisation mois par mois.

Les MEI se caractérisent encore par un endettement important, particulièrement par des emprunts à court-terme reconduits continuellement. Ces entreprises sont très vulnérables lors de la succession du chef d'entreprise, car celui-ci détient souvent la majorité du capital.

Beaucoup de PMI, d'après Hirigoyen disparaissent au bout d'une ou deux générations de dirigeants familiaux, en faillite ou absorbées par un grand groupe.

Or le problème successoral devrait toucher massivement plusieurs dizaines de milliers d'entreprises dans les dix prochaines années, étant donnée la pyramide d'âge des chefs d'entreprise: beaucoup de "vieux lions" (pour reprendre l'expression d'un de nos interlocuteurs), qui ont fondé ou repris l'entreprise familiale après la guerre approchent de l'âge de la retraite.

Enfin cet auteur souligne le peu d'indépendance de ces entreprises, souvent piégées dans une position de sous-traitants, et en position de faiblesse face à leurs banquiers en raison de leur fort endettement.

B) DES ENTREPRISES MAL CONNUES:

Avant la création du second marché, les établissements financiers ne connaissaient cette catégorie de sociétés qu'à travers les crédits qu'ils leur octroyaient, car la prise de participations dans des entreprises moyennes était rare, faute de marché permettant la revente des titres.

Aussi seuls les grands organismes (Crédit National, CEPME), et à un degré moindre les banques à réseau de guichets pouvaient être au contact de ces entreprises. Les premiers ont pour rôle exclusif le financement par le crédit. Quant aux secondes, elles pourraient certes avoir un rôle dans le financement du haut de bilan, mais elles sont souvent handicapées par la lourdeur de leur appareil, et par la nécessaire rotation des personnels qu'exige la carrière de leurs cadres.

Par exemple, un chef d'entreprise que nous avons rencontré nous a expliqué que le binôme de cadres bancaires avec lequel il est en relation change par moitié tous les ans. En mettant les choses au mieux, ses interlocuteurs connaissent son entreprise depuis deux ans au plus.

Par ailleurs, comme le soulignait la commission Dautresme en 1982, la prise de participations et l'introduction en bourse sont des métiers spécifiques, pour lesquels les directions financières des

banques commencent seulement à se spécialiser.

En effet, un banquier de crédit se préoccupe avant tout de la capacité de remboursement de l'entreprise et ajuste son encours en fonction des risques d'insolvabilité de la société.

Mais la prise de participations, s'étend, par principe, sur une période longue, et comporte des risques bien plus élevés qu'un prêt: une fois "embarqué" dans le capital, l'actionnaire d'une société non cotée peut perdre la totalité de sa mise en cas de faillite, sans pouvoir se retirer s'il juge la situation mauvaise. Parfois même, l'actionnaire peut être appelé en complément de passif, en vertu de l'article 99 du *Code de Commerce* (rarement appliqué cependant), et il peut perdre jusqu'à dix fois sa mise.

Aussi une étude plus détaillée de l'outil industriel et des techniques et brevets, de la stratégie commerciale, de la position de l'entreprise sur ses marchés, etc. est indispensable et ne peut être réalisée que par des spécialistes du secteur d'activité, qui ne se contentent pas de l'analyse des trois derniers bilans de la société.

Aucune étude systématique, aucun "ciblage" en terme de marketing ne semblent avoir été effectués pour prospecter, dans le fameux "tissu des PME", les entreprises susceptibles d'être cotées à court ou moyen terme.

La découverte est laissée, le plus souvent, aux bons soins du directeur de l'agence locale pour les réseaux bancaires. C'est lui qui alerte la direction financière de son groupe et l'ardeur de son plaidoyer est souvent décisive pour emporter l'adhésion des structures du siège social.

Parfois les relations personnelles (Lions, Rotary, golf, etc.) entre un dirigeant de l'entreprise et un banquier ou un agent de change sont à l'origine de l'opération financière. Certains de nos interlocuteurs financiers, dépourvus de contacts avec la province ou non, étaient même "preneurs" de renseignements sur des sociétés non cotées que nous aurions pu rencontrer au cours de notre étude.

Faut-il y voir l'expression d'un pragmatisme dont se flattent volontiers les financiers, vigilants pour saisir toutes les occasions, ou l'expression d'un certain désarroi devant des entreprises apparemment insaisissables?

Si un intervenant parisien a pu dire que "on trouve mieux les PME en province" (peut-être parce que les cheminées se repèrent mieux dans le bocage, remarque malicieusement un de nos interlocuteurs provinciaux), il semble que certaines directions parisiennes, peut-être sous la pression des banques régionales plus présentes sur le terrain, découvrent l'aspect morcelé du "tissu industriel". Il ne suffit pas de bien connaître quelques chefs d'entreprises dans une zone géographique pour entrer en contact avec leurs pairs: les six chefs d'entreprises déjà cotées que nous avons rencontrés, ne se sont pas tous renseignés auprès d'autres patrons déjà en bourse, avant de décider d'introduire leur entreprise au second marché.

Il est à noter que l'existence-même des divisions de développement industriel en DRIR semble méconnue de nos interlocuteurs financiers. C'est ainsi qu'à l'occasion d'une réunion de présentation d'une société accédant à la cote du second marché, furent invités le TPG, le directeur local de la Banque de France, le Maire, le Sous-Préfet, les dirigeants d'agence des autres banques, etc. Lorsque nous nous enquîmes de la présence d'un membre de la DRIR, le représentant de la banque introductrice tomba des nues.

C) LE SECOND MARCHÉ NE TOUCHE QU'UNE MINORITÉ NON REPRESENTATIVE DES MOYENNES ENTREPRISES:

1) Une minorité:

Dans les conclusions du rapport qu'il présentait en décembre 1982, M. Brac de la Perrière estimait que sur les 30.000 entreprises moyennes, environ 400 pouvaient répondre immédiatement aux critères d'accès à la cote du second marché: chiffre d'affaires supérieur ou égal à 300 MF, ratio d'endettement correct, perspectives de croissance soutenue et rentabilité élevée des fonds propres (plus de 15 %).

Toutefois, on peut espérer que des sociétés, encore trop petites à l'heure actuelle ou même qui n'existent pas encore, pourront accéder à la cote du second marché dans les années à venir. L'estimation du flux d'introductions varie beaucoup selon nos interlocuteurs. Selon certains, le "gisement" d'entreprises "introduitables" à l'avenir risque d'être épuisé si l'on continue les introductions au rythme actuel (30 à 40 par an). Ils en veulent pour preuve la taille parfois excessivement petite d'entreprises déjà introduites et qui auraient dû l'être seulement d'ici un à trois ans (selon les partisans de cette thèse, on a trop abaissé la "teneur de coupure" du "gisement" des entreprises cotables).

Aussi, même si le nombre d'introductions se maintenait au niveau actuel, on constate que le nombre de sociétés concernées par l'entrée au second marché serait encore faible au regard de l'ensemble des moyennes entreprises.

2) Des entreprises atypiques:

Comme on a pu le voir au chapitre III, les entreprises cotées sur le second marché ne correspondent pas exactement à l'image qu'en donne M. Hirigoyen. En effet, leur endettement est souvent faible. Nous avons même rencontré une société dont les dettes à long terme étaient quasiment inexistantes et les dettes à court terme, inférieures de moitié à sa trésorerie.

Le problème de la succession du chef d'entreprise était déjà résolu préalablement à l'entrée en bourse, et le caractère familial de l'entreprise est estompé par la présence d'une équipe solide de cadres dirigeants participant au capital. De plus, ces sociétés, loin d'être des sous-traitants, jouissent presque toutes d'un effet de marque très important dans la vente de leurs produits.

Enfin, ces entreprises versent des dividendes à leurs actionnaires ce qui est loin d'être le cas pour les sociétés non cotées.

III) LES CONSEQUENCES DE L'EXISTENCE DU SECOND MARCHÉ POUR LA MOYENNE INDUSTRIE FRANÇAISE:

Si le second marché ne touche directement qu'un nombre restreint d'entreprises, on peut néanmoins s'interroger sur les effets induits qu'il peut avoir sur la moyenne industrie française.

A) LE CAPITAL-RISQUE:

Cette notion ramenée des USA est très en vogue depuis quelques années. Les spectaculaires réussites de quelques entreprises américaines de haute technologie, accédant au marché boursier OTC, parfois trois ou quatre ans après leur création, ont profondément marqué les imaginations.

Sous l'impulsion de la commission Dautresme, une série de mesures fiscales et financières ont été prises depuis 1982, en particulier la loi sur l'initiative économique de juillet 1984, pour favoriser la prise de participations dans des sociétés non cotées, éventuellement dès leur création.

Dans cette optique, le second marché devrait offrir aux porteurs de parts initiaux la possibilité de réaliser leur plus-value en cédant leurs titres lors de l'introduction en bourse.

De plus, la possibilité d'accéder à un véritable marché boursier, après le succès de la société, permet de développer les procédures de "stock-option" (options d'achat d'actions) auprès des cadres fondateurs de l'entreprise. Dans ce système, ceux-ci reçoivent, en échange de leurs idées et de leurs compétences, la possibilité de souscrire au capital de l'entreprise à un prix très faible (parfois nul). Si le projet réussit, ils peuvent alors réaliser une plus-value très élevée (10 fois la valeur nominale de l'action et parfois beaucoup plus), en revendant leurs parts, ce qui est beaucoup plus facile lorsque le titre est coté en bourse.

Selon des investisseurs actifs depuis les années 1970, l'absence de "porte de sortie boursière" était un frein important aux prises de participations.

En effet, le marché hors-cote souffre, dans les milieux financiers, d'une mauvaise réputation. Les titres pâtissent souvent d'une décote due à la méfiance des investisseurs et la société cotée sur ce marché a souvent du mal à réaliser une augmentation de capital dans de bonnes conditions, pour financer son développement.

D'un autre côté, les exigences pour l'inscription à la cote officielle repoussaient la sortie en bourse de plusieurs années (5 à 10 ans selon certains, un nombre imprévisible selon d'autres).

Les plus-values générées dans les opérations réussies ne pouvaient donc pas être réinvesties rapidement dans de nouvelles opérations.

Depuis deux ans, de nombreux fonds de placement dans des sociétés non cotées se sont constitués en France, dont un certain nombre gérés par des investisseurs étrangers, surtout américains ou anglais, pratiquant déjà le "capital-risque" dans leur pays.

Ceux-ci estiment que la création du second marché a permis à la France de rattraper la moitié de son retard en matière financière sur les pays anglo-saxons. Mais ils constatent le contraste entre la mentalité de rentier de l'épargnant français (y compris les institutionnels) et le goût plus prononcé pour le jeu et le risque dans leurs pays.

De plus, ils insistent sur la spécificité du métier de "venture-capitalist" par rapport au métier de banquier de crédit. En dehors de deux ou trois groupes français qui se sont forgé une flatteuse réputation de professionnels respectés grâce à leurs opérations aux USA, ils estiment que la majorité des intervenants français manque encore d'expérience et ne sait pas bien prendre des risques. Nous pensons néanmoins que la vive concurrence sur le marché français du capital-risque, et l'habitude de la syndication dans les prises de participations sont de nature à former rapidement quelques véritables professionnels.

Si le second marché peut faciliter le développement du capital-risque, nous pensons néanmoins qu'il ne faudrait pas mettre des espoirs exagérés dans ce type de financement.

Certains de nos interlocuteurs font remarquer le handicap géographique que constituent l'exiguïté du marché national et l'absence d'un véritable marché européen, en raison des différentes langues, et faute de réseaux de distribution à l'échelle de la CEE et de normes communes aux

différents pays. Une entreprise française en forte croissance est souvent condamnée à s'implanter aux USA pour s'assurer des débouchés suffisants, ce qui équivaut à une nouvelle création d'entreprise.

Comme le montre l'étude de nos camarades P.Bouillon, N.Boulanger et D.Lansiaux, le nombre de sociétés créées par le capital-risque est assez faible, tout au plus quelques dizaines chaque année. Etant donné le taux d'échecs, couramment admis, on peut estimer à environ une dizaine les sociétés qui pourraient parvenir chaque année au second marché à partir de 1995. Ce phénomène, sans être négligeable, doit cependant être comparé aux 30.000 entreprises déjà existantes et à la quarantaine d'introductions réalisées depuis un an.

Toutefois, si les effets en retour du capital-risque sur l'avenir du second marché semblent pour l'instant encore limités, on assiste en revanche à l'émergence d'une nouvelle génération d'entrepreneurs, âgés de 25 à 40 ans.

Décus par la limitation des initiatives laissées aux cadres des grands groupes, ils cherchent à fonder leur propre entreprise en rassemblant des capitaux extérieurs dès le départ. Ainsi, un groupe d'investisseurs constate la multiplication par 5 en 3 ans du nombre de dossiers de propositions d'investissement qui leur sont soumis par de jeunes cadres.

Le second marché semble donc faire partie des mesures susceptibles de développer un nouveau type d'entreprises moyennes où le gestion serait plus capitaliste et moins patrimoniale. Mais le nombre de telles sociétés est encore trop restreint pour préjuger d'une éventuelle mutation dans un avenir proche.

B) LES EFFETS DU SECOND MARCHÉ SUR LES ENTREPRISES EXISTANTES:

Alors que le second marché et le capital-risque ne semblent toucher directement que quelques centaines d'entreprises, le second marché peut-il néanmoins induire des transformations dans le financement et la gestion des entreprises moyennes déjà existantes?

Nous examinerons donc les possibilités de "capital-développement" suscitées par la création du second marché. A la différence du "capital-risque", avec lequel il est souvent confondu, le "capital-développement" s'adresse aux entreprises déjà existantes dont l'expansion très rapide ne peut se poursuivre sans un apport extérieur de capital.

1) Les problèmes de succession:

Comme le souligne G.Hirigoyen, la grande majorité des moyennes entreprises est confrontée à des problèmes aigus pour la succession du chef d'entreprise à cause de l'endettement.

Les nombreux dépliants émanant de la CSAC, du CNPF et des établissements financiers destinés à vanter les avantages du second marché auprès des patrons, mentionnent l'intérêt de la cotation sur ce marché pour résoudre le problème successoral. Mais la coutume qui s'est instaurée sur le second marché rend presque impossible dans des conditions correctes la cotation d'une société dont le dirigeant, déjà âgé, n'a pas organisé la succession.

Nous avons d'ailleurs rencontré, au cours de notre étude, plusieurs cas de sociétés dynamiques et compétitives dont l'inscription à la cote était impossible uniquement par l'âge avancé des dirigeants (septuagénaires) et l'absence d'une équipe capable d'assurer la pérennité de l'entreprise.

Si la vente d'une partie du capital lors de l'inscription à la cote permet de dégager des liquidités pour payer les droits de succession (notons toutefois la possibilité d'étaler sur 15 ans le paiement de

ces droits), la valorisation parfois excessive des titres augmente la valeur fiscale de l'entreprise, et peut augmenter d'autant les droits de succession à payer.

De plus, la cotation en bourse, avec ses exigences d'information du public, ne permet pas de garder secrètes des prises de participations, et peut être gênante lors de négociations pour la cession d'une majorité de contrôle.

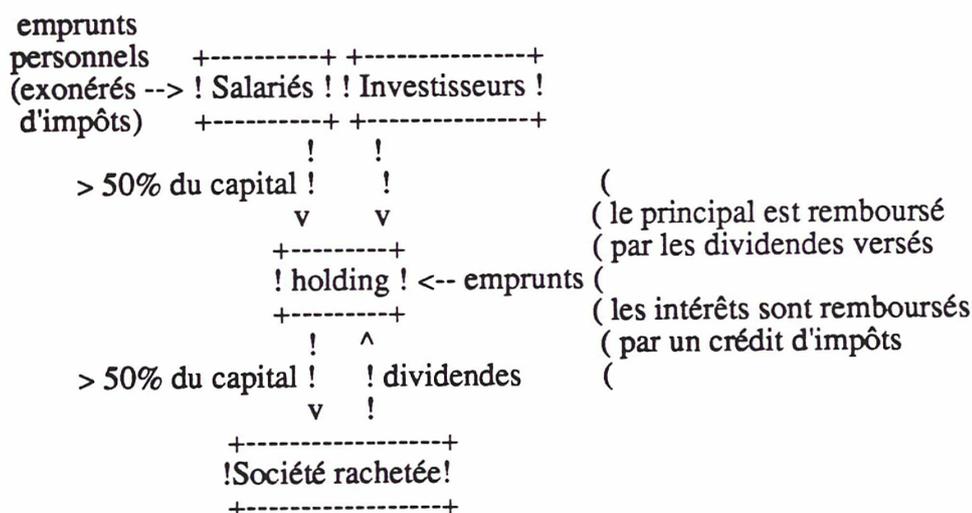
Le caractère très spéculatif du second marché amène des cours souvent très élevés: les entreprises qui capitalisent 10 à 30 fois leurs bénéfices peuvent décourager un successeur potentiel en raison du coût trop élevé du rachat de la majorité des parts.

La Reprise d'Entreprises par les Salariés:

Toutefois, il semble que la possibilité de coter l'entreprise en bourse puisse, dans certains cas, favoriser son rachat par ses propres salariés dans le cadre de la procédure dite du LMBO (Leverage Management Buy Out). Cette procédure, inspirée des exemples américains, avait été suggérée par la commission Dautresme.

Les salariés constituent, avec des investisseurs, une société holding qui contrôle la majorité des parts de l'entreprise rachetée. De plus, les salariés contrôlent eux-mêmes la majorité de la holding, et bénéficient de déductions fiscales sur les intérêts des prêts qu'ils ont pu contracter afin d'acheter des parts de la holding.

Les dividendes versés par la société rachetée servent à rémunérer les investisseurs et à rembourser les prêts contractés par les salariés.



La possibilité d'une cotation ultérieure sur le second marché, soit de la holding, soit de la société achetée, peut inciter les investisseurs à aider au développement du LMBO, en leur offrant une "porte de sortie" permettant de réaliser une plus-value.

Nous avons d'ailleurs rencontré un tel cas lors de notre étude, où des investisseurs privés ont aidé les cadres à racheter leur entreprise. Sans l'existence du second marché, le montage aurait été beaucoup plus difficile à réaliser, et vraisemblablement, l'entreprise aurait été vendue à un groupe, ce qui aurait amené le licenciement d'une partie du personnel.

Mais il semble que le LMBO ne puisse fonctionner que dans des cas très particuliers. La société

rachetée doit avoir une forte rentabilité, sans que la croissance du fonds de roulement soit trop importante. En effet, les dividendes payés par la société rachetée doivent permettre de payer au moins la minorité du capital en quelques années, sans entraîner un sous-investissement qui mettrait en péril l'avenir de l'entreprise.

Aussi, le second marché ne peut apporter que des réponses très partielles au problème de la succession à la tête d'entreprises moyennes.

2) Second marché et sous-capitalisation des entreprises:

C'est un lieu commun de déplorer la sous-capitalisation des entreprises françaises. Aussi on peut se demander si, comme le souhaitent ses promoteurs, le second marché pourrait contribuer à l'investissement industriel des petites ou moyennes industries. L'image de marque favorable dont il jouit dans les media peut-elle contribuer à faire évoluer la mentalité des entrepreneurs vers un type de gestion plus capitaliste et moins patrimoniale?

Une étude du financement de la croissance des sociétés déjà introduites, à partir de leurs données comptables prouve que ces entreprises ont eu recours essentiellement à l'autofinancement et assez peu à l'emprunt. On ne peut donc dire qu'elles soient sous-capitalisées.

Mais il est à noter que les augmentations de capital en numéraire ou par apport ont été rares, même après l'introduction à la cote. Seules quelques sociétés procèdent à des augmentations de capital successives, et utilisent à plein les possibilités de croissance externe offertes par le marché financier. Dans la majorité des cas, les actionnaires se contentent de céder un minimum de titres (10 à 15% du capital) pour dégager des liquidités.

De plus, les entretiens que nous avons eus avec des dirigeants d'entreprises ont confirmé que le recours au marché pour lever des fonds propres n'est considéré que comme une possibilité "pour le jour où on aura besoin d'argent". Cela peut sembler paradoxal, dans la mesure où ces sociétés sont souvent en forte croissance, et où les cours élevés du second marché sont particulièrement propices à des augmentations de capital sans risque de dilution trop rapide des actionnaires initiaux.

"Du capital pourquoi faire?" semble être l'interrogation de nombreux dirigeants d'entreprises déjà cotées. Le schéma "dividendes élevés - augmentations de capital annuelles - dettes nulles", que nous avons vu pratiqué par une entreprise cotée au second marché dont les actionnaires familiaux ont accepté depuis des années leur dilution progressive, n'est pas encore rentré dans les moeurs.

Si le flux de capitaux drainés par le second marché est encore modeste, y a-t-il un mouvement d'investissement dans les moyennes entreprises non cotées en amont du second marché? Dans ce domaine, les statistiques peuvent être trompeuses, car on assiste de plus en plus à des prises de participations, ou à des augmentations de capital souscrites par des investisseurs, quelques mois avant l'entrée en bourse, dans le but de réorganiser le capital. Les investisseurs rémunèrent leur travail de préparation à l'introduction avec les plus-values tirées de la revente des titres sur le marché.

Il nous semble néanmoins que les flux de capitaux vers les moyennes entreprises industrielles ont plutôt relativement peu changé. Ainsi les FCPR ont le plus grand mal à investir leurs capitaux dans des sociétés non cotées comme la loi leur en fait obligation, malgré l'existence de la "porte de sortie" éventuelle constituée par le second marché.

Certains gestionnaires de fonds nous ont cité des exemples où le chef d'entreprise refusait leur entrée au capital, pour ne pas perdre son indépendance ou car le prix offert était... trop élevé (ce qui, selon lui, devait cacher quelque malhonnêteté, car il ne s'imaginait pas que son entreprise puisse valoir autant).

FONDS COMMUNS DE PLACEMENT A RISQUES

Statistiques au 31 décembre 1984

| | |
|---|---|
| I - NOMBRE DE FONDS COMMUNS EN ACTIVITÉ | 37 |
| II - SOUSCRIPTIONS ET REMBOURSEMENTS (en millions de francs) | |
| souscriptions | 287,83 |
| remboursements | 3,25 (1) |
| souscriptions nettes | 284,58 |
| III - NOMBRE DE PORTEURS DE PARTS | |
| Personnes physiques | 657 |
| Personnes morales | 337 |
| Total | 994 |
| IV - ACTIF (en millions de francs) | |
| VALEURS COTÉES | 183,6 |
| - VALEURS FRANÇAISES | 168,1 |
| + Obligations | 108,1 |
| + Actions | 54,4 |
| + Titres participatifs | 5,6 |
| - VALEURS ÉTRANGÈRES | 15,5 |
| + Obligations | — |
| + Actions | 15,5 |
| VALEURS NON COTÉES | 143,1 |
| + Françaises | 118,9 |
| + Étrangères | 24,2 |
| SICAV - F.C.P. | 234,0 |
| DIVERS | 17,4 |
| LIQUIDITÉS | 77,6 |
| ACTIF NET | 655,8 |
| Rappel actif au 30 juin 1984 | 307,0 soit une variation de + 113,6 % |
| ACTIF NET HORS SICAV-F.C.P. | 421,8 |
| ENCOURS PERSONNES PHYSIQUES | 55,7 |
| ENCOURS PERSONNES MORALES | 600,1 |

(1) Il s'agit du retrait des fonds apportés par le dépositaire aux deux fonds GUTENBERG et GALILÉE, dissous définitivement le 8 février 1985, et pour lesquels aucune souscription n'a été enregistrée.

Source: COB

TABLEAU IV

Sur une quarantaine de fonds, seuls quelques uns sont clos en ayant investi plus de 40% de leurs capitaux dans des sociétés non cotées. Comme on peut le voir sur le tableau ci-joint, ces fonds n'ont investi que 143 MF dans des valeurs non cotées. On est bien loin du milliard de francs de capitaux propres dont avaient besoin les PME françaises d'après le rapport Mayoux en 1979.

oooooooooooooooooooooooooooo

CONCLUSION:

Il semble qu'il subsiste des blocages à l'émergence d'un "véritable" schéma capitaliste en France, dans lequel le marché des actions aurait un rôle déterminant de catalyseur pour drainer l'épargne vers l'industrie.

Le second marché permet surtout aux actionnaires des plus "belles" (au sens d'un "beau" bilan pour un banquier) MEI de résoudre un problème patrimonial ou de réaliser une partie du capital de l'entreprise qu'ils ont créée et fait prospérer.

Comme le disait un banquier, "le second marché est un peu la légion d'honneur de l'industriel, le reconnaissance par la Société de sa réussite". Mais l'accès au marché financier est encore rarement perçu comme le début d'une nouvelle aventure industrielle et financière.

Mettre au compte de la "mentalité patrimoniale" des entrepreneurs le persistance de ces blocages ne nous a pas semblé suffisant. C'est pourquoi nous consacrons notre dernier chapitre à un essai d'analyse de l'attitude de fermeture des entrepreneurs, des réticences des investisseurs et aussi du rôle de l'Etat.

oooooooooooooooooooooooooooo

CHAPITRE V LES BLOCAGES A L'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE

INTRODUCTION:

Pour expliquer la relative inappétence des entreprises petites ou moyennes aux capitaux extérieurs, on invoque souvent la "mentalité patrimoniale" du chef d'entreprise français. Quant à l'épargnant français, il garderait un attachement atavique aux placements immobiliers et à la terre qui le dissuaderait d'investir dans l'industrie.

Héritiers d'une longue tradition historique de méfiance à la fois envers les investisseurs financiers, la Bourse et les banques, les entreprises françaises seraient les témoins de la survivance archaïque d'un état d'esprit et d'une gestion précapitaliste.

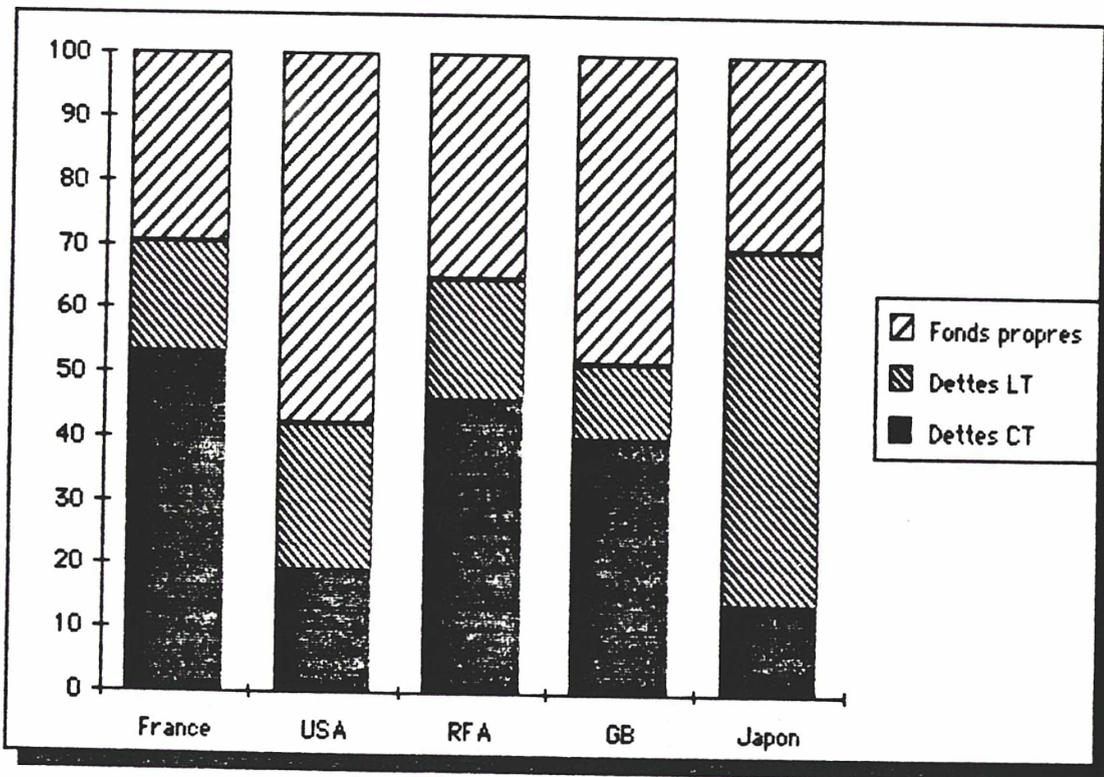
"Que la France industrielle serait belle si les patrons avaient enfin compris le vrai mécanisme du capitalisme!" peut-on entendre parfois chez certains observateurs se référant aux "modèles" allemands ou japonais, et ignorant au même moment que les entreprises allemandes avaient, en 1980, presque exactement la même structure de bilans que leurs concurrentes françaises, et que les entreprises japonaises étaient encore plus endettées! (voir la figure V-1).

Toutefois, la survivance de certains comportements patrimoniaux ne nous semble pas expliquer complètement les raisons des blocages au développement du capitalisme dans la gestion des entreprises.

Nous verrons que chacun des partenaires, chef d'entreprise, investisseur, Etat, réagit rationnellement et souvent même intelligemment aux contraintes qu'il subit. Pour nous, les difficultés du financement en capital des entreprises familiales résultent des oppositions ou des concordances des intérêts, des modes de pensée, et des impératifs de survie économique de chacun des acteurs.

Selon l'observateur, l'entreprise a pour rôle de faire vivre son actionariat et ses dirigeants familiaux, de rentabiliser les fonds propres qu'y ont apportés les investisseurs, ou d'assurer un rôle social (emploi) et économique concourant au bien-être du pays: les entreprises doivent participer à l'équilibre des grands comptes de la Nation, grâce aux impôts payés sur leurs bénéfices, sur les salaires qu'elles versent, et grâce aux exportations qu'elles réalisent (d'après une étude de J.C.Dutailly de l'INSEE, les entreprises non financières ont versé en 1982 plus de 162 MdF d'impôts liés à la production, et 62 MdF d'impôts sur les bénéfices).

LES RESSOURCES DES ENTREPRISES NON FINANCIERES (1978)



Source : Rapport Dautresme

FIGURE V-1

I) L'ENTREPRISE FAMILIALE ET SON ACTIONNARIAT:

Dans son ouvrage *Histoire des Passions Françaises*, (tome I: *Ambition et Amour*, chapitre 5: *Les Industriels*), Théodore Zeldin brosse le portrait de l'entrepreneur français entre 1850 et 1945, en reprenant notamment les thèses de l'historien américain D.Landes (traduction chez Gallimard, *Bibliothèque des Histoires*) et en s'appuyant sur plusieurs études statistiques étayées par les témoignages de contemporains.

C'était un "petit homme d'affaires agissant pour lui-même ou tout au plus pour une poignée d'associés..." dont les entreprises "étaient organisées sur une base familiale et financées par la famille ou les proches, et se montraient très réticentes à l'endroit du marché financier".

"Ces entreprises n'étaient pas perçues comme des moyens de production (...), mais comme une sorte de fief qui maintenait et rehaussait la position de la famille de la même façon que les revenus du domaine et la possession d'hommes en armes fondaient la puissance seigneuriale."

"Ainsi - poursuit-il - les affaires étaient considérées comme un moyen (...) qui devait préserver la richesse plutôt que la créer. Dans ces conditions, la prudence était la règle en matière de gestion et la question de l'expansion n'était même pas envisagée".

Une telle description pourrait encore s'appliquer de nos jours à certaines entreprises.

Toutefois le dynamisme économique dont ont fait preuve les industriels lors des "trente glorieuses" n'aurait pu s'exprimer si la majorité des entrepreneurs avait conservé un tel état d'esprit.

La survivance des manifestations d'une gestion patrimoniale ne serait-elle pas suscitée par l'environnement économique et surtout fiscal des entrepreneurs?

Pour mieux comprendre ces phénomènes dans le cas d'une entreprise bénéficiaire, contrôlée intégralement par un groupe familial, nous examinerons les possibilités des actionnaires-dirigeants. Puis nous étudierons le problème d'un investissement en comparant plusieurs modes de financement. Nous intégrerons à l'analyse l'impact de la fiscalité des sociétés mais aussi celle de l'IR (Impôt sur le Revenu).

A) LES MODES DE REMUNERATION DES ACTIONNAIRES-DIRIGEANTS:

Supposons qu'une entreprise familiale dégage avant impôt sur les sociétés un résultat brut de 100, et que l'actionnaire majoritaire-dirigeant soit imposé au titre de l'IR au taux marginal de t .

Son objectif est, bien entendu, d'utiliser au mieux le résultat de la société, notamment en payant le moins d'impôts possible.

De plus, les contraintes sociales l'incitent à présenter un bénéfice, positif mais pas trop élevé. Les créanciers de l'entreprise, et en particulier les banquiers, sont rassurés par l'annonce d'un bénéfice: l'entreprise peut payer ses dettes sans problèmes. Par contre, l'annonce d'un bénéfice important engendre souvent chez les salariés des revendications, car ils estiment que leur contribution aux résultats de l'entreprise doit être récompensée. Dans le même ordre d'idées, un des chefs d'entreprise que nous avons rencontrés, nous a cité l'exemple de certains de ses clients qui réclamaient alors des ristournes plus importantes.

Enfin, l'impôt sur les sociétés (50% du résultat) incite à dissimuler aux tiers extérieurs (dont le

fisc) le montant exact du résultat. On peut dire qu'un faible résultat positif réalise une sorte de "maximin" des contraintes sociales que subit l'employeur et nous allons présenter quelques-unes des stratégies souvent utilisées.

1) L'utilisation des frais généraux:

Les actionnaires-dirigeants font payer sur le compte de la société divers avantages: voitures, logements de fonction, repas, voyages, etc. Comme le soulignaient B.Costa de Beauregard et M.Fossier (mémoire d'Ingénieurs-Élèves des Mines sur *Les aides de l'Etat à l'Industrie*), cette liste n'est limitée que par l'imagination des actionnaires et... la vigilance des services fiscaux.

En utilisant astucieusement les possibilités de déductibilité de certains de ces frais, le résultat imposable peut être ramené à... zéro! De plus, s'agissant d'avantages en nature (cf. repas) ils échappent totalement à l'IR.

Les actionnaires récupèrent donc 100 en avantages complètement défiscalisés.

Toutefois l'usage à trop grande échelle de ces avantages peut amener des inculpations pour abus de biens sociaux.

Par ailleurs, les possibilités nouvelles de taxation à 30% de certains frais généraux, au-delà d'une franchise (5000 F pour les cadeaux, 10000 F pour les frais de réception), devraient limiter les abus en ce domaine. Enfin, faut-il le souligner, ce raisonnement n'est valable qu'à la marge. Si l'on peut aisément camoufler 100 F par ce canal, cela est beaucoup plus difficile pour 1 MF, car le nombre de repas (par exemple) qu'une société peut offrir n'est pas extensible à l'infini.

2) Le paiement de loyers ou de royalties:

Les organismes introducteurs que nous avons rencontrés ont tous cité des cas d'entreprises dont les bâtiments et les terrains étaient loués à une Société Civile Immobilière, propriété des actionnaires-dirigeants, qui permettait de transférer de façon discrète à l'égard du fisc les revenus de l'entreprise.

Le chef d'entreprise est aussi, fréquemment, propriétaire de brevets utilisés dont les royalties sont déductibles de l'impôt sur les sociétés. Dans ce dernier cas, 100 sont imputés au titre de redevances, et le résultat imposable de la société tombe à... zéro. Mais ces 100 sont, par contre, imposables au titre des revenus du chef d'entreprise. Il lui restera après tous les divers impôts $100 \cdot (1-t)$.

3) Les salaires:

G. Hirigoyen, dans la revue *Banque*, en février 1984 (*Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées?*) cite une étude de J.Welsh et J.F.White sur les salaires des dirigeants des MEI américaines, parue dans la *Harvard Business Review* de 1981. Selon ces auteurs, le "salaire du dirigeant représente une part plus importante du chiffre d'affaires que dans les grandes firmes, part souvent si importante qu'il reste peu de choses pour payer d'autres cadres ou rémunérer les investisseurs".

L'utilisation de salaires élevés versés à l'actionnaire-dirigeant pour "sortir" les bénéfices de l'entreprise, semble donc une pratique utilisée couramment, même aux USA, alors que ce pays symboliserait le mode de gestion capitaliste opposé à la "mentalité" française.

En effet, comme le remarquaient B.Costa de Beauregard et M.Fossier (op. cit.), le dirigeant français peut décider de payer un salaire de 65 à son épouse (35 seront versés en charges sociales). Il restera donc au couple dirigeant $65 \cdot (1-t) = 65 \cdot (1-0,9) = 6,5$.

4) La capitalisation du résultat:

La société acquitte un impôt sur les sociétés de 100.0,5, et affecte le résultat net au report à nouveau. Ultérieurement, l'actionnaire pourra tirer partie de la valorisation de son entreprise, s'il cède ses titres à un tiers (et ouvre donc son capital). Il sera imposé selon le régime des plus-values (16% à plus de 5 ans).

5) Le versement des dividendes:

Il est intéressant de relever l'exemple littéraire donné par *le Robert* à l'appui de sa définition du dividende.

Alors qu'il se contente d'austères citations juridiques pour les notions d'action, d'obligation, ce dictionnaire reproduit une phrase de J. Chardonne, chantre de la moyenne bourgeoisie des années 1930 (il était lui-même issu d'une famille de négociants de cognac, à Barbézieux): "(il) tient pour également argent gaspillé le dividende attribué aux actionnaires qui toucheraient une faible part des bénéfices dans les années très prospères, lorsqu'on aura prélevé les fonds destinés à être investis..." (*Amour du prochain*, page 137).

Comme le note G.Hirigoyen dans son article de février 1984, en s'appuyant sur une enquête auprès d'un échantillon de sociétés non cotées, 86% des MEI non cotées ne distribuent pas de dividendes.

Toutefois il nous semble que l'absence de dividendes s'explique d'avantage par des raisons fiscales que par des investissements massifs autofinancés.

Le versement de dividendes est soumis dans notre pays au système de l'avoir fiscal de 50%, sauf dans le cas précis des augmentations de capital que nous évoquerons ensuite.

Dans leur article *Faut-il verser des dividendes?* (*Revue Française de Gestion*, janvier 1985), M.Albouy et P.Dumontier ont en particulier examiné les effets fiscaux.

L'entreprise affichant un résultat brut de 100 acquitte un impôt de $100.0,5=50$, et peut distribuer tout ou partie du résultat net à ses actionnaires.

Dans toute la suite nous supposerons que les actionnaires "vident" complètement le résultat net pour assurer leur propre rémunération. C'est une hypothèse maximale, qui supposerait que l'entreprise puisse renouveler ses immobilisations par la seule ressource des amortissements comptables; or, cela semble pour le moins difficile en période d'inflation. D'ailleurs les sociétés que nous avons contactées, versaient plutôt le quart de leur résultat à leurs actionnaires.

Toutefois nous nous sommes volontairement placés dans le cas de figure qui maximise les revenus des actionnaires dirigeants; nos conclusions seraient *a fortiori* valables dans les autres cas.

Les actionnaires touchent donc 50 et jouissent d'un crédit d'impôt (l'avoir fiscal) égal à la moitié du dividende perçu. Si t désigne le taux marginal de l'IR de l'actionnaire, celui-ci payera donc $(50+0,5.50).t-0,5.50$ d'impôts sur les dividendes qu'il perçoit. Comme le remarquent les auteurs, les dividendes perçus sont donc imposés au taux réel de $s=1,5.t-0,5$ (cf. l'article 627 du *Précis de Fiscalité* de la DGI).

Le taux est négatif pour un actionnaire imposé marginalement dans une tranche de revenus faibles ($t \leq 33\%$); s atteint 15% (le taux d'imposition des plus-values), pour t égal à 43%. Toutefois, comme nous l'avons vu plus haut, l'actionnaire-dirigeant d'une entreprise familiale jouit d'un salaire élevé qui peut être taxé marginalement à un taux plus élevé (si $t=0,5$, $s=0,25$).

Notons de plus que l'abattement de 3000 F sur le montant imposable des revenus correspondant à des actions émises en France, "est réservé aux contribuables dont le revenu net global n'excède pas la dixième tranche du barème de l'impôt sur le revenu (2 parts), arrondie à la dizaine de milliers de francs supérieurs soit 310.000 F pour 1984". (Article 627 du *Précis de Fiscalité*). Cette

dixième tranche correspond à des revenus imposables moyens ($t=0,45$), et concerne donc assez peu les actionnaires-dirigeants.

Si l'on récapitule l'impact de la fiscalité sur ces différents moyens de rémunération de l'actionnaire-dirigeant (voir le tableau V-1), on comprend déjà mieux l'absence de versements de dividendes, même si l'actionnaire-dirigeant possède des revenus encore raisonnables ($t=0,5$). Nous avons ajouté une colonne (numéro 4) pour le cas des dividendes déductibles de l'impôt sur les sociétés.

En effet, depuis la Loi de Finances de 1983 (élargissant des dispositions de 1978), les dividendes versés pour les actions émises à l'occasion d'une augmentation de capital en numéraire sont déductibles pendant 10 ans du résultat imposable de l'entreprise, pour des opérations réalisées avant le 31 décembre 1987 (Article 214 du *Code Général des Impôts*). Nous renvoyons en annexe pour le mode du calcul de l'IS et du précompte dans le cas des dividendes déductibles prévus par cette loi.

Enfin nous présentons dans la colonne numéro 5 le cas où les dividendes et le précompte seraient déductibles, mesure que nous suggérons dans nos conclusions.

Comme le notaient Albouy et Dumontier (op. cit.) et Hirigoyen (1984), l'absence de dividendes dans les MEI peut aussi s'expliquer par la concentration chez les mêmes personnes du capital et des fonctions de dirigeants.

Ils proposent d'analyser ce phénomène en termes de relation d'agences. Dans une grande entreprise cotée, les actionnaires sont nombreux, extérieurs à la société, et ne connaissent ses projets et sa santé qu'à travers les documents comptables légaux et les quelques indications données par la direction.

L'affichage d'un dividende par la société est un signal envoyé par les dirigeants vers l'extérieur de l'entreprise, symbolisant la confiance dans l'avenir de la société à travers une unique donnée chiffrée. D'ailleurs une étude de la politique des dividendes des sociétés cotées en bourse a montré (Albouy et Dumontier) que le marché réagissait davantage aux variations de dividendes qu'à son niveau absolu.

Certaines sociétés peuvent alors amorcer un cercle vertueux, une politique alléchante de dividendes attirant les investisseurs, ce qui permet des augmentations de capital. En étudiant d'ailleurs le cas de la firme Merlin-Gerin de 1978 à 1981, M. Albouy (*Un exemple d'analyse financière: le cas de Merlin-Gerin S.A.*, *Revue Banque*, numéro 424, janvier 1983) a noté que cette société a distribué pendant cette période 52,3 MF, et a procédé dans le même temps à une augmentation de capital de 48,5 MF. L'augmentation de capital servant à payer les dividendes de l'année précédente...

On voit qu'il existe donc dans la gestion des entreprises familiales un blocage à l'ouverture du capital.

Lorsque ses dirigeants sont seuls actionnaires, ils peuvent utiliser les différentes possibilités que leur laisse la fiscalité pour se rémunérer sans verser de dividendes, dissimulant le résultat de l'entreprise.

Par contre un actionnaire extérieur exigera une plus grande transparence des résultats et des dividendes, seule façon pour lui d'assurer la rentabilité des fonds qu'il a investis, ce qui diminuera, toutes choses étant égales par ailleurs, le revenu net des anciens actionnaires.

Quant à effectuer des augmentations de capital annuelles couvrant les dividendes, il faut, soit que les actionnaires initiaux puissent suivre (ce qui n'est pas toujours possible, ou qui n'est pas avantageux pour une gestion plus diversifiée de leur patrimoine), soit qu'ils acceptent d'être progressivement dilués. De plus, la rentabilité de l'entreprise doit être suffisante et sa croissance assez forte pour attirer les investisseurs extérieurs, avec des perspectives boursières permettant aux actionnaires extérieurs de réaliser ultérieurement leur plus-value.

RENDEMENT APRES IMPOTS DES DIFFERENTS MODES DE REMUNERATION

| | Frais généraux | Royalties ou loyers | Salaires | Dividendes soumis à l'avoir fiscal | Dividendes déductibles |
|--------------------------------------|-----------------|------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|---------------------------|
| Résultat avant impôts | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Dividende déductible | — | — | — | — | 60 |
| Impôt sur les sociétés | 0 | 0 | 0 | 50 | 20 |
| Précompte | 0 | 0 | 0 | 0 | 20 |
| Revenus perçus | 0 | 100 | 65 | 50 | 60 |
| Impôt sur le revenu | 0 | $100 \cdot t$ | $65 \cdot 0,9 \cdot 0,8 \cdot t$ | $50 \cdot (1,5 \cdot t - 0,5)$ | $80 \cdot t - 20$ |
| Net pour l'actionnaire | 100 (en nature) | $100 \cdot (1-t)$ | $65 \cdot (1-0,72 \cdot t) *$ | $75 \cdot (1-t)$ | $80 \cdot (1-t)$ |
| Net pour l'actionnaire si $t=0,5$ | 100 (en nature) | 50 | 41,6 | 37,5 | 40 |

* mais, parmi les 35 de charges sociales, une partie sert à financer la retraite du conjoint

TABEAU V-1

B) LE PROBLEME DE L'INVESTISSEMENT:

Comme on vient de le voir, une entreprise familiale en régime de croisière n'a aucun intérêt à ouvrir son capital, car cela priverait indirectement ses actionnaires d'avantages fiscaux.

On peut néanmoins se demander si une augmentation de capital ne serait pas la meilleure façon, pour une PME, de financer un gros investissement. Car la rémunération de l'actionnaire peut être modulée en fonction des résultats de l'entreprise, au contraire des intérêts des emprunts.

Or, paradoxalement, une étude réalisée par le CEPME en 1981 montre que l'ouverture du capital n'est utilisée qu'en dernier recours: 47 % des chefs d'entreprise ont financé leurs investissements de 1980 par autofinancement, 38% par le recours partiel ou total au crédit traditionnel, et 6% par d'autres moyens (dont les augmentations de capital), les 9% restants n'ayant pas effectué d'investissement.

Dans son article *Le dilemme des PME: ouvrir son capital ou s'endetter* (Revue Française de Gestion de janvier-février 1985), G.Charreaux explique comment la fiscalité pousse les entreprises à se financer par l'emprunt.

Nous avons repris son exemple d'un investissement de 1000 dont la rentabilité économique attendue avant impôts et frais financiers est de 20%.

Nous supposons que le financement de ce projet peut s'effectuer soit par augmentation de capital, soit par emprunt à un taux de 13% (au 3 juin 1985, les taux moyen et long terme s'étagaient entre 11,6% - pour les moyen terme mobilisables- et 13,75% pour les taux long terme non bonifiés du Crédit National). On suppose que, pour souscrire à cette augmentation, le dirigeant-propriétaire doit s'endetter personnellement au taux de 10% (taux particulièrement faible qui ne fera que renforcer nos conclusions) Cette hypothèse permet selon G.Charreaux de comparer la rentabilité, pour le dirigeant, de capitaux apportés dans son entreprise avec des placements patrimoniaux extérieurs qui lui rapportent 10% nets d'impôts par an (comme certains portefeuilles boursiers depuis 1983).

Par ailleurs, soit t son taux d'imposition marginal d'IR. On a les résultats suivants, récapitulés dans le tableau V-2.

Nous avons représenté sur ce tableau 5 modes de financement:

1) les actionnaires familiaux s'endettent personnellement au taux de 10% pour souscrire à une augmentation de capital, pour laquelle les dividendes des nouvelles actions ne sont pas déductibles (régime fiscal antérieur à la loi de 1983).

2) même cas que le 1, mais on suppose en outre que les dividendes sont déductibles (régime fiscal actuel).

3) la société réalise un emprunt de 1000 au taux de 13%.

4) un actionnaire extérieur (type FCPR) apporte 1000 de capital; on suppose que ses actions bénéficient d'un dividende prioritaire de 10% (taux habituellement retenu par de tels intervenants -cf l'article de D.Nouvellet dans la revue *Banque* de février 1983), déductible de l'IS.

5) Même cas que le 4, mais on suppose de plus que le précompte est supprimé (mesure que nous proposons).

On comprend immédiatement à la lecture de ce tableau les raisons pour lesquelles les entreprises familiales ont recours à l'emprunt ou même à l'autofinancement. La fiscalité actuelle pousse les actionnaires-dirigeants à refuser l'entrée de partenaires extérieurs, car cette solution leur est désavantageuse. De plus il faudrait tenir compte des répercussions de l'entrée d'un investisseur extérieur sur le mode de rémunération des anciens actionnaires (voir tableau V-3).

En effet, dans les premiers et troisième cas, ceux-ci peuvent utiliser les artifices de loyers immobiliers ou d'augmentation de salaires pour percevoir les fruits de cet investissement avec un

COMPARAISON DES DIFFERENTS MODES DE FINANCEMENT D'UN INVESTISSEMENT DE 1000 DANS UNE PME FAMILIALE

| | Financement par des fonds propres comparaison avec un placement à 10% | | Emprunt de la société à 13% | Financement par des fonds extérieurs; dividendes déductibles et prioritaires au taux de 10% pas de précompte | |
|--|--|--------------------------------------|--------------------------------|---|------------|
| | Dividendes non déductibles | Dividendes déductibles | | | |
| Bénéfice avant Impôt et frais financiers | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Frais financiers | - | - | 130 | - | - |
| Dividende déductible | - | 120 | - | 100 | 100 |
| Bénéfice imposable | 200 | 80 | 70 | 100 | 100 |
| Impôt sur les sociétés | 100 | 40 | 35 | 50 | 50 |
| Précompte | - | 40 | - | 33,3 (dont 25*) | - |
| Dividende non déduct. pour anciennes actions | 100 | - | 35 | 16,6 | 50 |
| Avoir fiscal | 50 | 40 | 17,5 | 8,3 | 25 |
| Revenu net | $150.(1-t)$ | $160.(1-t)$ | $52,5.(1-t)$ | $25.(1-t)$ | $75.(1-t)$ |
| Placement à 10% | -100 | -100 | - | - | - |
| Résultat final | $50-150.t$ | $60-160.t$ | $52,5.(1-t)$ | $25.(1-t)$ | $75.(1-t)$ |
| Résultat final si $t=0,5$ | -25 | -20 | 26,25 | 12,5 | 37,5 |
| Impôts perçus par le Trésor public sur la société et les anciens actionnaires | $150.t+50$ | $160.t+40$ | $52,5.t+17,5$ | $25.t+50$ | $75.t+25$ |
| | | * précompte à valeur sur les revenus | | des investisseurs extérieurs | |

TABLEAU V-2

COMPARAISON DES DIFFERENTS MODES DE FINANCEMENT EN TENANT COMPTE DES DIFFERENTS MODES DE REMUNERATION

| | Financement par des fonds propres Comparaison avec un placement à 10% | | | Financement avec des capitaux extérieurs | |
|--|--|---------------------------|---------------------------------|---|------------------|
| | Dividendes non déductibles | Dividendes déductibles | Emprunt par la société à 13% | Dividendes déductibles | |
| | | | | Dividendes prioritaires de 10% | pas de précompte |
| Résultat avant impôts et frais financiers | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Dividende déductible | - | 120 | - | 100 * | 100 * |
| Frais financiers | - | - | 130 | - | - |
| Bénéfice imposable | 0 | 80 | 0 | 100 | 100 |
| Impôt sur les sociétés | - | 40 | 0 | 50 | 50 |
| Précompte | - | 40 | - | 33,3(dont 25*) | - |
| Dividende | - | 120 | - | 16,6 | 50 |
| Avoir fiscal | - | 40 | 0 | 8,3 | 25 |
| Résultat net | 164-144.t | 160.(1-t) | 70.(82-72.t)/100 | 25.(1-t) | 75.(1-t) |
| Placement à 10% | -100 | -100 | 0 | 0 | 0 |
| Résultat final | 64-144.t | 60-100.t | 70.(82-72.t)/100 | 25.(1-t) | 75.(1-t) |
| Résultat final si t=0,5 | -8 | 10 | 32,2 | 12,5 | 37,5 |
| | * pour les investisseurs extérieurs | | | | |

TABLEAU V-3

rendement après impôts que nous avons estimé à $(82-72.t)/100$ (ce qui correspond à la moitié en royalties et à la moitié en salaires) au lieu de $0,75.(1-t)$ pour les dividendes non déductibles.

Par ce biais, le résultat net final pour l'actionnaire initial devient supérieur. On voit alors que l'écart entre emprunt et financement externe est très incitatif...pour garder fermé son capital!

Le financement par le capital extérieur, dans le cadre de la législation fiscale actuelle, ne devient intéressant pour les anciens actionnaires que si le taux des emprunts contractés par la société dépasse 17% (hypothèse peu plausible à moyen terme), alors qu'il s'agit d'un investissement dont le taux de rentabilité avant impôts est supposé de 20%!

Aussi, bien que nos estimations soient un peu arbitraires, (mais volontairement, nous n'avons pas envisagé le cas le plus favorable pour l'actionnaire-dirigeant, qui consiste à tout faire passer en royalties et en loyers), on peut néanmoins comprendre, au vu de ces chiffres, la réticence des chefs d'entreprise à ouvrir leur capital puisqu'ils n'y trouvent pas toujours leur intérêt financier, sans parler de la volonté de conserver sans partage le pouvoir dans leur entreprise.

Mais ceci n'est pas sans graves conséquences pour le niveau d'investissement des moyennes industries. Comme le note G.Charreaux, le recours à l'endettement conduit à une politique de sous-investissement qui peut être rationnelle pour la gestion du patrimoine du chef d'entreprise, mais qui peut devenir alarmante par ses conséquences sur le niveau économique général de la Nation.

=====

III) L'INVESTISSEUR:

Alors que la "mentalité patrimoniale" du chef d'entreprise peut s'expliquer par son environnement économique et fiscal, nous allons essayer de comprendre maintenant les appréhensions des investisseurs à entrer au capital d'une MEI.

De nombreuses mesures fiscales pour les investisseurs ont été prises depuis plusieurs années afin d'encourager les apports en fonds propres dans les sociétés non cotées. Parmi elles figurent en particulier la loi sur l'initiative économique de juillet 1984, qui étend des dispositions antérieures, et la proposition de loi sur la transparence fiscale des sociétés de capital-risque en discussion en ce moment au Parlement.

Toutefois, bien que la fiscalité leur semble assez favorable, les investisseurs nous ont fait part de certains blocages dus, soit à l'héritage historique des mentalités dans leurs propres organismes, soit aux risques élevés que présentent les PME, et à l'arbitrage entre les prises de participations et des placements rémunérateurs et plus sûrs.

A) DES OBSTACLES DUS AUX MENTALITES:

L'attitude "timorée", la mentalité de rentier de l'investisseur français sont parfois vilipendées par les chefs d'entreprise ou l'Administration. Il est d'ailleurs piquant d'entendre exactement les mêmes réflexions en Angleterre sur le compte des banquiers anglais, pourtant réputés pour leur dynamisme financier.

En fait, il faudrait faire une distinction entre l'investisseur financier, dont les ressources sont essentiellement des capitaux propres ou des obligations à long terme, et le banquier, qui tire la majeure partie des siennes des dépôts de sa clientèle.

Le financier correspond par exemple à la banque d'affaires, aux SFI, aux IRP et aux SDR.

Disposant de fonds propres à long terme, il peut les faire fructifier dans des participations.

Si le secteur des technologies de pointe semble assez bien couvert, notamment par les SFI, qui regroupent des équipes de spécialistes et de financiers, il semble qu'il subsiste des lacunes dans le financement des activités plus traditionnelles. Ainsi, en raison de l'absence de réseau en contact avec la clientèle des PME et du coût élevé de l'instruction des dossiers, les banques d'affaires se concentraient encore récemment sur les participations dans les grandes entreprises. Habitues à traiter avec une structure de cadres dirigeants, ces banques ont parfois du mal à comprendre les réactions du chef d'entreprise isolé, écrasé par l'ampleur de ses tâches, et n'ayant pas une formation universitaire ou de Grande Ecole.

Selon un chef d'entreprise que nous avons rencontré, les mots "banquier" et "risque" sont antinomiques, mais il nous semble que cette position peut être expliquée. En effet, le métier du banquier est d'abord d'assurer la collecte de dépôts très liquides (comptes à vue ou à court terme) qu'il utilise pour effectuer des opérations à court terme (escompte, découverts), et sur une échelle plus réduite, pour consentir des prêts à moyen et même à long terme. Il doit donc faire fructifier l'argent de ses déposants, tout en leur garantissant une parfaite liquidité. Aussi, son activité le pousse naturellement à ne considérer que la solvabilité à court terme des entreprises auxquelles il consent des prêts, et il ne se préoccupe que rarement des problèmes de haut de bilan. La structure de ses ressources l'incite donc à privilégier les risques à court terme.

Dans l'analyse du couple "rentabilité, risque" d'un investissement, le banquier commence par analyser le risque et en conclut le taux: plus le risque est grand, plus le taux sera élevé.

Cette prudence dans l'emploi des fonds des déposants s'étend même aux prises de participations réalisées sur les fonds propres de la banque. D'ailleurs, Henri Germain (1824-1905), fondateur du Crédit Lyonnais et créateur de la banque de dépôts en France, s'exprimait en ses termes devant ses actionnaires après l'échec de participations réalisées sur les fonds propres de sa banque lors du krach de 1882: "Les entreprises industrielles, même celles qui ont fait l'objet des études les plus sérieuses et celles qui sont administrées avec la plus grande sagesse, toutes comportent des risques que nous estimons incompatibles avec la sécurité qu'exige l'emploi des fonds d'une banque de dépôts." (cité dans Th.Zeldin, *Histoire des Passions Françaises*, tome 1, chapitre 6: *Les banquiers*).

Ainsi, un des nos interlocuteurs nous a cité le cas d'une entreprise, passée depuis par le second marché et maintenant cotée au RM, dont l'existence-même fut compromise par l'opposition des banques actionnaires à un projet de diversification qui a fait depuis la fortune de la société. En effet, devant un risque industriel qu'elles ne savaient pas évaluer, ces banques préféreraient se retirer, quitte à compromettre la survie de l'entreprise.

Enfin, selon certains de nos interlocuteurs, la faiblesse des fonds propres des banques françaises pourrait en partie expliquer cette attitude réservée dans les prises de participations.

De plus, l'organisation actuelle des banques privilégie le rôle du crédit, qui constitue leur raison d'être, et n'incite pas le directeur de succursale à se préoccuper des problèmes complexes de prise de participations. En effet, il se sent d'abord d'abord jugé sur les encours, les risques et les sinistres des crédits qu'il accorde, puis sur le montant des ressources collectées dans sa succursale, et plus généralement sur les postes de son bilan (dans lequel ne figurent pas les souscriptions de SICAV).

La prise de participations industrielles est un métier à part entière qui exige à la fois des compétences techniques, financières et des qualités humaines. Ces dernières sont essentielles pour établir un climat de confiance indispensables avec les dirigeants, et pour être capable d'évaluer les capacités de l'équipe dirigeante - paramètre souvent plus fiable que la lecture de bilans, selon de nombreux interlocuteurs.

Cette activité est encore trop peu valorisée et devrait, selon nous, être exercée (au sein des banques) par des spécialistes au sein d'une filiale indépendante qui en affirmerait la spécificité face aux directions du crédit et du réseau.

B) LES MEI PRESENTENT DES RISQUES ELEVES:

En effet ces entreprises ont souvent une gamme de produits peu diversifiée et sont donc plus vulnérables à un retournement de leur marché. Elles se caractérisent de plus par l'absence fréquente de documents comptables fiables, due au cumul des fonctions d'actionnaires et de dirigeants évoqué plus haut.

Ainsi que l'explique D.Nouvellet dans la revue *Banque* de février 1983 (*La prise de participation minoritaire dans les sociétés non cotées*), l'entrée au capital d'un investisseur ne peut donc se négocier sans l'engagement des anciens actionnaires sur une présentation plus précise des comptes et sur l'information complète de leurs partenaires. De plus, la tendance naturelle de l'entrepreneur à s'exagérer la qualité de ses projets constitue un obstacle supplémentaire à une appréciation précise de l'entreprise, ce qui exige donc une parfaite connaissance de ses marchés et de ses concurrents pour en cerner la valeur réelle.

D'autre part, la législation sur les appels en complément de passif lors de la liquidation de biens (article 99 du *Code de Commerce*) semble constituer un frein à l'entrée au capital d'une société dont la surface financière est faible, même si son application reste très rare.

Ce qui ne serait qu'un incident au niveau d'un grand groupe disposant de capacités financières importantes et d'activités suffisamment diversifiées pour lui laisser le temps de se réorganiser, peut entraîner la mort d'une entreprise moyenne. Celle-ci n'a généralement pas les ressources financières pour encaisser des à-coups, et sa mise en faillite peut amener ses actionnaires à perdre bien plus que la mise initiale. Un banquier nous a d'ailleurs cité un cas où il a dû combler des pertes équivalentes à plusieurs dizaines de fois sa participation au capital. Il nous semble néanmoins que l'article 99 joue plutôt un rôle psychologique "d'épouvantail" qui peut servir d'alibi aux réticences de certains investisseurs.

Un de nos interlocuteurs, faisant profession d'apport en fonds propres, et y ayant acquis une bonne réputation, nous a d'ailleurs expliqué que son entrée au capital d'une entreprise pour financer un projet d'investissement était souvent subordonnée à l'existence d'autres activités rentables dans la société, qui permettraient d'amortir un échec éventuel.

C) UN PROBLEME DE RENTABILITE DES FONDS INVESTIS:

Même si la création du second marché a raccourci le délai nécessaire à une sortie en bourse, il reste néanmoins un "trou" dans le financement des entreprises dont le chiffre d'affaires avoisine les 20 à 30 MF. En effet, la sortie à moins de deux ans sur le second marché ne concerne que des entreprises au moins 4 ou 5 fois plus grosses.

De plus, les investisseurs éventuels ne peuvent trop compter sur le hors-cote "d'acclimatation" pour négocier leurs titres et réaliser leurs plus-values à moyen terme. Car l'étroitesse du flottant sur ce marché entraîne l'absence des institutionnels ou des SICAV qui pourraient réguler les cours, et le rend encore plus spéculatif que le second marché.

Toutefois, l'expérience du Centre d'Informations et d'Introductions en Bourse des PME-PMI (CIIB) sur le hors-cote pourrait développer l'attrait pour le marché hors-cote. En imposant aux sociétés recourant à ses services les mêmes exigences de publicité, de transparence des comptes que sur le second marché, et en leur offrant un contrat de liquidité, le CIIB propose au public des sociétés qui offrent des garanties similaires à celles exigées sur le second marché.

Dans ces conditions, les investisseurs sont tenus, en l'absence d'un véritable marché de blocs-titres (pour les raisons évoquées au chapitre III), de rester au moins 5 à 7 ans dans le capital de l'entreprise. Aussi, ils souhaitent le plus souvent toucher, sous forme de dividendes prioritaires,

une partie des fruits de leur investissement, sans attendre la réalisation d'une plus-value éventuelle lors d'une revente des titres. Mais, les taux souvent assez élevés demandés (parfois même supérieurs à ceux de crédits bonifiés), s'ils sont légitimes de la part des investisseurs soucieux de rémunérer leur capital, sont souvent un obstacle, car le chef d'entreprise a alors intérêt à s'endetter.

De plus, l'investisseur, surtout bancaire, peut être tenté par d'autres placements moins risqués et encore très rémunérateurs. Il peut privilégier l'utilisation de ses fonds propres pour consentir des crédits dont les taux réels (i.e. après déduction de l'inflation) sont redevenus positifs pour la première fois depuis de nombreuses années (voir figure V-2) et où les risques sont moins grands que dans une participation. En accordant des prêts à l'entreprise, il est beaucoup mieux protégé par la loi, en tant que créancier, que s'il est actionnaire.

Quant à l'épargnant individuel, il préférera placer ses économies dans des obligations qui bénéficient d'un régime fiscal attractif plutôt que dans des FCPR. Par exemple, une obligation de 100 F au taux de 12% nominal rapporte annuellement 9 F net d'impôts sans aucun risque.

III) LE ROLE DE L'ETAT:

Comme le notaient en conclusion de leur étude B.Costa de Beauregard et M.Fossier (op. cit.): "Si toutes les initiatives dans le système de financement de l'entreprise ne sont pas de l'Etat, celui-ci est presque toujours impliqué dans le processus d'innovations et de développement de ce système".

L'action de la Puissance Publique doit à la fois assurer la régulation des grands équilibres monétaires, budgétaires et extérieurs, et en même temps aider l'investissement industriel qu'elle considère comme un des moteurs de la prospérité économique et sociale du pays. Ainsi, son action sur le marché monétaire peut s'expliquer par le souci d'assurer l'équilibre des finances publiques sans recourir à la création monétaire, qui catalyse l'inflation. Mais, le montant élevé des obligations émises avec la garantie de l'Etat sur le marché financier a un effet d'éviction certain, à la fois par la masse des capitaux recueillis (voir figure V-3), par le niveau assez élevé des taux consentis afin d'assurer le placement dans de bonnes conditions, et par les facilités fiscales accordées aux souscripteurs: prélèvement libératoire de 25% (dont 10% de retenue à la source), alors que les dividendes sont soumis à la double imposition avec avoir fiscal.

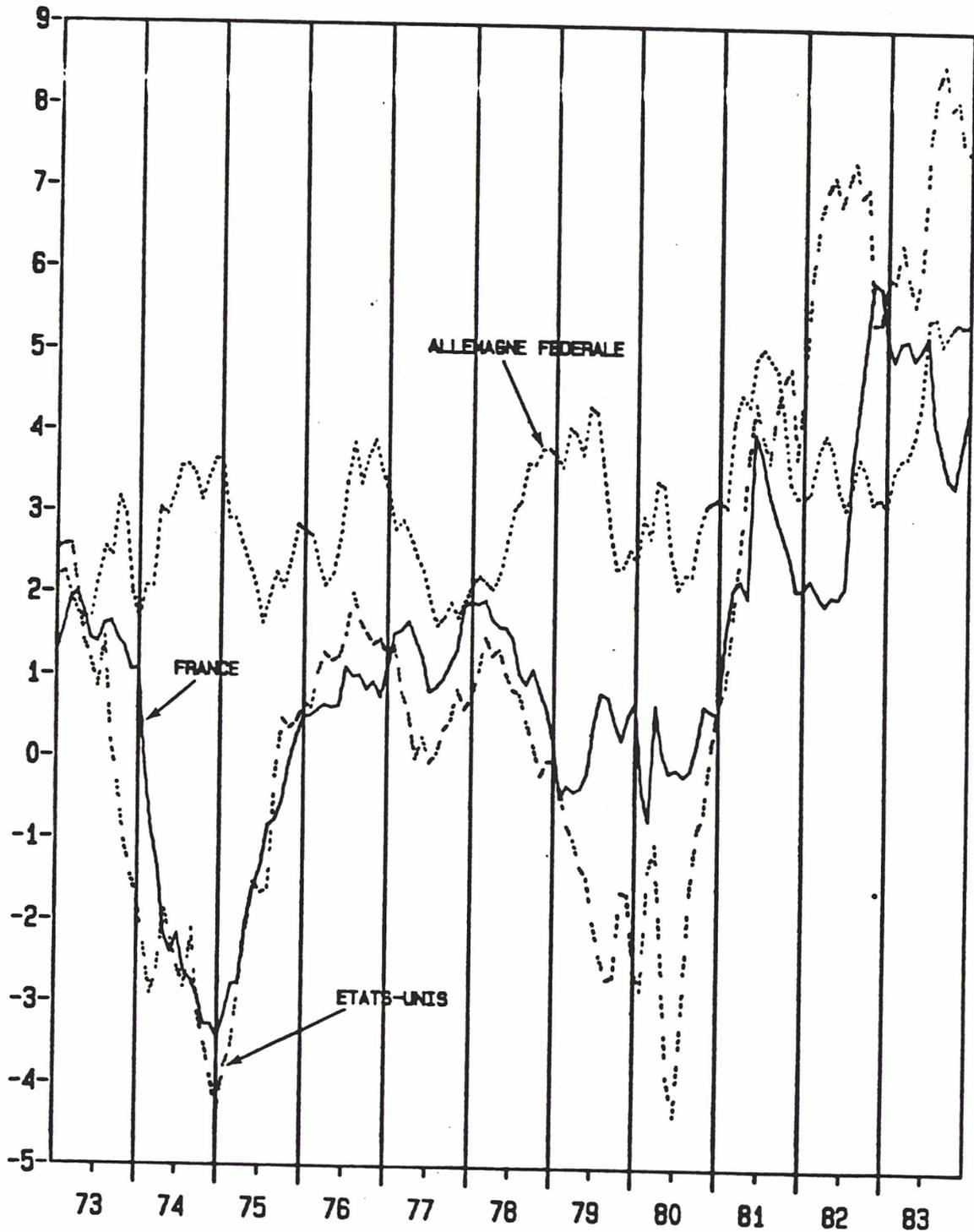
De plus, la politique d'encadrement du crédit a tendance à frapper plus durement les PME, comme le note G.Charreaux dans son article déjà cité. Ces entreprises, présentant souvent des risques (au sens bancaire du terme) plus élevés, sont les premières touchées par une réduction des enveloppes de crédits. Cela les incite à recourir sur une large échelle au crédit fournisseur, souvent très onéreux (voir le rapport du Commissariat Général du Plan d'avril 1982 sur *Les aides à l'industrie*).

Devant la difficulté de financer les investissements industriels, l'Etat a développé au fil des ans un foisonnement de procédures, comme les subventions pour l'équipement (9 MdF en 1982), qui sont d'ailleurs à un niveau comparable chez nos concurrents (voir l'étude de J.C.Dutailly de l'INSEE sur les aides aux entreprises en 1982).

De plus, comme le souligne le rapport 1983 du Conseil National du Crédit: "Les procédures à taux préférentiel représentent près de 31,9% de l'encours des crédits à l'investissement en 1983, et 44,3% si l'on ajoute les crédits faiblement privilégiés". D'ailleurs, les prêts bonifiés sont tellement intéressants pour une entreprise qu'ils peuvent dissuader totalement un entrepreneur d'apporter lui-même des fonds propres ou d'ouvrir son capital pour investir (voir tableau V-4). En plus de leur effet d'incitation à l'endettement, ces prêts coûtent cher au budget de l'Etat. Ainsi, la charge de la bonification sur les encours 1982 a été, selon le rapport du Commissariat Général du Plan sur *Les aides à l'industrie*, de 2,8 MdF. On peut donc s'interroger sur l'opportunité d'une mesure onéreuse

ÉVOLUTION COMPARÉE DU TAUX DE RENDEMENT
DU MARCHÉ OBLIGATAIRE
EN FRANCE, EN ALLEMAGNE FÉDÉRALE, AUX ÉTATS-UNIS
TAUX RÉELS

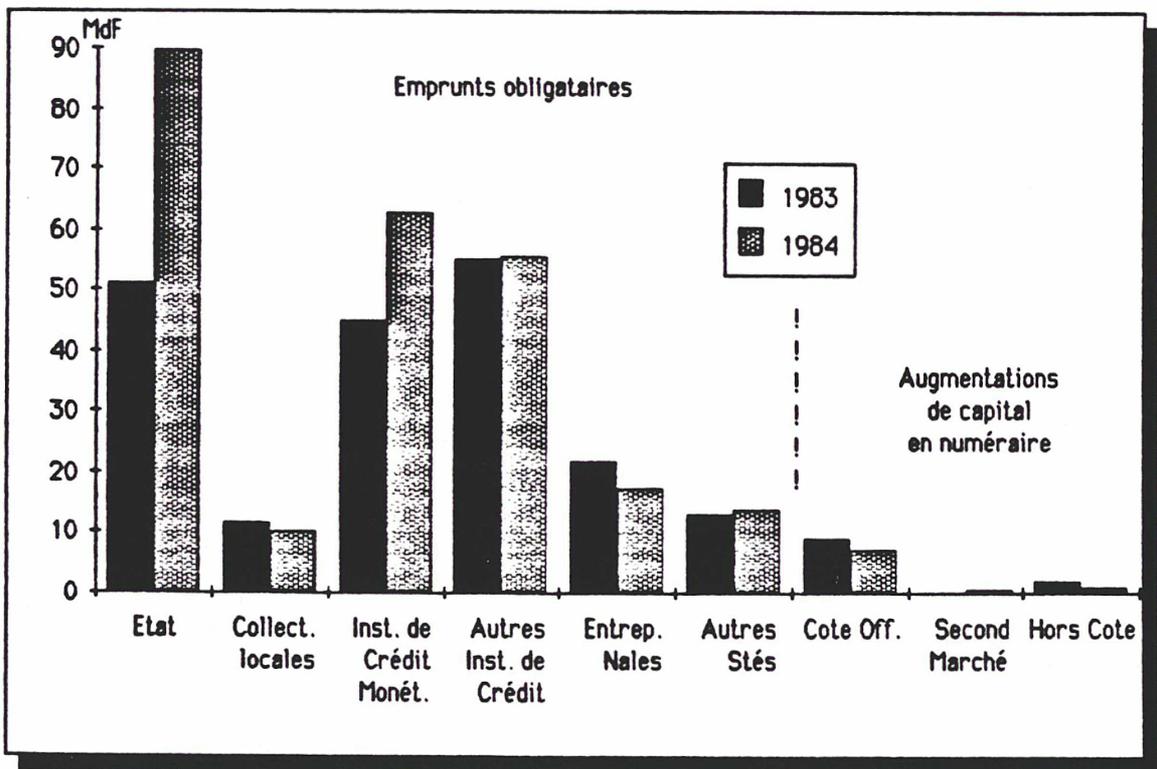
POURCENTAGE



Source: Conseil National du Crédit

FIGURE V-2

EMISSIONS DE VALEURS MOBILIERES A PARIS



Source: CAC

FIGURE Y-3

COMPARAISON DU FINANCEMENT D'UN INVESTISSEMENT PAR UN PRET BONIFIE OU DES CAPITAUX EXTERIEURS

| | Emprunt à 9,25% | Capitaux extérieurs | | | |
|---|-----------------|---|----------------|--|------------------|
| | | Dividendes prioritaires à 10% | | | |
| | | Dividendes déductibles pour les nouvelles actions | | Dividendes déductibles pour toutes les actions | |
| | | avec précompte | sans précompte | avec précompte | sans précompte |
| Résultat avant impôts et frais financiers | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Dividende déductible | - | 100 * | 100* | 120 (dont 100 *) | 200 (dont 100 *) |
| Frais financiers | 92,5 | - | - | - | - |
| Bénéfice imposable | 107,5 | 100 | 100 | 80 | - |
| Impôt sur les sociétés | 53,75 | 50 | 50 | 40 | - |
| Précompte total | - | 33,3 (dont 25*) | - | 40 (dont 30*) | - |
| Dividende | 53,75 | 16,6 | 50 | 20 | 100 |
| Avoir fiscal | 26,875 | 8,3 | 25 | 10 | - |
| Résultat net | 80,6.(1-t) | 25.(1-t) | 75.(1-t) | 30.(1-t) | 100.(1-t) |
| Résultat final si t=0,5 | 40,3 | 12,5 | 37,5 | 15 | 50 |
| Impôts perçus par le Trésor public sur la société et sur les anciens actionnaires | 80,6.t+26,8 | 25.t+50 | 75.t+75 | 30.t+30 | 100.t |
| | | * pour les investisseurs extérieurs | | | |

TABLEAU V-4

pour les finances publiques, et qui est loin de favoriser le renforcement en fonds propres des entreprises.

=====

CONCLUSION:

Les difficultés du financement en fonds propres des moyennes entreprises ne relèvent donc pas uniquement de la "mentalité patrimoniale" du chef d'entreprise, ou de la "mentalité de rentier" de l'investisseur. Comme on l'a vu, la fiscalité des dividendes et des obligations joue un rôle décisif, en favorisant le recours à l'emprunt dans les entreprises, et en favorisant les placements obligataires des épargnants.

C'est pourquoi nous suggérons deux mesures, que nous avons présentées dans le tableau V-4.

1) Nous proposons la suppression du précompte versé par la société lors du versement de dividendes déductibles, dans les cas prévus par l'article 214 du *Code Général des Impôts*. Bien entendu, les dividendes ainsi versés ne donneraient plus droit pour l'actionnaire à un avoir fiscal: celui-ci n'a sa raison d'être que pour des revenus déjà imposés au titre de l'IS. Nous avons présenté en annexe les conséquences d'une telle mesure pour le Trésor Public.

Une telle mesure rendrait pour les anciens actionnaires, le recours à des capitaux extérieurs plus attractif que l'emprunt. Elle pourrait donc avoir un effet sur le renforcement en fonds propres des entreprises. De plus, nous pensons que les entrepreneurs pourraient bénéficier de la présence d'un actionnaire extérieur dont les compétences et les relations financières et/ou internationales lui permettraient de mieux développer leur entreprise.

Par ailleurs, la suppression du précompte permettrait de résoudre le problème juridique posé par la législation des FCPR. En effet, ceux-ci bénéficient du régime de la transparence fiscale. Mais leurs actionnaires ne sont imposés, au titre des revenus provenant du FCPR, qu'au taux de 16%; ils ne peuvent donc pas bénéficier du crédit d'impôt résultant du précompte prélevé par l'Etat sur les dividendes versés aux FCPR.

Cette mesure irait aussi dans le sens d'une plus grande clarté de la législation.

2) Nous avons même pensé à proposer la déductibilité pendant 5 ans de tous les dividendes versés par une société non cotée dans le cas où les deux conditions suivantes seraient vérifiées:

- le capital ne devra être détenu ou contrôlé que par des personnes physiques.
- une augmentation de capital en numéraire devra amener l'entrée d'un ou de plusieurs investisseurs extérieurs (personnes morales) à hauteur d'au moins 10% du nouveau capital.

Il s'agit dans notre esprit d'inciter les anciens actionnaires familiaux à ouvrir leur capital à un capitaliste extérieur qui peut leur apporter une expérience financière et industrielle. Cette disposition pourrait être reconduite pour des augmentations de capital ultérieures qui verraient la dissolution progressive du groupe familial initial.

Toutefois, une telle mesure pourrait être facilement tournée par la création de FCPR-"fantômes", dans l'orbite d'établissements de crédit, et qui effectueraient des portages déguisés! Aussi, il faudrait définir plus précisément la notion légale d'investisseur extérieur:

- soit en établissant une liste d'établissements agréés, en contrôlant qu'ils ne procèdent pas à

des portages; on pourrait aussi n'agréer que des établissements publics (SDR, IDI), mais ce serait leur accorder une rente de situation qui ne permettrait pas une concurrence efficace et qui écarterait du marché du capital tous les autres établissements financiers.

- soit en limitant cette mesure, comme nous l'a suggéré un de nos interlocuteurs, à des investisseurs, dont le capital est largement dilué dans le public, sévèrement contrôlés par des commissaires aux comptes, la COB, et le Trésor, comme par exemple des Sicav dont le capital serait à plus de 75% entre les mains de personnes physiques.

- soit, enfin, en restreignant la revente des titres par les investisseurs extérieurs à des sociétés de capital-risque telles que les prévoit le projet de loi en discussion, ou à la revente au public sur le second marché, voire la cote officielle.

En l'absence de telles mesures fiscales, on peut penser que la situation du financement de l'industrie par des capitaux propres a peu de chances d'évoluer rapidement malgré la création du second marché, même si, selon de nombreux interlocuteurs, on peut discerner un changement de mentalité parmi les chefs d'entreprises à l'égard des capitaux extérieurs et de la Bourse.

oooooooooooooooooooooooooooo

CONCLUSION

Le second marché semble être une réussite boursière:

A la suite du marasme dans lequel la Bourse se débattait jusqu'en 1977, la création du second marché a permis de revitaliser les places financières françaises. En apportant de nouvelles valeurs à la cote, celui-ci a suscité un volume d'échanges important et a apporté un second souffle aux agents de change et aux directions financières des établissements bancaires.

Toutefois, on peut être préoccupé par l'étroitesse du marché, qui le rend très spéculatif, notamment au moment des introductions. La hausse exagérée des cours et la faiblesse du flottant le rendent spécialement vulnérable à un retournement de la conjoncture.

Enfin, le second marché sera d'autant plus crédible dans l'esprit des investisseurs que les sociétés ne répondant plus aux critères d'admission seront effectivement radiées.

S'inspirant d'expériences étrangères, notamment anglo-saxonnes, les "pères fondateurs" du second marché souhaitaient entraîner, par sa création, un flux d'épargne s'investissant dans les entreprises moyennes.

Or, comme on l'a vu, les augmentations de capital sont encore modestes (surtout en valeur absolue), et il semble que l'introduction d'une société soit surtout dictée par des impératifs patrimoniaux, de la part des actionnaires familiaux. La vente de 10% du capital permet notamment de dégager des liquidités pour résoudre certains problèmes fiscaux (paiement de l'IGF, des droits de succession, etc.). Mais il faudra attendre plusieurs années avant de tirer des conclusions significatives sur l'utilisation du second marché pour lever des capitaux en vue de financer la croissance des entreprises.

Le second marché ne semble pas fournir de solution au problème du financement des entreprises:

Le second marché n'a touché pour l'instant qu'une minorité d'entreprises performantes, peu représentatives de l'ensemble des PME françaises. Devant le petit nombre d'augmentations de capital d'une part, et le petit nombre d'entreprises cotées d'autre part, on peut s'interroger sur les raisons qui dissuadent les chefs d'entreprise de recourir à des fonds propres extérieurs.

Nous partageons l'analyse de D.Nouvellet (revue *Banque* - mai 1985), selon laquelle les fonds propres servent d'abord à conforter l'indépendance de l'entreprise face à ses créanciers (fournisseurs ou banquiers), ou face à l'Etat.

Mais, cet auteur souligne que les dirigeants d'entreprise comprennent encore mal la nécessité de rémunérer correctement leurs actionnaires. En effet, ainsi que nous l'avons montré, la fiscalité les pousse, tant qu'ils contrôlent entièrement le capital, à se rémunérer sous d'autres formes que des dividendes. De plus, le patron d'une PME souhaite le plus souvent conserver sans partage la direction de l'entreprise qu'il a développée.

Ces obstacles dus aux mentalités, même s'ils semblent s'atténuer chez les dirigeants à la suite de la création du second marché, sont confortés par une législation fiscale qui encourage l'endettement des entreprises au détriment du renforcement des fonds propres.

En effet, si de nombreuses mesures fiscales ont été prises pour inciter les investisseurs à prendre des participations dans les sociétés non cotées, et si le second marché offre un débouché commode pour revendre les titres, la fiscalité dissuade encore les actionnaires principaux d'ouvrir leur capital.

C'est pourquoi, en vue de stimuler les prises de participations en amont du second marché, nous proposons les deux mesures suivantes:

1) la suppression du précompte pour les dividendes déductibles.

2) l'extension à tous les actionnaires de la déductibilité des dividendes en cas d'ouverture du capital à la suite d'apports en numéraire par des investisseurs extérieurs.

Il s'agit de rendre plus intéressant le recours à des capitaux extérieurs, par rapport au crédit bancaire, qui semble rester un mode de financement bien adapté aux exigences de sécurité du prêteur et à la volonté d'indépendance du chef d'entreprise.

oooooooooooooooooooooooooooo

ANNEXE

Calcul de l'IS et du précompte dans le cas de dividendes déductibles

I - Dividendes déductibles, sans précompte déductible:

Comme son nom l'indique, le dividende déductible est déductible de l'assiette de l'impôt sur les sociétés. Toutefois la législation prévoit alors le versement par l'entreprise d'un précompte donnant droit aux actionnaires à un crédit d'impôt:

"L'avoir fiscal attaché aux distributions de dividendes a pour objet d'alléger la charge fiscale résultant de la double imposition desdits revenus (...). Son montant correspond en effet à la moitié de l'impôt sur les sociétés au taux normal de 50% acquité par la société.

Dès lors que toutes les répartitions de dividendes ouvrent droit au même avoir fiscal, la loi prévoit que les sociétés distributrices doivent acquitter un précompte égal au montant de l'avoir fiscal correspondant aux revenus distribués, dans la mesure où ces revenus n'ont pas été prélevés sur des bénéfices effectivement imposés au taux normal de 50%" (article 1598 du *Précis de Fiscalité* de la DGI).

De plus, l'article 1048 du même précis stipule bien que ce précompte n'est, lui, pas déductible de l'IS.

Soient donc:

R=le revenu brut avant impôts

D=le dividende déductible versé

(on supposera pour la simplicité du raisonnement que $D \leq R$)

I=l'impôt sur les sociétés versé par l'entreprise

P=le précompte

On a alors, puisque D est déductible de l'IS: $I=0,5.(R-D)$.

En vertu du texte précédent, l'entreprise peut, sans payer de précompte, verser $0,5.(R-D)$ de dividendes sur la partie du bénéfice ayant supporté l'IS.

Sur le reste du dividende, soit $D-0,5.(R-D)$, elle devra acquitter un précompte $P=0,5.(D-0,5.(R-D))$.

Les différents impôts et versements étant supposés inférieurs ou égaux au revenu annuel, on a: $D+I+P \leq R$.

Si l'entreprise souhaite maximiser le versement du dividende, on tire alors:

$D=3/5.R$

$I=1/5.R$

$P=1/5.R$

Ce régime est donc plus favorable pour l'actionnaire que celui de l'avoir fiscal à 50%.

En effet, si l'actionnaire est imposé au taux marginal t , le Trésor public perçoit au titre de l'impôt sur le revenu: $1,5.3/5.R.t - 0,5.3/5.R$. Soit, si $t=0,5$: $3/20.R$

Les impôts perçus sur la société et les actionnaires s'élèvent donc à: $7/20.R=0,35.R$.

En cas d'avoir fiscal en revanche, le Trésor perçoit $(3/2.t-1/2).D$, si $D=1/2.R$.

Les impôts perçus s'élèvent donc au total, si $t=0,5$, à $1/8.R+1/2.R=0,625.R$.

II - Dividendes déductibles avec précompte déductible:

Comme on vient de le voir, la législation actuelle prévoit que le précompte versé pour des dividendes n'est pas déductible de l'IS.

Regardons maintenant le cas où le précompte serait déductible de l'IS, mais où il ne donnerait plus droit à un avoir fiscal pour l'actionnaire.

Avec les mêmes notations que précédemment, on aurait alors: $I=0,5.(R-D-P)$.

L'entreprise pourrait alors verser $0,5.(R-D-P)$ de dividende exonéré de précompte. Le reste du dividende, soit $D-0,5.(R-D-P)$, sera, lui, justiciable du précompte P . On aura donc: $P=0,5.(D-0,5.(R-D-P))$, soit $P=D-R/3$.

Si l'entreprise maximise la distribution de dividende, on a alors:

$$D=2/3.R$$

$$P=1/3.R$$

$$I=0$$

Si t désigne le taux d'imposition de l'actionnaire, le Trésor touchera alors au titre de l'impôt sur le revenu: $2/3.R.t$. Soit, si $t=0,5$: $R/3$.

Les impôts perçus s'élèvent au total à: $R/3=0,33.R$.

III - Dividendes prioritaires déductibles et dividendes soumis à l'avoir fiscal:

Pour terminer, examinons le cas où la société doit verser un dividende prioritaire qui est déductible et verse éventuellement le reste du résultat sous forme de dividende non déductible, dans le cadre de la législation actuelle.

Soient donc:

D = le dividende déductible prioritaire, supposé inférieur au résultat annuel.

F = le dividende non déductible

On a: $I=0,5.(R-D)$.

La société peut donc distribuer $0,5.(R-D)$ de dividendes sans précompte. Pour verser le reste, elle devra acquitter un précompte de $P=0,5.(D+F-0,5.(R-D))$.

De plus, on a par hypothèse: $D+F+I+P \leq R$, soit $5D+6F \leq 3R$.

On voit donc que dans ce cas, si $D > 0,6 R$, il n'y aura pas de dividende non prioritaire.

Ainsi un dividende prioritaire de 10% pour un investissement de 1000, exige un résultat minimum de 167, c'est à dire un taux de rentabilité avant impôt de 16,7%.

ABBREVIATIONS

| | |
|---------|--|
| ANVAR | Agence Nationale de VALorisation de la Recherche |
| BALO | Bulletin des Annonces Légales Obligatoires |
| BNP | Banque Nationale de Paris |
| CAC | Compagnie des Agents de Change |
| CAECL | Caisse d'Aide à l'Equipement des Collectivités Locales |
| CCF | Crédit Commercial de France |
| CDC | Caisse des Dépôts et Consignations |
| CEA | Compte d'Epargne en Actions |
| CEPME | Crédit d'Equipement des Petites et Moyennes Entreprises |
| CIC | Crédit Industriel et Commercial |
| CIO | Crédit Industriel de l'Ouest |
| CN | Crédit National |
| CNPF | Conseil National du Patronat Français |
| COB | Commission des Opérations de Bourse |
| CSAC | Chambre Syndicale des Agents de Change |
| DGI | Direction Générale des Impôts |
| DRIR | Direction Régionale de l'Industrie et de la Recherche |
| ETHIC | Entreprise de Taille Humaine Industrielle ou Commerciale |
| FCP | Fonds Commun de Placement |
| FCPR | Fonds Commun de Placement à Risque |
| IDI | Institut de Développement Industriel |
| IGF | Impôt sur les Grandes Fortunes |
| IRP | Institut Régional de participation |
| IR | Impôt sur le Revenu des Personnes Physiques |
| IS | Impôt sur les Sociétés |
| LMBO | Leverage Management Buy Out |
| MBA | Marge Brute d'Autofinancement |
| MEI | Moyenne Entreprise Industrielle |
| NASD | National Association of Securities Dealers |
| OPA | Offre Publique d'Achat |
| OPV | Offre Publique de Vente |
| OTC | Other The Counter |
| PCI | Pierre Chaussier Investissements |
| PER | Price Earning Ratio |
| PME | Petite ou Moyenne Entreprise |
| PMI | Petite ou Moyenne Industrie |
| RES | Reprise d'Entreprises par les Salariés |
| RM | Règlement Mensuel |
| SDR | Société de Développement Régional |
| SEC | Securities Exchange Commission |
| SFI | Société Financière d'Innovation |
| SICAV | Société d'Investissement à CApital Variable |
| SICOVAM | Société Interprofessionnelle pour la COmpensation des VAleurs Mobilières |
| SLB | Société Lyonnaise de Banque |
| UAP | Union des Assurances de Paris |
| USM | Unlisted Securities Market |

=====

BIBLIOGRAPHIE

CHAPITRES I, III & IIII:

Commentaires sur le second marché:

- Les PME et l'accès au marché financier
Le Monde - 9 novembre 1982
- Le second marché boursier en France
Jean Peuré - Problèmes Economiques - numéro 1857 - 18 janvier 1984
- Le second marché en 1983
Bulletin Mensuel de la COB - février 1984
- Un colloque souligne que l'expérience du second marché est un succès
Correspondance économique - 22 mai 1984
- Le second marché, brillant, trop étroit
Philippe Hadrien - Prospections - mai 1984
- Second marché: un succès largement confirmé
Les Echos - 30 août 1984
- La rentrée du second marché
Le Journal des Finances - 13 septembre 1984
- Second marché: succès à double tranchant
Valeurs Actuelles - 4 février 1984
- Enquête sur les conditions de réalisation de quelques introductions au second marché
Bulletin Mensuel de la COB - numéro 178 - février 1985
- Les abus du second marché
Le Nouvel Economiste - numéro 481 - 15 mars 1985

Les Introductions:

- Les Introductions sur le second marché
Bernard Mirat - Banque - numéro 432 - octobre 1983
- Les Introductions sur le second marché (octobre 1983 - juin 1984)
Bernard Mirat - Banque - numéros 443 & 444 - octobre & novembre 1984
- Second marché: sous évaluation des titres à l'introduction
Patrick Topsacalian - Analyse Financière - 4ème trimestre 1984

Expériences étrangères:

- Securities malpractices abound though the moral climate is changing: Tokyo's manages market
Far Eastern Economic Survey - 19 mars 1982
- Aktien: Neue Namen
Der Spiegel - numéro 31 - 1983
- Die Anleger lechzen nach Neuemissionen
Frankfurter Allgemeine - 15 août 1983

Observations comparatives sur l'Unlisted Securities Market et le Second Marché
 Hervé Lemée - Analyse Financière - 4ème trimestre 1983
 West German Markets: A little bet on the side
 The Economist - 10 septembre 1983
 L'USM et le second marché
 G.Gras - Banque - numéro 433 - novembre 1983
 A New Face on Wall Street
 Newsweek - 26 décembre 1983
 Placing your bets on the OTC market
 Investors Chronicle - 9 mars 1984
 Why Rooney Pace is controversial
 Investment Dealer's Digest - 21 août 1984
 Pat Rooney tries to buy his way into Wall Street's elite
 Business Week - 27 août 1984
 Rooney, Pace tries to make it big
 Financial world - 19 septembre 1984
 The insider deals in Tokyo's stock market
 Business Week - 15 octobre 1984
 Second marché à Paris, USM à Londres, OTC à New York: La Bourse à la portée des PME
 Les Echos - 15 octobre 1984
 Le développement du second marché boursier dans le monde
 Problèmes Economiques - numéro 1893 - 10 octobre 1984

Articles divers:

L'évolution des bourses de province entre 1962 et 1974
 L'Economie - numéro 1234 - 10 février 1976
 Estimation de ce que "pèsent" les bourses de province
 L'Economie - numéro 1244 - 27 avril 1976
 L'épargne régionale aux régions
 Le Nouvel Economiste - numéro 67 - 7 février 1977
 Bourses régionales: une résurrection nécessaire
 La Vie Française/L'opinion - 21 mars 1977
 Siparex, les entreprises régionales et la Bourse
 Dominique Nouvellet - Analyse Financière - numéro 34 - 3ème trimestre 1978
 Les Instituts Régionaux de Participation
 Alain Bachelier - Banque - numéro 414 - février 1982
 Bourses de province et économies régionales:
 quelques éléments pour un bilan et une réflexion prospective
 Marc Bertoneche - Banque - numéro 436 - février 1984
 Investir: Pierre Chaussier, PCI
 Ordinateurs - 17 septembre 1984

Textes divers:

La Bourse: pourquoi? comment? qui?
 Compagnie des Agents de Change - juin 1979
 Textes concernant le Second Marché
 Commission des Opérations de Bourse - janvier 1983

Le Second Marché

Compagnie des Agents de Change - février 1983

Bourse: Création d'un second marché

Les Notes Bleues - numéro 119 - 18 avril 1983

L'introduction en Bourse: une stratégie à la portée des moyennes entreprises

Conseil National du Patronat Français

Brochures et périodiques de sociétés:

Introduction en Bourse: l'accès à la cote du Second Marché

Banque Nationale de Paris

L'introduction des actions d'une société au second marché

Société Générale

Le Second Marché

Pierre Chaussier Investissements

La lettre des nouvelles affaires

CIIB - mensuel - numéro 1 - janvier 1984

Analyse statistique du second marché

Pierre Chaussier Investissements - décembre 1984

Le second marché en 1984: cours et transactions

Pierre Chaussier Investissements - février 1985

Des solutions pour aider les chefs d'entreprise à résoudre leurs problèmes d'actionnariat

Siparex

Une approche différente des fonds propres

Siparex

Réussir au Second Marché

Siparex - février 1985

La lettre de Siparex

Siparex - numéro 1 octobre 1984 - numéro 2 février 1985

Le suivi du second marché

Pierre Chaussier Investissements - mensuel - numéro 1 - mars 1985

Rapports - Études:

Le développement et la protection de l'épargne

Rapport remis au ministre de l'Economie et des Finances et au ministre délégué, chargé du Budget de la commission présidée par David Dautresme

La Documentation Française - 1982

Comment favoriser l'introduction des moyennes entreprises en Bourse

Rapport du Groupe de Travail réuni au CNPF

sous la présidence de M.Gilles Brac de la Perrière - décembre 1982

L'année boursière 83

Compagnie des Agents de Change - avril 1984

Analyse critique des 26 premières introductions au Second Marché

Jacques François-Dufour, Jean-Louis Kervern et Cie., agents de change - mai 1984

Les aides publiques aux entreprises industrielles en 1981 et 1982

Les Notes Bleues - numéro 211 - 21 janvier 1985

L'année boursière 84

Compagnie des Agents de Change - avril 1985

Livres:

- La Bourse, par Michel Durand
Collection Repères - Editions La Découverte
La Bourse démystifiée, par Claude-Annie Duplat
Les Editions d'Organisation
L'Argent, par Emile Zola

=====

CHAPITRE IV:

- Caractérisations des Moyennes Entreprises Industrielles en France
G.Hirigoyen - Banque - numéro 408 - juillet-août 1984
Aléas et enjeux de la création d'entreprises
P. Bouillon, N. Boulanger, D. Lansiaux
Mémoire de fin d'études d'Ingénieurs-Elèves
Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris - juin 1985

=====

CHAPITRE V:

- Les aides à l'industrie
J. C. Dutailly - INSEE - 1984
Histoire des Passions Françaises; Tome 1 - Ambition et Amour, par Théodore Zeldin
Collection Point - Seuil
Interventions de l'Etat dans le financement des entreprises industrielles françaises
B. Costa de Beauregard et M. Fossier
Mémoire de fin d'études d'Ingénieurs-Elèves
Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris - juin 1981
Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées?
G. Hirigoyen - Banque - février 1984.
Faut-il verser des dividendes?
M. Albouy & P. Dumontier - Revue Française de Gestion - janvier-février 1985
Un exemple d'analyse financière: le cas de Merlin-Gérin S.A.
M. Albouy - Banque - numéro 424 - janvier 1983
Le dilemme des PME: ouvrir son capital ou s'endetter
G. Charreaux - Revue Française de Gestion - janvier-février 1985
La prise de participation minoritaire dans les sociétés non cotées
D. Nouvellet - Banque - numéro 425 - février 1983
Les Aides à l'Industrie
Commissariat Général du Plan - avril 1982
Rapport Annuel 1983
Conseil National du Crédit
Pour une approche différente des fonds propres
D. Nouvellet - Banque - numéro 450 - mai 1985

=====

TABLE DES ILLUSTRATIONS

Chapitre I:

| | |
|-------------|--|
| Figure I-1 | Répartition des porteurs de valeurs mobilières (fin 1982) |
| Figure I-2 | Répartition du patrimoine des compagnies d'assurance (1981) |
| Figure I-3 | Répartition des portefeuilles des SICAV en 1982 |
| Figure I-4 | Répartition des portefeuilles des FCP de participation des salariés en 1982 |
| Figure I-5 | Répartition des portefeuilles d'actions françaises en 1981 |
| Figure I-6 | Répartition des portefeuilles d'obligations françaises en 1981 |
| Figure I-7 | Répartition des portefeuilles d'actions en 1978-1980 |
| Figure I-8 | Nombre de sociétés cotées à la cote officielle à la fin 1984 |
| Figure I-9 | Capitalisation boursière de la cote officielle (1983 et 1984) |
| Figure I-10 | Volume des transactions de la cote officielle (actions; 1983 et 1984) |
| Figure I-11 | Volume des transactions du marché hors-cote (actions; 1983 et 1984) |
| Figure I-12 | Nombre d'emprunts français cotés à la cote officielle à la fin 1984 |
| Figure I-13 | Capitalisation boursière de la cote officielle (obligations; 1983 et 1984) |
| Figure I-14 | Volume des transactions de la cote officielle (obligations; 1983 et 1984) |
| Figure I-15 | Répartition de la capitalisation boursière des obligations (cote officielle; 1984) |
| Figure I-16 | Répartition de la capitalisation boursière des obligations (cote officielle; 1984) |
| Figure I-17 | Répartition des sociétés étrangères cotées à Paris en 1984 |
| Figure I-18 | Répartition de la capitalisation des sociétés étrangères cotées à Paris en 1984 |
| Figure I-19 | Répartition des portefeuilles de valeurs étrangères en 1981 |
| Figure I-20 | Encours des crédits aux sociétés à la fin 1983 |
| Figure I-21 | Aides publiques accordées aux entreprises industrielles en 1981 et 1982 |
| Figure I-22 | La composition du patrimoine des ménages (1977) |
| Figure I-23 | La structure du patrimoine des ménages français (1980) |
| Figure I-24 | Le placement de l'épargne (1979) |
| Figure I-25 | L'évolution de la structure de l'épargne financière en France |
| Figure I-26 | Capitalisation boursière des principales bourses internationales en 1983 |
| Figure I-27 | Sociétés cotées sur les principales bourses internationales en 1983 |
| Figure I-28 | Transactions d'actions sur les principales bourses internationales en 1983 |

.....

Chapitre III:

| | |
|--------------|---|
| Figure II-1 | Evolution du nombre d'actions cotées à la cote officielle de Paris |
| Figure II-2 | Evolution du cours des actions cotées à la cote officielle de Paris |
| Figure II-3 | Performances de 5 places boursières internationales |
| Figure II-4 | Capitaux nets collectés par les SICAV et FCP à vocation générale de 1979 à 1983 |
| Figure II-5 | Valeur d'indemnisation de la dénationalisation des sociétés cotées (1981-1982) |
| Figure II-6 | Capitaux offerts le jour de l'introduction sur le second marché |
| Figure II-7 | Capitaux demandés le jour de l'introduction sur le second marché |
| Figure II-8 | Pourcentage du capital offert le jour de l'introduction sur le second marché |
| Figure II-9 | Rapport demande/offre le jour de l'introduction sur le second marché |
| Figure II-10 | Variation en % du premier cours coté par rapport au prix offert |
| Figure II-11 | Demandes servies le premier jour de cotation (en %) |
| Figure II-12 | Variation en % du cours d'équilibre par rapport au premier cours coté |

| | |
|--------------|---|
| Figure II-13 | Nombre de jours de bourse entre l'introduction et l'équilibre |
| Figure II-14 | Exemples de variation de cours à l'introduction |
| Figure II-15 | Rythme des introductions au second marché |
| Figure II-16 | Nombre de sociétés françaises cotées au second marché à la fin 1984 |
| Figure II-17 | Capitalisation boursière du second marché (1983 et 1984) |
| Figure II-18 | Capitalisation boursière des sociétés cotées au second marché en MF |
| Figure II-19 | Volume des transactions du second marché (actions; 1983 et 1984) |
| Figure II-20 | Nombre d'emprunts et de sociétés cotées sur les bourses françaises (1983-1984) |
| Figure II-21 | Capitalisations boursières de l'ensemble des bourses françaises (1983 et 1984) |
| Figure II-22 | Volume des transactions sur les bourses françaises (1983 et 1984) |
| Figure II-23 | Flottant des sociétés cotées au second marché en MF |
| Figure II-24 | Flottant des sociétés cotées au second marché en % de la capitalisation boursière |
| Figure II-25 | Variation du cours fin 1984 par rapport au premier cours coté |
| Figure II-26 | PER estimé (au cours fin 1984) |
| Figure II-27 | Pourcentage du capital offert le jour de l'introduction sur l'USM |
| Figure II-28 | Variation en % du premier cours coté par rapport au prix offert (USM) |
| Figure II-29 | PER estimé sur l'USM en septembre 1983 |

.....

Chapitre III:

| | |
|---------------|--|
| Figure III-1 | Structure du capital des sociétés cotées au second marché |
| Figure III-2 | Date de création des sociétés cotées au second marché |
| Figure III-3 | Taille des sociétés cotées au second marché (CA en MF) |
| Figure III-4 | Secteurs d'activité des sociétés cotées au second marché |
| Figure III-5 | Secteurs d'activité sur l'USM (novembre 1983) |
| Figure III-6 | Secteurs d'activité sur la cote officielle en 1984 |
| Figure III-7 | Croissance moyenne annuelle sur 3 ans du CA en % |
| Figure III-8 | Croissance moyenne annuelle sur 3 ans du BN courant en % |
| Figure III-9 | Exportations en % des ventes |
| Figure III-10 | Marges (BN/CA en %) |
| Figure III-11 | Marges (CF/CA en %) |
| Figure III-12 | Structure financière (FF/CA en %) |
| Figure III-13 | Structure financière (DLT/CP en %) |
| Figure III-14 | Structure financière (DLT/CF) |
| Figure III-15 | Rentabilité (BN/FP en %) |
| Figure III-16 | Rentabilité (CF/CP en %) |
| Figure III-17 | Distribution gratuite d'actions aux salariés (bilan 15/03/82 sur la cote officielle) |
| Figure III-18 | Emissions de valeurs mobilières par les sociétés privées cotées à Paris |
| Figure III-19 | Augmentations de capital des sociétés cotées (1980) |
| Figure III-20 | Introductions réalisées par les établissements financiers |

.....

Chapitre IV:

| | |
|------------|---|
| Tableau IV | Fonds Communs de Placement à Risques (statistiques au 31/12/84) |
|------------|---|

.....

Chapitre V:

- Figure V-1 Les ressources des entreprises non financières (1978)
Figure V-2 Evolution comparée du taux de rendement réel du marché obligataire
Figure V-3 Emissions de valeurs mobilières à Paris (1983 et 1984)
- Tableau V-1 Rendement après impôts des différents modes de rémunération
Tableau V-2 Comparaison des différents modes de financement d'un investissement dans une PME familiale pour un investissement de 1000
Tableau V-3 Comparaison des différents modes de financement d'un investissement en tenant compte des différents modes de rémunération
Tableau V-4 Comparaison du financement d'un investissement de 1000 par un prêt bonifié ou par des capitaux extérieurs

=====