

## Un mal bien français

Les autorités n'ont toujours pas compris l'utilité d'un marché boursier non réglementé pour financer les PME.



Première étape dans la vie boursière d'une petite entreprise, le Marché libre a permis à plusieurs jeunes pousses de grandir, mais des problèmes structurels menacent son avenir.

Le constat a été maintes fois dressé: le déficit endémique de capitaux et de fonds propres freine le développement des PME françaises, et hypothèque la croissance de demain. Malheureusement la mentalité française, qu'il s'agisse des différentes autorités ou des entrepreneurs eux-mêmes, n'a pas encore intégré le fait que l'accès à un premier marché boursier, non réglementé, serait une solution idéale de financement, en complément ou en substitut du private-equity. Contrairement aux anglo-saxons, et notamment au fameux marché londonien

de l'A.I.M, dont la souplesse et le pragmatisme ont assuré le financement de plus de 1 550 sociétés en devenir.

En effet, quoi de plus logique que de permettre à une jeune entreprise d'exposer au public son projet et à des investisseurs de toute sorte, - dûment avertis des risques mais aussi des espérances de gain -, de se rencontrer par l'intermédiaire du marché ?

A quand des mesures permettant de pallier aux inconvénients du marché Libre sans en perdre les avantages ?

Par Mathieu Bruckmüller

Un mal bien français : la sous-capitalisation chronique des PME est une réalité bien connue, mais qui, faute de solutions rapides, les condamne à un sur-place mortel. Alors que les banques, crise de liquidité oblige, sont de plus en plus réticentes à délier les cordons de la bourse, il devient urgent pour les entreprises de multiplier leurs sources de financement. "Les prêts de trésorerie ont chuté de 16 % en un an. Jusqu'ici, les PME faisaient souvent affaires avec une seule institution financière, désormais elles en prennent plusieurs. Mais le point majeur pour ces entreprises consiste à trouver d'autres moyens pour avancer", estime Didier Rousseau, président-fondateur du cabinet de conseil Weave. Un enjeu stratégique quand on sait que les PME représentent 60 % des emplois de l'économie hexagonale.

### Aller en Bourse pour grandir, et non grandir pour aller en Bourse

Or le poids de l'intermédiation bancaire demeure malgré tout écrasant. Si les PME ne sont pas fermées à l'idée d'ouvrir leur capital pour grandir, force est de constater qu'elles ont eu jusqu'ici tendance à solliciter davantage le private-equity que le public-equity. Le capital-investissement représente 7 % du financement des 65 400 PME françaises contre 0,6 % pour les marchés boursiers, d'après un rapport remis à la ministre de l'Économie, Christine Lagarde, en septembre dernier par l'AMF, Nyse-Euronext, le médiateur du crédit et la Caisse des dépôts. C'est peu dire que les marchés de capitaux sont sous-utilisés. Question de mentalité répondent certains. Il est pourtant utile d'aller en Bourse pour grandir et non pas d'attendre d'être un géant pour s'y confronter. "Les

marchés financiers ne jouent pas leur fonction de financement de l'économie et plus particulièrement des entreprises petites et moyennes", estime Robert de Vogüé, PDG d'Arkeon Finance, société de Bourse. De nombreux spécialistes en sont convaincus, la Bourse reste encore le meilleur moyen de financer les PME, "l'outil par excellence", précise Rémy Thannberger, ancien avocat qui a initié et dirigé personnellement près de 250 introductions en Bourse sur tous les marchés, réglementés ou non, de la Cote de Nyse-Euronext à Paris.

### Le Marché libre, école maternelle de la Bourse

Dans ce contexte, l'actuel président de la société d'investissement Thannberger & Cie plaide avec vigueur pour que les petites entreprises recourent au Marché libre, ce compartiment non régulé et non réglementé de la Bourse de Paris, aux conditions d'accès minimalistes, qui compte actuellement 286 sociétés. Car cette "Bourse de la maternelle", autrefois dénommée "marché" hors-côté et transformée en "marché libre" en 1996, malgré son relatif anonymat, sourit à certains, à l'image de Facilasol, spécialiste de l'énergie solaire photovoltaïque. "Notre société se développe très vite et il fallait renforcer nos fonds propres de manière très significative. Nous avons commencé par

fournisseurs. Bref, la reconnaissance d'une PME solide et sérieuse. Le Marché libre reste un excellent moyen de mettre un premier pied en Bourse", explique-t-il. Malgré tout, pour de nombreux intervenants, les possibilités offertes par le Marché libre de lever des fonds sont aujourd'hui très limitées. "C'en est pas un mass-market de levée de capitaux", souligne Sébastien Korchia, gérant actions chez Meeschaert Asset Management. C'est un jardin d'acclimatation, un bon moyen de se frotter pour la première fois à la vie boursière, de structurer sa communication financière pour se rendre attrayant aux yeux des investisseurs afin de préparer au mieux de futurs financements. "Il permet à une entreprise d'accéder à un début de notoriété. J'en veux pour preuve l'un de mes clients qui depuis son introduction voit son accès aux grands comptes facilité, favorisant du même coup sa croissance. En revanche lever des fonds me paraît très difficile notamment depuis la création d'Alternext. A l'époque, il avait d'ailleurs été question de supprimer le Marché libre", abonde Johann Lissowski, avocat en droit boursier et ancien chargé de mission à l'AMF.

### Manque d'investisseurs, de liquidité, d'informations

"Le principal inconvénient du Marché libre demeure son manque de liquidité", explique d'ailleurs Jérôme

annuels. Grande souplesse pour les émetteurs qui a pour corollaire l'absence de protection des investisseurs : pas étonnant que le Marché libre soit parfois comparé à un Far West. Une équation qui explique en grande partie, selon Yannick Petit, son absence de promotion. "C'est la cave de la Bourse où se côtoient le pire et le meilleur", explique Sébastien Korchia. "Le Marché libre est victime de ses avantages : il est très souple. Il est facile d'accès, mais trop peu d'entreprises connaissent même jusqu'à son existence. Je suis frappé que le Marché qui accueille le plus de nouvelles valeurs depuis sa création, y compris étrangères, qui a été à l'abri de tous les excès et scandales depuis sa création en 1996, ne soit pas un peu plus considéré. Mme Lagarde serait bien inspirée de le citer dans ses discours de temps à autres, car les entreprises qu'il abrite n'ont rien à envier à celles qui sont inscrites sur Alternext. Cet élitisme très français a déjà coûté cher à notre Place financière", déplore Rémy Thannberger.

### L'échec relatif d'alternext, le succès de l'A.I.M

En créant Alternext en 2005, un marché organisé mais non réglementé, Euronext voulait mettre sur pied un marché sur mesure pour les PME. Objectif

*Il est pourtant utile d'aller en Bourse pour grandir et non pas d'attendre d'être un géant pour s'y confronter*

faire le tour de la place de Paris pour voir des fonds d'investissement qui étaient disposés à rentrer chez nous, mais il a été impossible de se mettre d'accord sur la valorisation de notre société. Nous avons décidé de prendre un petit risque en inscrivant notre société sur le Marché libre en juin 2008", explique Jérôme Hernani, le directeur général délégué. Un pari payant. Dans la foulée, l'entreprise bretonne a procédé à une augmentation de capital qui lui a permis de lever 3,7 M d'euros, frais d'opérations déduits. "Nous souhaitions obtenir entre 3 et 5 M d'euros. Nous sommes donc très satisfaits car le contexte du marché commençait déjà à être difficile. Cette opération nous a permis de lever des fonds de façon conséquente avec un niveau de valorisation deux fois supérieur aux bases de discussion que nous avons eues avec les fonds d'investissement", explique l'ancien banquier qui a rejoint l'entreprise familiale. Au-delà, Jérôme Hernani pointe un autre avantage : la visibilité. "Quand on est situé en province, être coté, même sur le Marché libre, n'est pas chose courante. Outre un intérêt accru des médias locaux, cela nous a donné une vraie crédibilité vis-à-vis de nos clients, de nos prospects mais aussi de nos

Hernani qui envisage sérieusement de transférer Facilasol sur Alternext pour atteindre davantage d'investisseurs, notamment les institutionnels. Ce manque de liquidité explique le désintérêt des grandes gestions pour ce segment, aggravé par le fameux ratio poubelle qui impose aux gérants de portefeuilles de ne pas détenir plus de 10 % de leurs fonds en valeurs de marché non réglementé. De fait, les sociétés du Marché libre sont quasi absentes du radar des analystes financiers. Une situation qui se répercute sur la structure du marché. "Il n'y a aujourd'hui quasiment plus d'intermédiaires en charge des PME", constate Robert de Vogüé. "Aujourd'hui le Marché libre est marginalisé, il séduit peu d'investisseurs et souffre d'une mauvaise image", diagnostique Yannick Petit, président-directeur général d'Allegra Finance, société d'introduction en Bourse. Si plusieurs entreprises envisagent de venir sur le Marché libre pour évoluer vers d'autres compartiments comme Alternext, d'autres s'inscrivent et ne communiquent plus du tout. Pour Yannick Petit, seules 30 % des sociétés inscrites sur le Marché libre feraient un effort de transparence en publiant à minima leurs résultats



"Les PME faisaient souvent affaires avec une institution financière, désormais elles en prennent plusieurs. Leur but consiste à trouver d'autres moyens pour avancer", Didier Rousseau, chez Weave.



"Les marchés financiers ne jouent pas leur fonction de financement de l'économie et plus particulièrement des PME", Robert de Vogüé, chez Arkeon Finance.

affiché : concurrencer l'insolent succès de l'Alternative Investment Market (AIM), lancé en 1995 à Londres, et spécifiquement conçu pour les activités en forte croissance. Ce marché cumule les avantages d'une cotation publique avec une approche réglementaire flexible. Aujourd'hui ce dernier compte plus de 1 550 entreprises cotées contre 126 chez son homologue français, avec à la clef une capitalisation totale 20 fois supérieure à celle du marché parisien. Un départ poussif qui trouve sa raison, entre autres,

dans les critères d'introduction, plus sévères que sur l'AIM qui a su privilégier la flexibilité et la sécurité

*“Alternext est plus réglementé que ce que laissait entrevoir sa philosophie d'origine. Cet excès est typiquement lié à la mentalité française”*

des émetteurs, sans nuire pour autant à la qualité de l'information pour les investisseurs. *“Alternext est plus réglementé que ce que laissait entrevoir sa philosophie d'origine. Cet excès est typiquement lié à la mentalité française. Même en créant un espace libre, on met toujours des règlements. On ne sera jamais capable de faire comme les Anglo-Saxons”*, diagnostique un familier du sujet. Pour rectifier la trajectoire, Christine Lagarde a présenté début octobre un plan d'attaque afin de doubler le nombre de PME cotées sur Alternext d'ici 18 mois avec des mesures d'assouplissement concernant l'introduction. Le rapport qui lui a été remis un peu plus tôt par l'AMF, Nyse-Euronext, le médiateur du crédit et la Caisse des dépôts, souligne qu'un seuil de maturité sera atteint avec la cotation de 600 entreprises en 2010. Un seuil encore bien en-deçà des 1 000 sociétés, préconisé, pour la même échéance, par Jacques Attali dans son rapport pour *“libérer la croissance française”*.

### La mauvaise volonté de Nyse-Euronext

Alors que l'essentiel des efforts semble se tourner vers la relance d'Alternext, certains s'interrogent sur l'avenir du Marché libre et sur les moyens de le dynamiser. Pour Yannick Petit, avec de petites re-



*“Lever des fonds sur le Marché libre me paraît difficile notamment depuis la création d'Alternext. A l'époque, il avait d'ailleurs été question de supprimer le Marché libre”*, Johann Lissowski, avocat en droit boursier.

touches, il serait possible de relancer le Marché libre et de permettre aux petites entreprises de venir da-

vantage se financer. *“Car au final, il s'agit bien de trouver de l'argent”*, explique-t-il. Selon lui, il faudrait

*“Il faudrait trouver une formule souple qui permette que les émetteurs soient accompagnés d'un listing sponsor pour préparer sa cotation et l'assister durant son parcours boursier.”*

trouver une formule souple qui permette comme sur Alternext que les émetteurs soient accompagnés par



*“Aujourd'hui le Marché libre est marginalisé, il séduit peu d'investisseurs et souffre d'une mauvaise image”*, Yannick Petit, chez Allegra Finance.

l'équivalent d'un listing sponsor qui interviendrait aux côtés de l'entreprise pour préparer sa cotation et l'assister durant son parcours boursier. Par le biais de due diligence simplifiée, ce partenaire pourrait attester du sérieux de l'entreprise, évitant ainsi de présenter aux investisseurs des canards boiteux. A côté, les entreprises devraient se conformer à un minimum d'information et s'engager auprès du marché à dévoiler des résultats chaque année. Mais plusieurs mesures récentes viennent sérieusement hypothéquer l'avenir du Marché libre. En avril dernier, l'AMF a supprimé toutes les obligations d'informations périodiques et permanentes comme le

rapport sur le gouvernement d'entreprise ou la déclaration par les dirigeants des opérations réalisées sur les titres de la société. Les seules obligations d'informations qui demeurent se limitent désormais au respect du Code de commerce. Petite concession de l'AMF : le maintien de l'obligation d'établir un prospectus en cas d'offre au public. En clair, l'AMF invite les sociétés du Marché libre à venir se lister sous Alternext sous peine d'être encore un peu plus marginalisées. Plus rude encore est la décision unilaté-

rale prise en juin par Nyse-Euronext d'instaurer à partir du 1<sup>er</sup> janvier prochain une cotation annuelle de 2 500 euros par an et par ligne d'actions admise, majorée de 500 euros par ligne secondaire pour les sociétés présentes sur le Marché libre. Raison invoquée par l'opérateur : l'harmonisation de sa structure tarifaire avec le marché réglementé Euronext

*Plus rude encore est la décision unilatérale prise par Nyse-Euronext d'instaurer une cotation annuelle pour les sociétés présentes sur le Marché libre*

et le marché organisé Alternext. En cette période de crise, le groupe cherche à préserver sa rentabilité par tous les moyens. *“Même si la somme peut sembler à première vue limitée, elle dépasse parfois le volume des transactions annuelles de certains titres. Le Marché libre est un marché de proximité et avec ce genre de mesures on ne peut que s'interroger quant à la vision de Nyse-Euronext sur l'avenir de ce marché. Il y a fort à parier que les tarifs vont encore augmenter par la suite”*, déplore

*“Nos PME ont besoin d'un marché et le Marché libre en fait partie”*

Julia Noir, avocate associée spécialisée en droit boursier et fusions-acquisitions chez Simon associés. Pour éviter la fronde des sociétés qui ne souhaiteraient pas verser l'abonnement annuel, Nyse-Euronext leur propose de se radier du Marché libre par simple lettre recommandée avant le 31 décembre. Mais cette option qui prendra effet au 1<sup>er</sup> juillet 2010 suscite une grande inquiétude. En effet, les sociétés pourront se délistier sans avoir à lancer une offre publique



*“Le Marché libre, c'est la cave de la Bourse où se côtoient le pire et le meilleur”*, Sébastien Korchia, chez Meeschaert Asset Management.

de retrait. Les actionnaires pourraient se retrouver du jour au lendemain avec des titres non cotés qui seront très difficiles de céder par la suite, à bon prix. *“Pour le peu d'investisseurs qu'il compte encore, cette décision ne va pas arranger les affaires du Marché libre”*, analyse Yannick Petit.

De son côté, Rémy Thannberger fustige le comportement de l'opérateur de marché qui se limite désormais à jouer le rôle d'une simple SSII et qui n'assure plus la promotion des marchés financiers, notamment à l'égard des PME. Une inquiétude partagée par Yannick Petit. *“Les Américains sont à la tête de Nyse-Euronext. Ils se battent pour attirer sur leur marché les grandes valeurs, les blue chips européennes. Pour ce faire, ils mettent le paquet. Par contre quand on parle de plus petites valeurs qui sont sur Euronext C, Alternext,*



*“On ne peut que s'interroger quant à la vision de Nyse-Euronext sur l'avenir du Marché libre”*, Julia Noir, chez Simon associés.

*ou le Marché libre, on est très, très loin de leur base”*, pointe-t-il. Une inquiétude qui s'ajoute à la récente décision de transférer la plate-forme du marché cash

de Paris vers la banlieue londonienne en 2010, et à la suppression du tiers des effectifs du listing à Paris. Au final, les spécialistes des PME craignent que Nyse-Euronext porte une attention de moins en moins importante à l'égard des petites capitalisations. *“Nos PME ont besoin d'un marché et le Marché libre en fait partie”*, insiste Yannick Petit. *“La fermeture du Marché libre serait dramatique pour les entreprises qu'il abrite et pour celles qui souhaitent le rejoindre. Mais au-*

*rait également des conséquences sur l'ensemble de la chaîne de financement des PME et à terme, c'est la Bourse de Paris elle-même qui serait menacée”*, avertit pour sa part Rémy Thannberger. ■



*“La fermeture du Marché libre serait dramatique pour les entreprises qu'il abrite et pour toute la chaîne de financement des PME”*, Rémy Thannberger, chez Thannberger & Cie.

### CHIFFRES REVELATEURS

#### Bourse, le retard des PME françaises

0,6 % des 65 400 PME françaises sont inscrites en Bourse : 0,4 % sur le Marché libre contre 0,2 % sur Alternext.

286 sociétés sont inscrites sur le Marché libre, et 126 sur Alternext, contre 1 550 sur l'AIM à Londres, dont la capitalisation est 20 fois supérieure au marché parisien.

21 : le nombre de transfert du Marché libre vers Alternext depuis sa création en 2005.

Source : Nyse-Euronext

### 3 questions à

**Armand Angelli,** président du comité d'organisation de Financium, le congrès des directeurs financiers et de contrôle de gestion.

*“Les relations avec les institutions financières se sont considérablement durcies”*

#### La grande tendance de ce congrès ?

Avec le contexte économique difficile, la fonction de DAF est en pleine mutation. Les professionnels ont été très surpris par la brutalité et l'imprévisibilité du retournement de la conjoncture. Ils ont été pris au dépourvu, dans l'obligation de réagir au quart de tour pour s'adapter. La question est désormais de savoir : qu'est-ce qu'on fait après la crise pour rebondir ? Cette réflexion va être au cœur de cette septième édi-

le goût de plus en plus prononcé des entreprises pour l'externalisation. Jusqu'à il y a peu de temps, c'était assez tabou. Désormais il n'est pas rare qu'une entreprise externalise une partie de sa comptabilité, de son service de paie, de son support aux clients et aux fournisseurs. Les DAF sont de plus en plus pragmatiques. Ce type de solution permet de réduire les coûts de 10 à 30 %. Aujourd'hui, l'externalisation se fait à 95 % en France, mais les entreprises recourent de plus en

*“Les banques sont très réticentes à prêter, surtout aux petites entreprises qui ne peuvent pas présenter un beau business-plan à 3 ans”*

tion de Financium, les 8 et 9 décembre au Pavillon d'Armenonville à Paris.

#### Des premières pistes pour ce rebond ?

La crise a entraîné une baisse des carnets de commandes, des difficultés en terme de trésorerie et de moyens de financement. Les banques sont très réticentes à prêter, surtout aux petites entreprises qui ne peuvent pas présenter un beau business-plan à 3 ans. Les relations avec les institutions financières se sont considérablement durcies. Pour réagir, il faut rendre les coûts plus flexibles. L'un des moyens, c'est

plus souvent à des prestataires à l'étranger, notamment au Maghreb et au Maroc en particulier. Ceci explique la présence du ministre de l'Industrie, du Commerce et des Nouvelles Technologies marocain lors de notre congrès.

#### Quid de 2010 ?

Les carnets de commandes remontent. On sent, malgré tout, un frémissement positif. Les DAF retrouvent un certain optimisme.

M.B.

Lire les dossiers précédents  
Les archives numériques  
nouveleconomiste.fr  
(consultation gratuite)