

FINANCEMENT DES VALEURS MOYENNES : QUI SONT LES COUPABLES ?

Si les Small Caps parviennent à se financer lorsque les marchés sont haussiers, les périodes de crise mettent en exergue leur sous-financement par la bourse. Spécialiste de l'analyse financière indépendante, Pierre-Yves Gauthier appelle haut et fort à un allègement des contraintes réglementaires, une simplification de la fiscalité, une remise en cause de la centralisation du marché boursier et... à la libération des ambitions. Pour que ces entreprises puissent construire leur avenir.

Que d'énergie! Que d'idées! Que de justes principes! Que de mains sur le cœur ! Et pourtant pas un centime à l'appui. Soyons brutaux: la PME cotée est le futur de la France mais avec l'argent des autres. Soyons plus brutaux encore: en termes de marché financier, la PME cotée est « un problème de riches ». Quand les marchés sont haussiers, que tous les investisseurs sont convaincus de leur sagacité, l'argent est abondant pour s'exposer aux actifs illiquides dont les « Small Caps » font partie. Mais quand le marché a peur, que seule l'étroitesse de la porte de sortie compte, un ETF sur le CAC40 fera bien l'affaire! Toute la chaîne d'intermédiation boursière est articulée autour de la confiance, mot qui reste plus respectable qu'argent facile. Mais sans argent facile, pas de PME en bourse.

Chercher un coupable au sous-financement par la Bourse des PME de demain mettra en évidence nombre de points de blocage

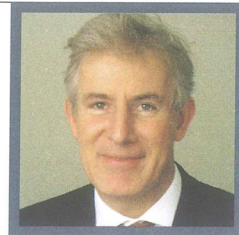
qui pourront être aplanis mais cela ne réglera pas le problème du risque d'illiquidité et de signature caractéristique des Small caps, risque qu'il faut bien que quelqu'un assume *in fine*. Or, hormis les moments d'argent facile, et donc d'illusion sur les gains futurs, le risque action est insuffisamment rémunéré pour donner du courage, partout, et aussi en France. Il est mal rémunéré face à la concurrence de la dette qui jouit de la déductibilité des intérêts pour les entreprises et est structurellement avantagée comme produit d'épargne, rassurant pour la proverbiale veuve. Mais également rassurant pour l'État qui doit bien mobiliser cette épargne pour combler les exécutions budgétaires déficitaires, décennies après décennies. L'État a besoin des PME pour préparer demain mais détourne l'épargne d'aujourd'hui pour régler ses dépenses d'hier.

En outre, de régulations en réglementations, la défense bien inten-

tionnée de la veuve a donné à la rémunération variable, c'est-à-dire à l'investissement en actions, petites ou grandes, l'image sulfureuse d'un jeu d'argent dans l'arrière salle d'un tripot enfumé. Le *Adult Only* des documentations financières sur tout ce qui touche aux actions *cash* (mais singulièrement pas sur les ETF ou CFD qui sont des terrains de jeu autrement plus licencieux), combiné à une fiscalité qui privilégie la rente, sont les premiers facteurs de désamour des actions, et des petites sociétés. Dans le cas de la France, l'ambivalence fiscale est d'ailleurs surprenante qui permet de favoriser les déductions pour des Start-up non cotées (loi TEPA) alors que les impôts sur les plus-values et dividendes sur les titres cotés invitent à passer son chemin.

ALLÉGEONS, LIBÉRONS, SIMPLIFIONS

Établir la longue liste des choses qui ne vont pas aboutit aussi parfois à faire oublier l'évidence. La concurrence entre les entreprises pour le *capital equity* n'a fait que s'amplifier avec l'abaissement des frontières et l'explosion des technologies de l'information. Et l'affectio societatis escompté par les MidCaps se dilue dans l'océan des investissements rendus possibles, *via* les plates-formes internet, aux derniers investisseurs en direct qui auraient survécu au double désastre de la bulle TMT et de la bulle de la dette. Cet affectio existe toujours bien évidemment auprès des gérants spécialisés dans le suivi des MidCaps mais leur influence régresse avec leurs capi-



PIERRE-YVES GAUTHIER, MEMBRE DE LA SFAF, COFONDATEUR ET MEMBRE DU DIRECTOIRE D'ALPHAVALUE, société spécialisée dans l'analyse financière indépendante par abonnement. Il a d'abord exercé diverses responsabilités au sein du Crédit Lyonnais, avant de devenir Head of Strategy d'Oddo Securities (2004 à 2007). Pierre-Yves Gauthier est diplômé de l'École de commerce de Lyon, MBA de York University, Toronto.

taux sous gestion. Bref, les rares preneurs de risque sont l'objet de sollicitations croissantes.

Nos observations sur « comment faire pour sortir de cette nasse ? » découlent des observations précédentes. Inciter nos politiques à dédramatiser les marchés actions alors qu'ils n'en tireront aucun bénéfice électoral, sensibiliser les régulateurs sur leur part de responsabilité vis-à-vis des normes de type ceinture et bretelle qui éteignent toute velléité de faire quand il s'agit de promouvoir un éco-système bousier allégé autour des PME, transformer la fiscalité de l'épargne pour encourager le risque plutôt que la rente, regretter la centralisation sur une seule place de marché inscrite dans un jeu mondial, si loin des préoccupations des PME régionales.

Allégeons, libérons, simplifions et les ambitions entrepreneuriales se porteront naturellement vers les marchés action pour y trouver le levier de leur croissance. Les actions sont bien la seule forme de capital qui laisse le temps à l'entreprise d'aller au bout de son projet. ■