

Mal emmanchée depuis l'origine, l'aventure boursière de Believe prend fin. En soi ce n'est pas très grave. Le problème, c'est que la société technologique rejoint la longue cohorte des Free, Tarkett, Manutan, Rothschild&Co et autres Somfy, qui quittent la bourse. On les comprend : illiquidité et ventes à découvert, analyses bâclées et coût financier plaident en faveur d'un retrait. Or, des marchés financiers affaiblis, ce sont des citoyens appauvris.

Vision de long terme, attentes de court terme

Dès le mois de juillet 2021, LM Invest France publiait une note sur l'introduction en bourse de Believe qui n'avait pas fonctionné¹ : Précipitation pour réaliser l'opération avant qu'Universal ne s'introduise en bourse, montant de l'émission revu à la baisse et, enfin, ventes à découvert importantes supposées compte tenu de la faible liquidité du titre. Un an plus tard, Believe avait perdu 60% de sa valeur et ne s'en remettrait jamais, jusqu'à l'annonce récente de son retrait de la cote, avec une petite prime mais toujours 25% sous le cours d'introduction.

Anecdotique car la société Believe était un cas isolé. Symptomatique car la société Believe de Denis Ladegaillerie rejoint la longue cohorte des retraits de la cote en à peine deux ans : Despature (Somfy, 2023), Rothschild (Rothschild&Co, 2023), Guichard (Manutan, 2023), Niel (Free, 2021) ou encore Deconinck (Tarkett, 2021), toutes ces familles se sont retirées, avec un argument récurrent : une vision stratégique de long terme irréconciliable avec les attentes boursières de court terme.

Tir aux pigeons d'octobre 2023 et projet illusoire de cotation en bourse de licornes

En 2018, LM Invest France écrivait que « *faute de capitaux, les marchés boursiers français sont fragiles, voués à des mouvements spéculatifs aléatoires [...] une trop faible valorisation rend l'attaque spéculative à la baisse d'une société plus aisée.* » En octobre 2023, quatre sociétés françaises ont vu leur valorisation s'effondrer et l'on sait pertinemment que ce sont les fonds spéculatifs qui ont été à la manœuvre.

Oct. 2023 – Performance boursière jour j précisé et mois

Société	Date	Perf. Jour J	Oct. 23
Alstom	05/10/23 ->	-38%	-44%
Plastic Omnium	26/10/23 ->	-23%	-31%
Sanofi	27/10/23 ->	-19%	-16%
Worldline	25/10/23 ->	-59%	-55%

Sources Bloomberg, LMIF

De telles mouvements ne devraient pas avoir lieu sur des marchés de capitaux suffisamment liquides et bien arbitrés. Ils minent la confiance des investisseurs. Dans une note publiée en décembre 2022 au sujet de la cotation souhaitée par le gouvernement de 10 licornes en bourse d'ici à 2025², LM Invest France détaillait les performances de certaines valeurs technologiques emblématiques françaises. La liste

ci-dessous est mise à jour au 20/02/23. Ces baisses majeures, plus graduelles, sont, de même, le reflet d'un manque chronique de liquidité, de marchés qui ne fonctionnent pas bien. Dans ces conditions, il sera périlleux d'introduire d'autres sociétés en bourse.

Evolution boursière de valeurs technologiques depuis IPO

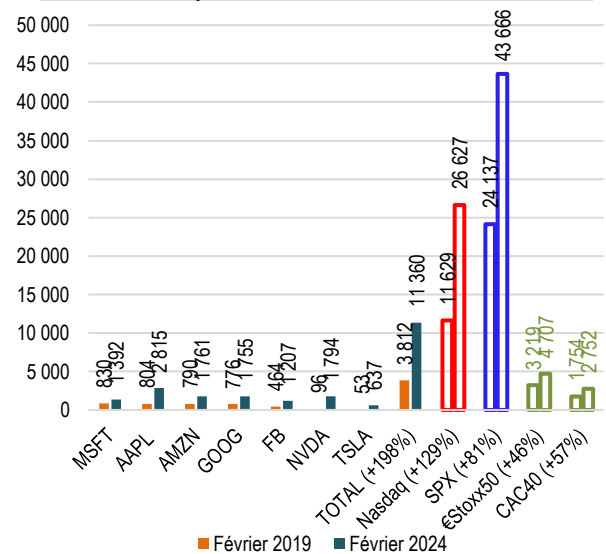
Société	IPO	Secteur	Act. Réf.	%
CRITEO	11/13	Techno.	-	-12%
BELIEVE	06/21	Musique	Ladegaillerie	-24%
OVH	10/21	Techno.	Klaba	-53%
DEEZER	07/22	Musique	Access Ind.	-78%
ARAMIS	06/21	Mobilité	Stellantis	-83%
ENERGISME	07/20	Techno.	-	-99%
NAVYA	07/18	Mobilité	Valeo	-100%

Sources Bloomberg, LMIF, valeurs arrêtées au 20/02/23

Europe / US, le grand écart

L'observation des profondeurs de marché entre les US et la France ainsi que leur évolution sur cinq ans n'est pas flatteuse. Nous partions en position relativement faible en 2019 : la capitalisation boursière de l'Eurostoxx50 ne représentait que 13% de celle du S&P500, 7% pour le CAC40. Depuis, l'Eurostoxx50 n'a cru que dans une proportion de ~50% par rapport au S&P500 (+46% contre +81%) et de ~35% par rapport au Nasdaq (+129%). Les poids relatifs par rapport au S&P500 ont ainsi baissé à 11% pour l'Eurostoxx50 et à 6% pour le CAC40. Enfin, s'agissant de la révolution en cours dans le domaine de l'IA, la hausse de ~+200% des « GAFAM » au sens large va être impossible à rattraper et il est plus que temps à présent de mettre en œuvre une stratégie différente dans ce domaine³.

Evolution des capitalisations boursières sur 5 ans – kMds\$



Sources Bloomberg, LMIF, données observées au 15/02/19 et 16/02/24

En second lieu, on notera que non seulement la capitalisation boursière de l'Eurostoxx50 ne représente que 11% de celle de l'indice S&P500, mais en proportion du PIB, les données révèlent des distorsions également fortes : les

¹ <https://lminvestfrance.com/2021/06/28/market-flash-believe-introduction-en-bourse-05-07-21/>

² <https://lminvestfrance.com/2023/01/03/market-flash-cotation-en-bourse-de-10-licornes-dici-a-2025-15-12-22/>

³ <https://lminvestfrance.com/2023/09/19/market-flash-naivete-reelle-intelligence-artificielle-19-09-23/>

indices boursiers représentent ~150% du PIB aux US contre seulement ~30% en Europe et ~100% en France.

Troisième remarque enfin s'agissant du poids du secteur du luxe au sein de l'indice CAC40. Il représente environ 40%, les deux seules valeurs LVMH et Hermès ayant à elles seules des pondérations respectives de l'ordre de 20% et 10%. La progression de l'indice beaucoup plus faible qu'outre-Atlantique a ainsi essentiellement reposé sur un unique secteur -dont le poids est passé de 10% en 2012 à 40% en 2024-, et au-delà de ce secteur, sur quelques valeurs seulement. Pour le reste (banque, énergies, industrie) la situation est plus compliquée.

Marchés financiers affaiblis, citoyens appauvris

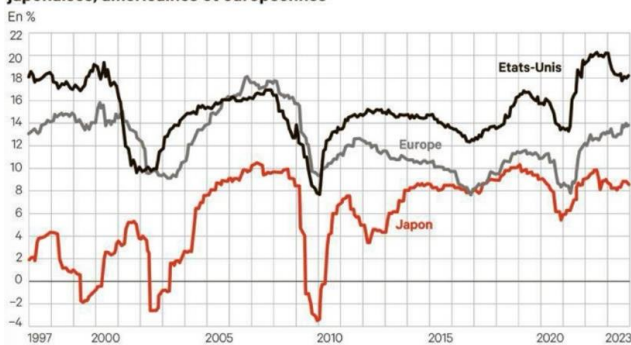
Quel est le problème de tout cela, en quoi les citoyens sont-ils lésés et quel est le mécanisme principal de transmission à l'économie réelle ?

Le premier problème et mécanisme de transmission immédiat est que l'absence d'introductions en bourse en aval signifie l'absence de financement de l'innovation en amont. Autrement dit, pas « d'exîit » en aval, pas de financement des startups innovantes en amont. Dans la course technologique que nous prétendons mener, notamment dans le domaine de l'IA, un tel état de fait est pénalisant et apparaît comme premier facteur restrictif évoqué par les investisseurs notamment anglo-saxons.

Deuxième mécanisme de transmission, la détention du capital par les citoyens comme rempart contre l'inflation. Pas de détention du capital, pas de rempart. Le principe est le suivant : ce que citoyen paye d'une poche, l'actionnaire peut le récupérer de l'autre. Energie, télécom, frais bancaires, grande distribution... dans tous les cas, l'actionnaire est gagnant, largement rémunéré par les dividendes. 1.600Mds\$ ont été versés dans le monde en 2022, dont 180Mds\$ pour la zone euro et 50Mds€ pour la France.

Inflation 2022 : Hausse de 8% à 14% des marges Europe (+75%), rétribution de l'actionnaire avec des dividendes records

Evolution comparée du rendement des fonds propres* des sociétés japonaises, américaines et européennes



*ROE (Return on equity) des 12 derniers mois

LES ECHOS / SOURCES : UBIP (UNION BANCAIRE PRIVÉE) ET LSEG DATASTREAM, DONNÉES NOVEMBRE 2023

Sources Voir graphique

On observe dans le graphique ci-dessus ce que l'on pouvait aisément subodorner⁴. Au cours de l'épisode inflationniste de 2021 / 2022, les marges des entreprises ont explosé dans des proportions inédites car celles-ci ont augmenté leurs prix dans des proportions tout aussi inédites. Elles ont ensuite, en toute logique, rémunéré leurs actionnaires.

Voilà deux arguments évidents quant à la nécessité d'avoir des marchés boursiers qui fonctionnent, avec une profondeur de marché suffisante, car le lien avec la situation financière des citoyens est bien direct.

⁴ <https://lminvestfrance.com/2023/03/07/contexte-de-marche-au-7-mars-2023/>

⁵ <https://bigmedia.bpifrance.fr/news/fonds-lac-dargent-mubadala-et-bpifrance-renforcent-leur-partenariat>

Quelles pistes de réflexion pour des marchés financiers européens et français plus solides ?

Elles sont de quatre ordres.

D'une part, l'éducation dès le collège et la formation tout au long de la carrière, à l'économie en général et aux marchés financiers en particulier. Cette première piste est presque culturelle, et le pouvoir politique doit s'en emparer. A cet égard, on pourrait ajouter que l'Etat doit sans doute rationaliser ses moyens d'intervention, notamment au travers des fonds Lac d'argent. Pourquoi par ailleurs aller chercher 10Mds€ chez Mubadala⁵ quand ses propres citoyens détiennent 1.500Mds€ en fonds euros dans des contrats d'assurance vie, correspondant à environ 70% de leurs encours ? On pourrait préférer que les dividendes de TotalEnergies, de Sanofi ou de LVMH reviennent aux citoyens français...

La deuxième piste consiste en une évolution fiscale favorable au preneur de risque sur les marchés. Pourquoi des mécanismes d'exonération et d'adaptation d'assez court terme existent dans l'investissement privé -détention en titres de participations, Pacte Dutreil- et pas dans l'investissement boursier ? Pourquoi l'investisseur qui ne prend pas de risque dans le cadre d'un contrat d'assurance-vie investi en fonds euros est moins taxé qu'un investisseur prenant des risques en acquérant des actions en direct sur les marchés ? Posons-nous ces questions de la fiscalité du capital.

La troisième piste, c'est de faire un (très) grand ménage dans le marché de la rétrocession. LM Invest France estime que 9Mds€ de commissions sont indument prélevées par les distributeurs de produits d'épargne, dans l'opacité la plus complète. Le marché de la gestion pour compte de tiers est biberonné à la rétrocession. Il faut rendre cet argent au client final.

Quatrième piste de réflexion enfin, la redéfinition, urgente, des systèmes de normes, et de la réglementation dans son ensemble. Ces normes, insupportables et sans cesse changeantes, pèsent de plus en plus lourd sur l'industrie de la gestion, tout particulièrement dans le domaine de l'ISR⁶. Elles sont largement inspirées du monde anglo-saxon, elles sont iniques et elles ont pour unique objectif l'affaiblissement de nos marchés.

⁶ <https://lminvestfrance.com/2021/12/10/market-flash-reflexions-sur-la-gestion-isr-10-12-21/>