

**Dans un pays sans culture économique, financière et encore moins boursière, où la majorité des cotations en bourse plus ou moins récentes de valeurs technologiques se sont avérées des fiascos, le gouvernement formule le vœu que 10 licornes soient cotées en bourse d'ici à 2025. On connaît l'issue probable sur la base de l'observation du passé : manque de capitaux, manque d'intérêt, manque de culture financière, et finalement effondrement des valorisations. Car la confiance ne se décrète pas. 800M€ d'argent publics doivent être mobilisés dans ce projet hasardeux.**

### La BPI, à l'origine une invention géniale

A l'origine, en 2012, la BPI -regroupement d'Oséo, de CDC Entreprises et du FSI-, était une invention géniale, et elle a vraiment bien fonctionné, notamment, à compter de 2014, sous l'impulsion d'Emmanuel Macron. Qui peut affirmer que la BPI n'a pas réellement, en à peine 10 ans, insufflé une dynamique extraordinaire en faveur de l'entrepreneuriat ? En fait, de l'entreprise au sens propre du terme.

On observe néanmoins, au fil des ans, une certaine dérive. Stratégie discrétionnaire difficilement lisible -par exemple, sur les marchés cotés, la création du fonds Lac1 alors qu'existe un produit similaire géré par le Fonds Stratégique de Participations soutenu par la CDC-, choix pléthorique de programmes d'investissements avec un nombre infini de critères, impasses sur certains secteurs pourtant stratégiques.

La BPI n'a par exemple jamais répondu aux deux courriers d'LM Invest France en juillet et décembre 2021 au sujet de CCG, qui dispose de la dixième capacité de calcul au monde dite HPC (*High Performance Computing*), violemment attaquée en bourse par le fonds Citadel.

La BPI n'a par exemple jamais financé la société MyDataModels, dont LM Invest France est actionnaire, qui pourrait pourtant devenir un leader mondial sur la *small data*, domaine ultra spécifique de l'IA où la France excelle. Voilà à présent que l'institution veut mobiliser 800M€ d'argent public dans un projet hasardeux... c'est une utilisation plus que discutable de l'argent public que d'aller investir en bourse dans des sociétés privées. Et même surprenante, pour ne pas dire schizophrénique : dans tel cas je rince l'actionnaire (Areva, EDF), dans l'autre je lui donne 800M€. Enfin, c'est une décision un peu surannée qui perpétue à terme un capitalisme de connivence entre l'Etat et les autres détenteurs du capital.

### Fiasco de l'immense majorité des introductions en bourse

Commençons par un constat. La majorité des sociétés technologiques françaises qui ont été récemment cotées en bourse sur Euronext ont vu leur valorisation s'effondrer. Ce, quelle que soit la configuration -timing, secteur, présence d'un actionnaire de référence.

Les valeurs ci-dessous ont été sélectionnées à titre d'exemple par LM Invest France et sont triées par ordre alphabétique.

### Evolution boursière de valeurs technologiques françaises depuis IPO

Société	IPO	Secteur	Act. Référence	%
ARAMIS	06/21	Mobilité	Stellantis	-81%
BELIEVE <sup>1</sup>	06/21	Musique	D. Ladegaillerie	-39%
CRITEO	11/13	Techno.	-	-23%
DEEZER	07/22	Musique	Access Ind.	-40%
ENERGISME	07/20	Techno.	-	-93%
NAVYA	07/18	Mobilité	Valeo	-98%

Sources Bloomberg, LMIF, Google, valeurs arrêtées au 14/12/22

L'observation comprend la société Criteo, pourtant cotée sur le Nasdaq. On connaît l'explication habituelle que l'exemple de Criteo vient contrecarrer : le coût et la complexité d'une cotation européenne expliqueraient le manque de profondeur des marchés boursiers européens en général et français en particulier. Cet argument a trait à une condition sûrement nécessaire, mais pas suffisante.

### Manque fondamental de capitaux

Ce qui caractérise avant tout les marchés boursiers européens, c'est une grande faiblesse du poids de ces marchés par rapport aux économies nationales. La France fait mieux que la moyenne certes, mais, même à 88%, le rapport reste beaucoup trop faible comparé aux US.

### Poids des principaux indices / PIB – Chiffres arrondis

Pays	PIB 22Q2	Indice	Capi. 12/22	Capi. / PIB
France	2,5k Mds€	CAC40	2,2k Mds€	88%
ZE	11,6k Mds€	Eurostoxx 50	3,8k Mds€	33%
US	25,7 Mds\$	S&P500	34,5k Mds\$	134%

Sources INSEE, Fed. Reserve Saint-Louis, Bloomberg, LMIF, décembre 2022

L'évolution de ces chiffres au fil des années est intéressante à observer, et elle décrit un affaiblissement progressif de la situation en Europe, au profit des US. Au sortir de la crise de 2008, les poids ci-dessus présentés « Capi. / PIB » étaient de 15% en zone euro et de 50% aux US, soit un rapport de 1 à 3. En 15 ans, non seulement ce rapport est passé de [1 à 3] à [1 à 4], mais en plus le PIB US a cru deux fois plus vite que le PIB européen (+77% aux US contre +31% pour la ZE). C'est dire si l'écart de taille des marchés boursiers s'est creusé : l'indice S&P500 a vu sa capitalisation multipliée par plus de 4x, de 8k à 35kMds\$, alors que celle de l'indice Eurostoxx50 n'a fait qu'un peu plus que doubler, de 1.6k à 3.8kMds€.

LM Invest France avait produit une première note<sup>2</sup> dès 2018 : « *faute de capitaux, les marchés boursiers européens dans leur ensemble sont fragiles, voués à des mouvements spéculatifs aléatoires.* »

On pourrait alors opposer que, justement, le projet à l'étude va dans le bon sens, puisqu'il vient palier à ce manque de capitaux. Ca n'est pas le cas. La somme de 800M€ représente beaucoup d'argent public à risquer, autant que peu de liquidités à investir à l'échelle des marchés. Elle ne changera pas la donne. Quand nous évoquons les capitaux, nous parlons là de vrais capitaux : privés, investis sur la base de la confiance, -dans l'avenir, dans l'économie, dans le pays-, des capitaux massifs, reflets de marchés financiers qui fonctionnent et qui sont parfaitement liquides. C'est le seul capital qui vaille.

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

<sup>2</sup> <https://lminvestfrance.com/2019/03/27/fragilite-des-marches-boursiers-europeens-et-repercussions-politiques-inevitables-a-venir/>

## Manque fondamental de culture économique et financière

### Manque fondamental de culture financière

L'explication réelle à ces écarts de valorisations boursières est bien sûr à rechercher dans l'éducation et la culture. Dans la même note de 2018, LM Invest France évoque ce point fondamental : « *Les raisons de cette insuffisance de capitaux sont bien connues. D'une part, un manque de culture et d'intérêt en Europe par rapport à la bourse. Lors de son discours annuel sur l'état de l'Union devant les deux chambres réunies en Congrès le 30 janvier 2018, le Président américain affirme dans ses premiers propos que « la bourse a volé d'un record à l'autre, gagnant 8 trilliards USD en valeur. C'est une bonne nouvelle pour les Américains.» Le 12 septembre 2018, Jean-Claude Juncker, dans le discours de l'état de l'Union Européenne, qui aborde pourtant assez longuement la situation économique de la zone, n'aborde pas une fois le sujet de la bourse.* » Voilà une illustration concrète de la différence, profonde, de culture.

Il n'existerait en France que 3 à 4 millions de petits actionnaires individuels. C'est peu -environ 10% de la population active seulement-, et leur profil est trop homogène : homme, plus de 45 ans, cadre supérieur ou profession indépendante, gagnant plus de 3k€ par mois.

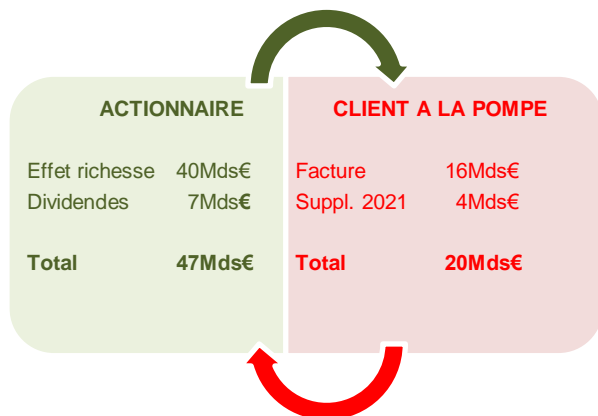
### Entretien suranné de la dichotomie entre « capitalistes » et « travailleurs »

Point plus difficile à démontrer, on constate que les responsables politiques entretiennent une certaine dichotomie entre « les capitalistes » et « les travailleurs », omettant le fait qu'il peut s'agir des mêmes personnes.

A ce titre, les événements récents sont intéressants. Abordons le sujet de la crise pétrolière de février 2022. Dans une note datée du 15/02/22<sup>3</sup> sous-titrée « *Hausse des carburants – De l'urgence absolue de chaque citoyen devienne un actionnaire individuel* », LM Invest France tente de démontrer que sur la période allant de février 2021 à février 2022, les gains générés par la crise pétrolière pour les actionnaires de TotalEnergies se sont élevés à 47Mds€, et que dans le même temps, les coûts pour les clients de la même compagnie se sont élevés à 20Mds€. Il eut ainsi été plus efficace que des aides que chaque citoyen fut actionnaire de TotalEnergies : ce que le citoyen eut payé d'une poche, l'actionnaire l'eut récupéré dans l'autre.

Tout cela est théorique bien sûr, mais rien de d'évoquer le sujet publiquement eut été utile.

Note LM Invest France, 15/02/22, calculs LM Invest France sur 12 mois



Sources rapports annuels, calculs LM Invest France

### La gestion ISR, l'enfer pavé de bonnes intentions

Enfin, s'ajoute à cela un imbroglio complet autour de la gestion ISR<sup>4</sup> : La gestion ISR, c'est l'enfer pavé de bonnes intentions, c'est l'affaiblissement méthodique du prix de nos actifs par des investisseurs mondiaux très peu sensibles en réalité à l'environnement. Illustration avec le secteur pétrolier.

La bonne intention, et réelle motivation des investisseurs soucieux de l'environnement, consiste à mettre fin aux financements de l'exploration pétrolière, trop polluante. L'enfer, c'est que du coup, compte tenu de la force de la demande, il faut accélérer l'extraction non conventionnelle de pétrole, beaucoup plus polluante, pour palier à la hausse des cours du baril qui en résulte. A la grande satisfaction des producteurs américains et au détriment... de la bourse française. Il ne faut pas aller chercher très loin la raison pour laquelle TotalEnergies ne vaut que 130Mds€ alors que le fleuron français pourrait en valoir 200.

### Les pistes de réflexion pour des marchés financiers plus solides

Malheureusement, comme souvent, les pistes d'un changement en profondeur sont de long terme et structurelles. Elles ne sont ni faciles, ni rapides. Une chose est sûre, injecter un peu d'argent public supplémentaire pour soutenir des marchés financiers structurellement faibles depuis des dizaines d'années risque d'être vain. Evoquons trois pistes de réflexion.

#### Le rôle fondamental de l'éducation

Il faudrait expliquer à l'école, dans le cadre de cours de finance dès le plus jeune âge, comment fonctionne l'économie et son financement. Sans entretenir cette dichotomie entre les travailleurs et les détenteurs du capital. Non pas qu'il faille parler d'argent du matin au soir à un enfant de 8 ans, mais lui expliquer ce qu'est un budget ou les parts sociales d'une entreprise serait utile –et lui permettrait de comprendre bien des soucis de ses parents.

A des stades et des niveaux d'éducation plus avancés, cela aurait aussi l'avantage de former les élites à une certaine sensibilité à l'équilibre budgétaire.

#### Réflexion globale sur la fiscalité du capital

On n'abordera pas ici le sujet du poids de la fiscalité du capital. Le sujet a trait aux disparités qui existent et qui sont peut-être excessives, entre actionnaires d'une société privée et d'une société cotée en bourse.

Première illustration concrète. La détention de parts du capital social d'un « titre de participation » dans une holding donne droit, sous certaines conditions bien précises, à l'application d'un « régime mère-fille » permettant une faible imposition.

Deuxième illustration. Les « holding animatrices » peuvent bénéficier du Pacte Dutreil donnant droit à des exonérations importantes dans le cadre de la transmission aux descendants.

Des tels mécanismes n'existent évidemment pas sur les marchés cotés, alors même que les investisseurs y prennent un risque tout aussi élevé.

#### A tout le moins, lévérager l'utilisation des 800M€

On pourrait imaginer que la somme de 800M€ destinée à encourager le mouvement ne représente que 10% d'une enveloppe globale de 8Mds€, ce qui représente environ 1/1000 de la valorisation actuelle des GAFAM+Tesla.

<sup>3</sup> <https://lminvestfrance.com/2022/02/15/contexte-de-marche-au-15-fevrier-2022/>

<sup>4</sup> <https://lminvestfrance.com/2021/12/10/market-flash-reflexions-sur-la-gestion-isr-10-12-21/>