

## Actions cotées et non cotées

Jean-Jacques Perquel  
30 Décembre 2019

Dans une période préhistorique c'est-à-dire dans la deuxième moitié du XXème siècle, la Bourse-actions était après « l'Autofinancement » et avant « l'Endettement à Long Terme » le mode fondamental du financement de l'investissement. A la différence avec les pays Anglo-saxons où ce type d'investissement était considéré comme Fondamental, la Bourse-actions en France se heurtait à deux types de difficultés.

a) Le public, inspiré par le sacro-saint principe de précaution, préférait acheter des obligations même à des taux sensiblement inférieurs au taux de l'inflation. On peut à ce sujet rappeler que Monsieur de Norpois conseillait au jeune Proust (avant 1914 mais écrit en 1923) de placer les fonds de la succession de la tante Léonie en obligations Françaises et Russes « le rendement est faible mais au moins elles sont sûres ».

b) De même les chefs d'entreprise avaient peur de perdre le contrôle de leurs entreprises en faisant appel à la bourse. Cet état d'esprit reflétait une pensée caractérisée par l'existence du concept de « protection du droit de propriété ». Ainsi Thiers expliquait « qu'il était scandaleux que de nouveaux industriels viennent concurrencer des entreprises établies depuis plusieurs générations. »

Le XXIème siècle est marqué par une transformation :

a) La collecte de fonds est de plus en plus effectuée par des organismes spécialisés /Fonds de pensions, Mutual Funds (USA), Unit Trusts (Grande -Bretagne) et tous types d'OPC. gérés par des professionnels. Ceux-ci deviennent de plus en plus importants. Citons quelques exemples mondiaux : les « Mutual Funds » de toutes espèces gèrent 11,5 trillions de dollars. Les « Exchange Trading Funds (E.T.F.) » détiennent maintenant plus de 5.600 milliards de dollars en titres de toutes natures. Les « Fonds Souverains » des pays du golfe gèrent, semble-t-il, 2.500 milliards de dollars, le Fond Norvégien 919 milliards d'euros, etc. En outre les Etats encouragent les placements en Fonds en imposant les plus-values des particuliers et en ne taxant pas les mouvements à l'intérieur des « Fonds ». Aux Etats-Unis les « Fonds » gèrent 41 % du capital investi. On voit ainsi quelle est la puissance de ces organismes qui ne peuvent se contenter d'acheter (ou de vendre) des titres par de petites opérations journalières. Aussi ont-ils demandé et obtenu des avantages pour la fixation des cours des titres sur lesquels ils opèrent. Puis ils ont pensé que pour des opérations importantes, passer par la bourse, avec la lourdeur des introductions (I.P.O) pour coter des titres, il était préférable de faire des opérations hors marché.

b) Le public (en tout cas en France) a été incité, au nom de l' « esprit de précaution », à placer ses économies en « Assurance-vie - obligations d'Etat » et en Caisse d'Epargne. Cela présentait le double avantage de fournir des fonds à un « Trésor » impénitent et de supprimer aux gouvernements la possibilité de subir des plaintes chaque fois que le Marché-Actions baisse. Cela nous oblige à analyser les deux marchés et voir pourquoi le marché des titres non cotés se développe plus vite que le « MARCHE BOURSIER », mais n'arrive pas à le détrôner.

En fait la notion du « NON-COTE » est un peu inexacte car s'il existe trois types d'opérations ;celles qui portent sur des titres cotés sur des marchés règlementés, celles qui ne sont cotées nulle part et qui sont, de ce fait, les Vrais titres non-cotés et enfin celles qui sont cotées mais négociées hors marché, les opérateurs ne trouvant pas assez de titres non-cotés valables, pour utiliser les fonds que des investisseurs leur ont apportés, ces deux dernières opérations doivent être étudiées comme du « non-coté » .

## I) Avantages du « Non coté »

Ils sont triples: ils permettent de déplacer des blocs de titres importants, de fixer des cours à des prix qui puissent paraître raisonnables aux deux parties, et d'éviter les nombreux défauts de la Bourse.

1. Il n'y a de limite à la taille des transactions que les possibilités financières de l'acheteur. Deux cas d'espèce doivent être considérés.

- a) Le bloc de titres négocié porte sur des actions cotées. Il faut faire référence à la Bourse, en ne s'éloignant que peu des cours cotés (quitte à influencer le marché en sacrifiant quelques titres (ou en achetant). On peut dire que la négociation se traite approximativement « Market to Market ». Ces transactions deviennent de plus en plus importantes à mesure que les institutions détentrices de titres augmentent leur pouvoir d'achat et que la production de sociétés non cotées ne s'accroît pas aussi vite.
- b) Les blocs de titres non cotés posent de sérieux problème de prix puisqu'il manque un critère : l'évaluation psychologique issue du Marché.

2. En effet les titres non cotés n'ont pas de référence boursière directe. Deux cas peuvent se produire.

- a) On rachète une société pour une raison non comptable, exemple le désir d'ajouter une « marque » à son « catalogue » ou d'obtenir que le patron de la société rachetée se joigne à l'équipe de la société acheteuse, etc. Le prix peut être dans ce cas éloigné de la valeur comptable, mais il y aura l'obligation de passer en « Goodwill » (survaleur) l'écart avec la valeur comptable (avec l'obligation pour l'acheteur de le « déprécier » en fonction de la non rentabilité de la part non comptable de l'investissement. Hors goodwill, la « juste valeur » va chercher à se rapprocher de l'évaluation de valeurs semblables cotées, en effectuant une certaine décote due au manque de liquidité des titres non cotés (on parle alors de « Market to Model »).
- b) Dans le cas où on veut s'engager dans une transaction « purement comptable » et s'il n'y a aucun modèle de référence il reste deux possibilités que l'on peut d'ailleurs combiner : la valeur à la casse ou aux coûts amortis » des achats d'actifs ou d'autre part à la valeur actualisée des bénéfices espérés. Mais cette seconde approche n'est plus valable actuellement vu qu'à zéro de taux d'intérêt, toute valeur mobilière prend une valeur... absurde. On peut sortir de cette « anomalie » fixant un taux actuariel de référence, mais cela est tout à fait arbitraire.

3. Les défauts de la bourse

Il y en a essentiellement trois : la lourdeur administrative tant de l'introduction que du suivi de la cotation, la volatilité des titres et l'étroitesse des marchés.

- a) La structure et les obligations liées aux « Marchés Réglementés » s'expliquent par le souvenir de la période qui a précédé les ouvertures des Marchés entre 1986 1990. Il fallait expliciter la situation des Sociétés à la « veuve de Carpentras ». Cette notion de « transparence » s'est amplifiée au point de tomber dans le ridicule avec le « PRIIPS » (série de tableaux des entreprises (ou KIDS) permettant une évaluation « objective » des entreprises à partir d'évaluations « subjectives » de leurs résultats futurs). Ainsi une introduction demande des délais, un coût important surtout d'ailleurs en faveur des intermédiaires chargés du « management » de l'introduction et du placement des titres proposés à la vente au public.

- b) la volatilité des titres sur le Marché peut être très forte, remettant partiellement en cause l'utilisation du cours (lequel ?) comme base de référence de transactions importantes ou de référentiel en cas de « Market to Model ».
- c) Enfin l'étroitesse des marchés incite les opérateurs à chercher à négocier leurs opérations sur des « plateformes » où interviennent des opérateurs importants, celles-ci faisant le lien avec les opérations menées sur les bourses Nationales. Bien plus on a tout fait pour rendre le cours coté « illisible ». Comme le disait Maurice Allais, l'existence de marchés continus est une erreur car pour avoir un cours fiable, il est important de concentrer à un moment donné un maximum d'ordres. On a aggravé cette situation en multipliant dans le monde entier des plateformes en concurrence les unes avec les autres et en inventant des techniques qui, comme les « flash orders » (ou « High Frequency Trading ») n'apportent aucun « ordre réel au Marché ». Enfin il faut tenir compte des interventions des « raiders » dont le rôle consiste à inciter les sociétés à améliorer leur rentabilité à court terme au risque de les détériorer sur le long terme.

Malgré ces difficultés, la bourse reste importante. L'Aramco vient d'entrer en Bourse en « levant » 25,6 milliards de dollars. On voit qu'en fait la Bourse peut jouer encore un rôle majeur car elle possède certains avantages par rapport au marché des « non-cotés ».

## II. Les avantages des marchés boursiers

Cela comprend deux séries de questions : les avantages propres du marché boursier et les difficultés que présentent les négociations de titres non cotés.

### 1) Les avantages des Bourses

Il y en a essentiellement deux : La multiplication de la collecte d'ordres et l'évaluation « psychologique » du cours « réel » des titres.

- a) La Bourse permet de collecter des fonds auprès du grand public (cf. le succès du placement des titres de la Française des Jeux.). Les actionnaires privés présentent de nombreux avantages. Le taux de rotation de leur portefeuille est 10 fois moins rapide que celui des Institutions (en particulier à cause des impôts de plus-value). Cela donne au chef d'entreprise l'idée qu'une partie de son actionariat le suivra même s'il passe par une période difficile. De même il y a une fidélité des actionnaires privés pour défendre leur président contre des « raids » de « fonds-pirates » qui opèrent en général pour obtenir des résultats meilleurs à court terme fut-ce au détriment de l'avenir de la « société-cible ».
- b) La notion de « marché » suppose que l'on trouve un équilibre entre acheteurs et vendeurs. Même il n'y a plus un nombre très grand d'opérateurs privés, le « cours » reste un élément indispensable pour résoudre les problèmes « Market to Market » et même « Market to Model ». En outre il facilite les rachats d'entreprises avec règlement en espèces ou en actions.).

### 2) Les difficultés de la négociation des titres non-cotés

Les transactions de titres non cotés posent trois séries de problèmes : l'évaluation des titres, le rôle dominateur de certains fonds et surtout le manque de liquidité.

a) Comment doit-on évaluer des titres non-cotés ? Doit-on prendre le « coût amorti », la « valeur à la casse », la valeur escomptée des bénéfices espérés (et dans ce cas là à quel taux de référence doit-on s'adapter ? Telles sont les questions que l'on doit se poser s'il n'y a pas de référence boursière.

b) Les E.T.F. gèrent des fonds importants (5 trillions de dollars). Les trois principaux Black Rock, Vanguard et State Street dominant le Marché. Cela a deux conséquences. Une dépendance du marché à l'influence d'analystes qui se reconnaissent par l'émission d'un « consensus » qui réduit le caractère de formation concurrentielle que doit avoir le marché et comme la plupart des E.T.F. sont « passifs » c'est-à-dire qu'ils ne font que « suivre le marché » ils influencent les mouvements haussiers ce qui est également préjudiciable à une recherche de cours qui corresponde à une évaluation nette de l'opinion du public concernant les valeurs mobilières.

c) Le problème le plus important est l'illiquidité des titres. En effet beaucoup de fonds sont construits comme des « fonds ouverts » c'est-à-dire qu'ils se proposent de payer le jour même toute demande de remboursement de clients. D'ailleurs ils gardent une marge de liquidité (en général 20 % du fonds). Mais, par exemple, actuellement, les résultats un peu décevants de certains fonds ont entraîné des sorties importantes. Cela a obligé des sociétés à « bloquer » les retraits ce qui est prévu par les statuts mais fait une très mauvaise impression. C'est le cas en Suisse de la Société GAM où les retraits ont fait passer en trois mois (juin à septembre 2018) des fonds de private equity de 84 milliards de francs suisse à 51 milliards entraînant pour un des fonds de 11 milliards sa fermeture. A Londres chez Invesco un fond de 8,3 milliards de £ est tombé à 2,7 provoquant également une fermeture, etc. Tous les pays sont concernés et cela devrait faire réfléchir comment on devrait améliorer le marché boursier pour qu'il soit aussi efficace que le Marché du non-coté.

## **Conclusion**

On voit ainsi le caractère complémentaire du « Non-Coté » et du « Coté ».

a) Le non-coté facilite les restructurations de sociétés. Il se développe grâce à l'augmentation de la masse monétaire et sa collecte par les Institutionnels. Les fonds collectés augmentent même plus vite que les possibilités de placement (ainsi, faute de trouver suffisamment de placements-actions, on développe des placements en « Collateralized Loan Obligations » à taux élevés mais qui ne sont proposés que par des sociétés déjà très endettées). Mais les difficultés de négociation de ces titres en cas de ralentissement économique risquent de mettre en danger les détenteurs de titres non-cotés surtout s'ils doivent faire face à des sorties de fonds immédiates comme dans les « open-ends immobiliers ».

b) Les titres cotés ont comme vocation de fournir une cotation de référence et d'assurer aux entreprises des possibilités d'opérations financières : augmentation de capital, rachat d'entreprises par paiement en titres, intéressement du personnel à l'efficacité de la gestion, etc. Mais il est certain qu'il faudrait chercher à responsabiliser le Marché. Pour cela il faudrait éduquer le public en lui expliquant l'intérêt du « risque » et non pas en lui faisant peur de faire des pertes boursières. Il faut lui faire comprendre que la bourse n'est pas un casino et qu'elle a une responsabilité dans le développement de l'économie et donc celui de l'emploi. Dans le même temps, il faudrait concentrer le plus possible les ordres de bourse en profitant des avantages de l'informatique qui permet de comparer les ordres du monde entier, surtout si l'on pouvait obtenir, sur le plan international, de réduire le nombre de cotations et ce faisant réduire la fragmentation des marchés. Cela aurait entre autres avantages de supprimer les formes de spéculations style « flash orders » dont les bénéfices se font au détriment du public. Dans ces conditions le marché financier serait pleinement efficace pour le développement économique des pays

---