

# À qui a profité la financiarisation ?

La financiarisation devait permettre l'ouverture des marchés à un grand nombre d'entreprises. Les objectifs sont-ils atteints ? Pierre-Yves Gomez, professeur de stratégie, et Caroline Weber, directrice de Middlednext, dressent un bilan sévère de vingt ans de financiarisation.

## LA QUESTION DE L'INDÉPENDANCE ET DE L'EFFICACITÉ DES POLITIQUES DE FINANCEMENT RÉGIONALES ET NATIONALES SE POSE DÉSORMAIS DE MANIÈRE CRUCIALE.

**a**près plus de vingt ans de financiarisation, il est nécessaire d'évaluer ses effets réels sur les entreprises. Au milieu des années 1980, les big-bangs des bourses avaient pour intention de faciliter le financement du plus grand nombre de sociétés par le haut de bilan. Il s'agissait de diminuer les coûts d'intermédiation bancaire et de restructurer le passif des entreprises en facilitant les opérations directes en capital, et donc les leviers d'endettement. Peut-on dire que les objectifs de la financiarisation ont été atteints ?

### UNE CONCENTRATION DU FINANCEMENT SUR LES ENTREPRISES GÉANTES

On estime qu'en 2011, 95 % des opérations sur le marché concernent les 100 premières entreprises françaises. Au niveau européen, le marché actif comprend 2 500 entreprises, dont 550 sont des très grandes sociétés sur lesquelles s'investissent

90 % des portefeuilles des fonds. La financiarisation a donc eu pour principal effet d'accroître les moyens des grandes entreprises.

Ce résultat était inévitable. En effet, les gestionnaires de fonds sont redevables de l'épargne qu'ils gèrent pour le compte des ménages. Cela suppose, d'une part, que leurs portefeuilles restent liquides et, d'autre part, que le risque pris sur une entreprise en portefeuille ne soit pas excessif. Ces deux contraintes ont joué pour orienter l'épargne vers le capital des plus grandes entreprises, qui assuraient une forte liquidité de leurs titres et dont la taille limitait le risque d'emprise de l'investisseur. Ainsi, plus la capitalisation boursière d'une entreprise s'accroissait, plus elle devenait attractive pour les fonds, ce qui avait pour effet... d'accroître sa capitalisation boursière. Le phénomène s'est amplifié à mesure que les fonds eux-mêmes grossissaient : leur taille augmentait le risque d'emprise sur le capital de sociétés trop petites et les orientait donc vers les grandes sociétés. On a ainsi assisté

à une surcapitalisation considérable et durable de grandes entreprises : la financiarisation a bouleversé le capitalisme en faisant naître des géants globaux distançant la masse des entreprises nationales. En sens inverse, il en est résulté une atonie croissante des compartiments du marché qui accueillent les entreprises moyennes et petites. Moins du cinquième des entreprises françaises potentiellement cotables sont introduites en bourse. Elles ne constituent que 5 % de la capitalisation boursière, bien qu'elles représentent 90 % des 800 sociétés cotées. On peut aujourd'hui estimer que 20 % d'entre elles n'ont même aucun avantage à être cotées, ce qui témoigne d'un évident échec de la financiarisation telle qu'elle était imaginée dans les années 1980.

### CASINO OU LIEU DE FINANCEMENT ?

Comme l'essentiel de l'épargne des ménages captée par les fonds est investi sur un petit nombre de titres, la liquidité du marché est assurée



### PIERRE-YVES GOMEZ, PROFESSEUR DE STRATÉGIE À L'ÉCOLE DE MANAGEMENT DE LYON.

Économiste, docteur en gestion, il a été professeur invité puis chercheur associé à la London Business School. Il dirige l'Institut français de gouvernement des entreprises/EM Lyon. Il est l'auteur de nombreux ouvrages dont le plus récent est, avec Harry Korine, *L'Entreprise dans la démocratie*, De Boeck, 2009 (publié en anglais, chez Cambridge University Press, 2008). Coordinateur de *Confiance, entreprise et société* (Ed. Eska, 1995, trad. anglaise MacMillan, 1996), il a publié de nombreux articles académiques. Il intervient régulièrement dans les médias et tient une chronique mensuelle dans *Le Monde*. Il a rédigé le *Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises* et participé à l'élaboration du code de gouvernance des entreprises moyennes cotées. Pierre-Yves Gomez est coauteur de l'article « Gouvernance et entreprises cotées » (*Revue Analyse Financière* n°37, octobre 2010).

par un jeu spéculatif intense sur ces titres. Il est aisé, mais erroné, d'accuser la seule cupidité des acteurs, car c'est la logique de la financiarisation qui conduit à la spéculation. En effet, il faut que l'argent « tourne » dans un cercle limité et il tourne de plus en plus vite à mesure que l'épargne gérée par les fonds augmente. Il en est résulté une multiplication des produits d'intermédiation financière et une déconnexion croissante des marchés financiers et de l'économie réelle.

En 2007, on estimait que 60 % des fonds dans le monde étaient de type spéculatif. La bourse est devenue un casino avant d'être un lieu de financement. Comme l'a montré le rapport ▶

► récent de l'AMF, près de la moitié des opérations boursières en France et plus de 60 % aux États-Unis sont assurés par des robots – les traders haute-fréquence. La cotation ne signifie plus nécessairement l'évaluation rationnelle, par des analystes, de la qualité des stratégies ; elle traduit plutôt l'ajustement réciproque des opérateurs financiers pour gagner des marges en jouant de l'extrême rapidité des opérations.

### L'ÉCHEC DE LA FINANCIARISATION

La myopie du régulateur, en particulier en France, a confiné à l'aveuglement lorsqu'il a remis en cause sans garantie le service public de gestion

des bourses. D'abord, les bourses régionales ont disparu pour concentrer les financements sur la place de Paris. Ce fut une première déconnexion entre la finance de proximité et l'économie réelle. Puis la bourse a été privatisée en 1988, au prétexte qu'une entreprise pouvait mieux exercer le service d'animation de marché qu'une société publique. Du coup, il était inévitable que ParisBourse SA se focalise sur les activités les plus rentables. Une étape supplémentaire a été franchie lorsque cette société, devenue Euronext, a été elle-même cotée en bourse. Ses services étaient désormais évalués en fonction de ses profits mais aussi des anticipations spéculatives. Ainsi, l'entreprise d'ani-

mation des marchés est animée par les marchés, ce qui a accentué et non régulé leurs tendances à la concentration. Effectivement, la stratégie des sociétés de bourse a dû accompagner celle des marchés globalisés. Elles ont donc créé des places géantes pour des investisseurs globaux. Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris ont fusionné en 2000, groupe absorbé en 2006 par New York, qui vise à récupérer Francfort en 2011. Désormais, NYSE Euronext, première place boursière multiproduits du monde, est une entreprise dont le siège est à New York et dont les préoccupations de rentabilité sont devenues assez éloignées du service public d'animation du marché

boursier pour les PME françaises. Au total, le bilan de la financiarisation est paradoxal : on n'a pas assisté à une ouverture des marchés à un grand nombre d'entreprises mais à la concentration sans précédent du financement sur peu d'entreprises globales. Cette mutation a affaibli les marchés de financement locaux et nationaux au profit de places géantes gérées par des sociétés de services. La question de l'indépendance et de l'efficacité des politiques de financement régionales et nationales se pose désormais de manière cruciale. ■

## RÉINVENTONS UNE BOURSE ADAPTÉE ET EFFICACE POUR LES PME ET LES ETI

**C**omme le montre Pierre-Yves Gomez, les préoccupations de rentabilité de NYSE Euronext ne peuvent qu'être éloignées du service public d'animation du marché boursier des PME françaises. À cela vient s'ajouter le fait que depuis vingt ans, on n'a pas su trouver les outils permettant d'assurer à la fois la sécurité de l'épargne et l'investissement dans les sociétés cotées de taille moyenne. Au contraire, les normes de régulation nécessaires (codes, lois, recommandations) ont essentiellement été produites à partir des situations des très grandes entreprises, comme si ces dernières constituaient l'archétype de toutes les sociétés. Cet aveu-

glement des régulateurs, français comme européens, a imposé une double peine à des entreprises qui avaient déjà du mal à faire face aux obligations de la bourse.

Les conséquences de la transformation de NYSE Euronext en bourse mondiale sont considérables pour les sociétés cotées françaises de taille moyenne. Concrètement, de nombreuses entreprises n'ont plus accès à un interlocuteur de place, notamment depuis que l'opérateur a supprimé l'ensemble de ses bureaux régionaux et réduit ses équipes commerciales (les patrons de PME sont désormais contraints d'appeler une plateforme téléphonique entrante). À l'obstacle de l'effet de taille vient s'ajouter la déconnexion entre le terrain et les

centres de décisions du marché, coupés des problèmes réels et concrets. Ce phénomène a contribué à accentuer la tendance lourde de sortie de bourse déjà observée depuis une dizaine d'années, qui conduit à une désertification progressive du paysage boursier, à l'exception de l'axe Paris-Lyon-Marseille. C'est un réel gâchis, alors que la bourse est un remarquable instrument de financement de la croissance des entreprises.

### ON SE PRIVE D'UN OUTIL DE CROISSANCE INDISPENSABLE

La situation est désormais grave, car le tissu économique d'un pays est essentiellement composé d'entrepri-



**CAROLINE WEBER, DIRECTRICE GÉNÉRALE DE MIDDLENEXT,**

l'association professionnelle indépendante des entreprises moyennes cotées en France. Elle préside l'association européenne des Valeurs moyennes cotées. Elle a été en charge de plusieurs fonctions de direction générale de groupes cotés ou non cotés a co-créé l'APIA. Experte en gouvernance auprès de l'APM (Association pour le progrès du management), elle donne également des cours de stratégie d'entreprise dans des grandes écoles et des universités. Caroline Weber est co-auteur de l'article « Gouvernance et entreprises cotées » (Revue *Analyse Financière* n°37, octobre 2010).

## La désertification progressive du paysage boursier est un réel gâchis, alors que la bourse est un remarquable instrument de financement de la croissance des entreprises.

ses moyennes qui créent l'emploi et la croissance. Si on ne remet pas en cause une organisation des marchés qui ne remplit pas sa fonction auprès de la majorité des entreprises, on se prive d'un outil de croissance indispensable. Plus encore, la disparition de fait d'une place nationale indépendante pose des questions d'intelligence économique, d'indépendance stratégique et de démocratie. D'une part, on ne peut pas se satisfaire de savoir que les politiques d'investissement du tissu des PME françaises dépendent d'intérêts étrangers. D'autre part, dans un contexte de finances publiques extrêmement tendues, on voit mal comment les pouvoirs publics français pourraient

faire l'économie de ce substantiel collecteur d'épargne. Il est inconcevable qu'une puissance économique comme la France se prive d'un outil stratégique majeur pour le financement de son économie.

### MONOPOLE !

On a laissé filer cette question pendant des années et atteint aujourd'hui une situation aberrante : l'entreprise privée qui anime le marché est en situation de monopole de fait et impose ses tarifs, faute de concurrence réelle, et sa politique, faute de régulation. On a ainsi réussi à cumuler les inconvénients du service public (le monopole) et ceux du privé (la course à la rentabilité)! Sur ce

dernier point, nous ne pouvons que saluer la performance financière de NYSE Euronext, qui vient de publier d'excellents résultats financiers pour le premier trimestre 2011.

Il est donc temps de reprendre la main sur cette question et les représentants politiques doivent s'y atteler. Nous avons besoin d'interlocuteurs compétents et réactifs, permettant de faire simplement se rencontrer une demande et une offre de capitaux. Réinventons une bourse adaptée et efficiente pour les PME et les ETI. ■

# ANALYSE FINANCIÈRE

« Le rendez-vous pour comprendre et maîtriser l'évolution des marchés financiers »



## Pourquoi rejoindre nos lecteurs ?

### RETROUVEZ CHAQUE TRIMESTRE

- L'actualité de la profession et les évolutions de la réglementation
- Un dossier thématique sectoriel ou géographique
- Les techniques d'analyse et la recherche financière

### PRENEZ CONTACT AVEC LA RÉDACTION ET LE SERVICE ABBONNEMENT

Rédactrice en chef  
Michèle Hénaff  
mhenaфф@sfaf.com

Abonnement  
Sophie Cafiot  
scafiot@sfaf.com  
Olivier Charousset  
ocharousset@sfaf.com