

Le Nouveau marché : rencontre de l'entreprise familiale et de la logique boursière

Philippe DESSERTINE*

Université de Bordeaux IV

Correspondance :

Philippe Dessertine
IAE-ITEC
35, place Pey-Berland
33076 Bordeaux Cedex
Tél : 05.56.00.45.67 ; Fax : 05.56.51.73.38
Email : desserti@montesquieu.u-bordeaux.fr

Résumé : Le Nouveau marché s'avère être, après trois ans de fonctionnement, un important vivier d'entreprises familiales. L'objet de cette étude est de mettre en évidence leurs différences autant que leurs similitudes. Les différences permettent d'envisager une typologie précise des réalités que recouvre le terme général d'entreprise familiale. Les similitudes révèlent des approches identiques dans la relation avec l'investisseur boursier, exprimées notamment dans l'information financière ; elles peuvent expliquer en partie les difficultés rencontrées par le Nouveau marché depuis son démarrage.

Mots clés : entreprises familiales – Nouveau marché – communication financière – *start up*.

Abstract : The Nouveau marché has proved to be an important reserve of family businesses. The object of this study is to underline both, their differences and their similarities. The differences enable the conception of a precise classification under the general term of «family business». The similarities reveal a common approach in relation to the stock market ; they partly explain the difficulties encountered since the launch of the Nouveau marché.

Key words : family business – Nouveau marché – financial communication – start up businesses.

* L'auteur est Maître de conférences à l'IAE de Bordeaux et membre du centre de recherche sur l'entreprise familiale (CREF).

Le texte fondateur du Nouveau marché en mars 1996, le qualifiant de « marché boursier des entreprises innovantes », était suffisamment vague pour englober, entre autres, l'immense potentiel des entreprises familiales. Il est vrai que définir l'entreprise familiale n'est pas forcément plus facile. Du maquis des propositions théoriques, un principe essentiel peut être retenu : celui du contrôle d'une ou plusieurs familles sur l'entreprise, par le capital [L.B. Barnes, S.A. Hershon 1976] ou par le management [E. Kpener 1983]. Ce contrôle est éventuellement complété par une dimension temporelle : la volonté de transmettre l'entreprise à la génération suivante [N. Churchill, K.J. Hatten 1987]. Cette définition encore mal assurée, comme le soulignent J. Allouche et B. Amann [1998], pourrait donc s'enrichir des résultats de l'analyse des trois premières années de fonctionnement du Nouveau marché, sous l'angle spécifique de l'entreprise familiale.

La démarche s'avère intéressante à plus d'un titre : elle permet d'apporter une contribution supplémentaire à la recherche sur les relations entre performance financière et structures de propriétés, dans la perspective de A. Berle et G. Means [1932], M. Jensen et W. Meckling [1976], et plus récemment, dans le même type de contexte, C. Daily et M. Thomson [1994] ou G. Charreaux [1997].

Elle permet aussi de mieux représenter les problèmes d'efficience qui expliquent en partie les débuts un peu difficiles de ce nouveau compartiment de la Bourse de Paris, selon l'optique de E. Fama [1991] ou, dans un secteur particulier mais assez proche, de I. Kleinsorge [1994].

L'étude empirique qui sert de base à ce développement porte donc sur les 102 sociétés cotées au Nouveau marché en août 1999 (voir la liste en annexe), pour lesquelles ont été analysés les prospectus d'introduction, les documents ultérieurs, les rapports annuels, et les données communiquées au site web du Nouveau marché.

À partir des résultats obtenus, on constate l'omniprésence inattendue sur ce marché des sociétés familiales (1ère partie) ; leurs spécificités (2ème partie), conduisent à expliquer les difficultés rencontrées depuis 1996 (3ème partie).

1. L'omniprésence inattendue des sociétés familiales au Nouveau marché.

Au moment de sa constitution en 1996, le public premier du Nouveau marché n'était pas forcément constitué des sociétés familiales contre lesquelles pouvaient exister en principe, une réelle prévention. Il est intéressant de la rappeler pour comprendre comment elle a pu être surmontée puisque, après trois ans de fonctionnement, le Nouveau marché est devenu un marché complexe d'entreprises familiales.

1.1. Une prévention de principe, contredite par les faits

Dans une étude¹ réalisée, au moment du démarrage du Nouveau marché, auprès des dirigeants d'entreprises candidates, il semblait se dégager chez celles-ci un modèle de gestion à l'opposé des défauts classiques de la PME-PMI traditionnelle, dont l'archétype était l'entreprise familiale. Selon les personnes interrogées, cette dernière aurait supporté des handicaps devant normalement l'empêcher de trouver sa place dans la future cote quand celle-ci aurait trouvé son rythme de croisière.

Le premier problème majeur évoqué serait la stagnation chronique de son activité. Dans un marché de croissance comme le Nouveau marché, il s'agit en effet d'un inconvénient rédhibitoire. Selon l'étude précitée, au sein de l'entreprise familiale, l'objet même de l'activité étant considérée comme un patrimoine auquel s'identifie toute l'organisation, il lui serait difficile d'évoluer ou de s'adapter à de nouvelles contraintes ; l'entreprise familiale serait donc sous-représentée dans les secteurs innovants.

Le deuxième problème proviendrait de l'étroitesse du réseau sur lequel s'appuie l'entreprise familiale. L'indépendance y est essentielle : la

¹ M. Bauer et al. [1997], *Les dirigeants d'entreprise du Nouveau Marché : une élite dans l'univers des patrons de PME ?*, Observatoire des Dirigeants, CNRS, Paris. Cette étude n'a pas été publiée sur commande de la Société du Nouveau Marché (SNM) mais elle a fait l'objet néanmoins d'une diffusion systématique à tous les candidats et tous les partenaires.

préservation du patrimoine économique, confondu avec le patrimoine familial, est la priorité absolue des gestionnaires et, ce, bien au-delà d'une seule génération. Cette caractéristique se répercute dans le financement. L'entreprise familiale a tendance à limiter le nombre de ses partenaires et à accorder une place trop faible aux critères classiques de croissance, de liquidité ou de rentabilité ; l'entreprise familiale serait donc réticente à la cotation financière.

Le troisième grand problème, enfin, tiendrait au management. Le modèle dominant dans l'entreprise familiale de moyenne dimension serait la direction à tendance paternaliste. Le recrutement des hommes aurait lieu prioritairement dans le cercle restreint de la famille proche, puis dans des cercles plus éloignés mais se rattachant fortement à la symbolique familiale. Ainsi, les prises de décision respecteraient ensuite la hiérarchie familiale, notamment celle des générations. Elles reflèteraient aussi les conflits éventuels agitant la cellule familiale. Au moment de la transmission à la génération suivante, l'organisation stagne, faute de projets à long terme ; la logique de développement de l'entreprise familiale ne serait donc pas compatible avec celle des marchés financiers.

Réfutant radicalement toutes ces hypothèses, notre étude démontre que les entreprises familiales ont massivement fait acte de candidature au Nouveau marché et sont devenues son principal public.

Pour la qualification d'« entreprise familiale », le premier critère retenu a été le contrôle du capital par une majorité familiale en droits de vote, ou au moins par la détention d'une minorité de blocage. En complément, ainsi que le préconise W. Handler [1989], le critère de contrôle du management a été également retenu, en particulier, dans les cas où la famille est minoritaire.

Tableau 1 – *Les caractéristiques des sociétés selon la nature du contrôle du capital*

Catégorie	Part	CA 98 moyen (MF)	RN 98 moyen (MF)	Croissance du CA	Performance Boursière (1)
Entreprises familiales	85 %	177,17	4,60	27,4 %	19,5 %
Entreprises non familiales	15 %	118,52	-31,41	44,0 %	-33,0 %

1 : Variation du titre depuis l'introduction

Selon cette définition, on le constate, à la fin de l'année 1999, 85 % des entreprises cotées sont des entreprises familiales. Le tableau ci-dessus marque la spécificité du Nouveau marché : dans cet environnement à la fois réduit (102 entreprises) et particulier (PME-PMI à vocation innovante), l'hypothèse de neutralité de la structure de propriété sur la performance accréditée par H. Demsetz et K. Lehn [1985] ou par C. Holderness et D. Sheeham [1988], n'est pas ici vérifiée. Ce résultat obtenu en séparant les entreprises familiales des non familiales, montre que les premières sont plus performantes selon leurs résultats financiers et, fort logiquement, mieux appréciées par le marché, tandis que les secondes présentent des taux de croissance de l'activité plus significatifs.

Comment expliquer cette présence et ce comportement très positif des entreprises familiales sur le Nouveau marché ? Plusieurs suggestions peuvent être avancées : ces entreprises ont peut-être des particularités qui leur permettraient d'éviter certaines difficultés classiques des entreprises familiales ; à l'usage, dans cet environnement spécifique des handicaps apparents peuvent se transformer en avantages ; à moins que ces handicaps existent bien mais n'empêchent pas pour autant la cotation, qui deviendrait alors un moyen de les surmonter.

La réponse à ces hypothèses commence d'abord par une description détaillée de cette population significative d'entreprises familiales.

1.2. Le Nouveau marché, marché complexe d'entreprises familiales.

L'échantillon du Nouveau marché est suffisamment riche pour autoriser une mise en perspective détaillée de la typologie et de l'activité des entreprises familiales qui le composent.

1.2.1. La diversité des situations.

La notion générale d'entreprise familiale recouvre des réalités variées. Dans les secteurs d'activité considérés, il est fréquent de rencontrer plusieurs personnes ayant réuni leurs compétences pour réaliser leur projet. C'est la première situation, d'une entreprise rassemblant plusieurs personnes dans la gestion et, par ricochet, plusieurs familles dans le capital. La deuxième situation est celle d'un créateur unique, qui exerce en général la fonction de direction. Dans les deux cas, il est également intéressant de préciser le degré de concentration du capital au sens de M. Jensen [1990], entre les mains de la ou des familles propriétaires.

Tableau 2 – *Caractéristiques des sociétés selon la part de capital détenue par les familles propriétaires*

Catégorie	Part	CA moyen en MF	RN moyen en MF	Croissance du CA	Performance boursière
Familles multiples majoritaires	31 %	231	6,4	33 %	9 %
Familles multiples minoritaires	21 %	225,1	7,3	56 %	54 %
Famille unique majoritaire	37 %	157,66	4,24	15,70 %	43 %
Famille unique minoritaire	11 %	119,6	2,19	3,96 %	-0,26 %

Les résultats sont très significatifs. Ils mettent en évidence des particularismes tranchés qui peuvent être comparés aux résultats de G. Charreaux [1997] à propos de la meilleure performance économique

des entreprises dans lesquelles existe une forte convergence d'intérêts entre dirigeants et propriétaires

Tout d'abord, il apparaît que l'association de plusieurs familles débouche sur un potentiel économique plus important. L'entreprise familiale est, dès le départ, « ouverte » ; elle profite sans doute de ce rassemblement d'énergies et de qualités complémentaires. La croissance de l'activité y apparaît plus forte tout comme sa capacité à dégager du bénéfice.

Confirmant les travaux sur l'importance de la confiance dans la relation qu'entretient l'entreprise familiale avec son environnement financier [K. Arrow 1974 ; F. Fukuyama 1995 ; J. Allouche, B. Amann 1998], il semble que la famille unique, quand elle est majoritaire rassure le marché. Sa croissance est seulement moyenne alors que sa performance boursière est très intéressante. La stabilité du capital impliquée par une famille unique, même si elle nuit apparemment à la rapidité de son développement, représente un réel atout dans les contextes à forte incertitude qui sont ceux des activités du Nouveau marché.

On note enfin la piètre performance de la société à famille unique n'ayant pas le contrôle sur le capital. À tous points de vue, il s'agit de la configuration la moins favorable : la taille de l'entreprise est plus faible, la croissance de son activité est réduite tout comme sa capacité à dégager du profit.

Ce résultat est une confirmation :

- d'une part, de l'observation précédente et du lien net existant ici entre performance et structure du capital ;
- d'autre part, et *a contrario*, des études empiriques faisant apparaître l'influence positive de la présence d'actionnaires majoritaires sur la performance, par exemple A. Agrawal, C. Knoeber [1996].

Le fait d'être minoritaire ne permet pas non plus de mettre en avant l'argument de stabilité lié à l'unicité de patrimoine.

Cependant, des quatre catégories, il s'agit de celle ayant de loin, la plus forte proportion d'activité dans les domaines de haute technologie. La quantité d'entreprises n'est pas assez significative pour commencer d'envisager un modèle de développement sur ce secteur ; mais étant donné les espoirs que fonde la Société du Nouveau marché (SNM) sur

les technologies nouvelles pour le développement de la cote dans les années futures, ce type d'entreprise familiale pourrait devenir plus nombreux, tout en réservant peut-être de bonnes surprises quant à sa performance boursière sur le long terme.

1.2.2. L'activité

Le terme « innovant » contenu dans la réglementation d'origine du Nouveau marché ne doit pas obligatoirement être traduit par « haute technologie ». Ainsi, le Nasdaq américain, référence et concurrent du Nouveau marché, accueille de nombreuses entreprises, opérant dans des secteurs traditionnels, mais très innovantes en matière de marketing, de gestion interne ou de contrôle des coûts. Cette approche se rencontre également sur le Nouveau marché où 31 % des entreprises cotées n'exercent pas une activité dans les domaines de « haute technologie » proprement dits.

Les caractéristiques importantes de ces entreprises peuvent être résumées ainsi :

Tableau 3 – Caractéristiques des sociétés selon la technologie

	Part de non familiales	Âge moyen	Performance depuis l'introduction	Croissance du CA (par an)
Activité hors haute technologie	12,50 %	14,3 ans	11,80 %	11,12 %
Population totale	15 %	12 ans	14,90 %	35,60 %

Il s'agit donc d'une sous-catégorie de sociétés cotées, où les entreprises familiales sont légèrement plus représentées que dans les activités de haute technologie. Leur âge moyen est un peu plus élevé que dans la population totale même s'il s'agit encore de structures assez jeunes ; mais surtout, leur performance boursière est plus faible, ce qui s'explique sans doute par la croissance moins forte de l'activité de ces entreprises, constatation logique dans des secteurs aux perspectives sans doute moins prometteuses.

Toutefois, il est intéressant de constater que ces singularités ne nuisent pas à la cohérence des sous-catégories d'entreprises familiales en-

visagées préalablement. Elle s'accompagne aussi d'une très forte homogénéité d'ensemble quand on s'attache à identifier leurs spécificités.

2. La spécificité des entreprises familiales du Nouveau marché

De manière quasi-générale, les entreprises familiales du Nouveau marché sont introduites en bourse peu de temps après leur création, ce qui aura des conséquences sur leur mode développement ; et ce qui peut expliquer aussi leur approche particulière de la communication dans l'optique d'une réduction de l'asymétrie d'information.

2.1. Les conséquences de la cotation d'entreprises familiales jeunes

Comme l'illustre le tableau 4, les sociétés cotées au Nouveau marché sont de création récente.

Tableau 4 – Âge moyen des sociétés

Catégorie	Âge moyen
Familles multiples minoritaires	10,2 ans
Familles multiples majoritaires	11,8 ans
Famille unique majoritaire	12,3 ans
Famille unique minoritaire	13,3 ans
Population totale	12 ans

Rien de surprenant en principe, puisque ce marché a précisément été créé dans cet esprit. Il doit permettre à des sociétés incapables de produire un historique significatif de données financières, d'accéder tout de même à la cotation boursière. Ainsi, les investisseurs pourront profiter des solides perspectives de rentabilité d'une société prise au début de son succès, tandis que les entreprises, quant à elles, auront l'opportunité de lever les capitaux nécessaires à leur phase de croissance, le stade de développement le plus exigeant en financement. On remarquera que les

sociétés à famille unique, offrant moins de garantie, ayant moins de potentiel de développement, entrent dans un tel processus un peu plus tard, fournissant ainsi une meilleure garantie de viabilité au marché.

Cette jeunesse d'ensemble peut cependant conduire à une interrogation fondamentale : ces sociétés cotées au Nouveau marché sont-elles réellement des sociétés familiales ? Certes, une ou plusieurs familles contrôlent le capital ou le management. Mais il manque à ces entreprises la dimension temporelle considérée comme essentielle par N. Churchill et K.J. Hatten [1987] ou J.L. Ward [1987]. Leur argument est que pour mériter le qualificatif de « familial », l'entreprise doit être intégrée durablement dans le patrimoine personnel de ses propriétaires. Cette caractéristique conditionne alors la stratégie dont la finalité principale est la pérennité de l'entreprise et sa possible transmission à la génération suivante.

Si l'on retient cette idée, les entreprises du Nouveau marché n'ont pas tout à fait démontré leur caractère familial, en particulier, elles n'ont (à deux exceptions près) pas connu l'épreuve d'une première succession : dans la plupart des cas, les représentants des familles qui les dirigent sont encore le ou les créateurs. Ce recours au marché boursier pourrait même être interprété comme une première étape d'un désengagement futur des premiers dirigeants et de l'abandon progressif de la structure de financement originelle.

En réalité, cette recherche permet de mieux cerner la manière dont les propriétaires et dirigeants envisagent l'évolution de leur entreprise. La cotation ne signifie pas, loin de là, que la société renie son statut familial. Le Nouveau marché présente l'avantage d'une réglementation peu contraignante : la seule exigence en matière de flottant est que celui-ci soit supérieur à 5 millions d'euros et qu'il représente 20 % au minimum du capital total. Utilisant le texte, la plupart des sociétés familiales introduisent une part faible de leurs capitaux sur le marché. Rares sont celles qui ne disposent pas, en droits de vote, de la majorité absolue après l'introduction (dans les cas contraires rencontrés, la famille était déjà minoritaire auparavant).

Tableau 5 – Taux de flottant par catégories

Catégorie	Flottant
Familles multiples majoritaires	29 %
Familles multiples minoritaires	30 %
Famille unique majoritaire	25 %
Famille unique minoritaire	34 %
Population totale	31 %

La cotation s'inscrit donc dans un processus de développement intéressant : le ou les créateurs ont associé leur propre patrimoine à l'entreprise dès l'origine. Le fort risque associé au type de projets limite la possibilité de partenaires financiers externes dans les premières années de développement. Le tournant important se situe au moment où le projet a démontré sa viabilité : il a, conformément à l'exigence du Nouveau marché, un réel potentiel de croissance encore inabouti. À un tel stade de développement, une solution classique serait d'approcher, soit des investisseurs purement financiers, soit des entreprises plus puissantes intéressées par le secteur d'activité [voir G. Hirigoyen 1982]. Le créateur risquerait alors de perdre le potentiel de rentabilité future attaché à son entreprise, en contrepartie d'une rémunération immédiate. La cotation au Nouveau marché prendrait une autre signification dans le cadre d'une telle politique ; elle supposerait alors que soit proposé au public un pourcentage élevé du capital, prouvant l'acceptation du principe d'abandon d'un projet prometteur mais trop vaste pour être conduit seul. Un tel scénario est d'ailleurs clairement décrit dans les prospectus d'introduction de quelques entreprises non familiales du Nouveau marché.

À l'inverse, l'introduction d'un flottant faible relève d'une logique diamétralement opposée : le dirigeant manifeste sa volonté de conserver la direction de l'affaire qu'il a créée. Il donne au marché le signal d'une réelle convergence d'intérêts au sens de M. Jensen et W. Meckling [1976] et de sa volonté d'« enracinement » [G. Charreaux 1997]. Il croit en son devenir ; il est persuadé de sa capacité de développement et de création de valeur financière à long terme.

Dans ces conditions, la cotation boursière n'est pas la prémisse d'un retrait progressif des créateurs mais, au contraire, devient l'acte fondateur du caractère familial de l'entreprise dans un contexte bien particulier. La dimension temporelle d'investissement sur le long terme, qui manquait à ces entités jeunes, se trouve légitimée par la solennité de l'introduction boursière, tout en y gagnant une base de rationalité économique objective. Ainsi, plusieurs conséquences en découlent :

- **La réputation.** Publicité sur l'activité de l'entreprise, laquelle fait l'objet d'une importante communication obligatoire, mais également notoriété économique de par cette démarche originale de cotation d'une entreprise de petite ou moyenne taille. Le label du Nouveau marché, marché des valeurs de croissance, est indiscutablement attrayant. En outre le Nouveau marché français s'insérant dans le réseau pionnier Euro NM, le retentissement est immédiatement international grâce à une cotation diffusée simultanément sur six grandes places boursières européennes. C'est pourquoi, l'acceptation par les autorités du principe d'une introduction peut apparaître en soi pour l'entreprise candidate comme un événement, au risque de conduire ensuite à une évaluation initiale trop ambitieuse du titre et par ricochet à certaines déconvenues dans l'évolution des cours.

- **L'ouverture financière.** L'appel public à l'épargne permet la constitution d'un courant favorable pour le développement futur de l'entreprise, tout en en conservant le contrôle. L'entreprise petite ou moyenne y voit la solution pour à la fois conserver ce potentiel à l'intérieur du patrimoine familial, et se donner une ouverture qui lui permette de ne pas être étouffée par un horizon financier trop restreint. Quand se manifestera un besoin de capitaux, plusieurs solutions seront envisageables : une participation des banques, séduites par le dynamisme boursier de l'entreprise ; une augmentation de capital que pourront suivre les détenteurs de titres ayant éprouvé la solidité des projets envisagés. Le patrimoine familial disponible pourrait également y souscrire pour maintenir son emprise sur le projet. Quoi qu'il en soit, grâce à la légitimation rationnelle du marché, la famille n'a pas la hantise d'investir toute la richesse commune dans un gouffre économique dont elle ne percevrait pas l'intérêt réel.

• **L'ouverture managériale**. Le contrôle du marché oblige à une vraie transparence en matière de gestion interne et de décision stratégique. Il doit limiter les éventuels effets pervers des modes de fonctionnement de type clanique [W.G. Ouchi 1980] ou paternaliste.

Cette obligation d'être bien compris se traduit dans la pratique d'une communication très particulière.

2.2. Une communication financière fortement qualitative

Pour des entreprises jeunes, cotées sur un marché également jeune, se pose un problème de forte asymétrie d'information. Il est encore trop tôt pour y tester l'efficacité selon les « tests de prévisibilité » [E. Fama 1991]. On peut alors escompter l'impact « d'études événementielles », en fournissant au marché d'importantes informations qualitatives sur l'activité et la stratégie, celles dont le coût au sens de S. Grossman et J. Stiglitz [1980] est supposé le plus élevé. C'est donc le choix qu'ont effectué la plupart des sociétés familiales du Nouveau marché.

La réglementation les y incitait, en insistant particulièrement sur ce point : les activités des entreprises candidates étant par nature susceptibles d'être fortement novatrices ou très peu connues, il est demandé d'apporter au public dans le prospectus d'introduction, le maximum d'explications sur les produits vendus, sur les contextes économiques ou technologiques, sur les autres acteurs importants, clients, fournisseurs, concurrents, auxquels peut être confrontée la société. Le document ne doit pas se contenter d'une description de la situation présente ; il doit également inclure des prévisions sur le futur en précisant dans un *business plan* à trois ans, la stratégie décidée, le scénario de développement plausible et les risques identifiés par l'équipe dirigeante qui pourraient remettre en cause les choix arrêtés. Ainsi, les investisseurs extérieurs sont à même d'apprécier de manière relativement élaborée les perspectives ouvertes par ces différentes valeurs de croissance.

La manière dont les entreprises familiales ont appliqué cette réglementation est significative. Certes la qualité des informations fournies est délicate à évaluer ; seuls des experts dans les domaines concernés

peuvent réellement apprécier si les données sont suffisantes pour se faire une idée précise de l'activité et si les projections formulées par l'entreprise pour l'avenir sont réalistes. Cependant, en se plaçant dans la position d'un investisseur non-spécialiste, en analysant les différents passages obligés des différentes notices, une notation sur la qualité d'ensemble du document peut être fournie. Une note de 1 signifie que l'information stratégique est d'excellente qualité, elle détaille les produits réalisés et les possibles produits de substitution, les concurrents, les fournisseurs ; elle donne une perspective précise et quantifiée de l'évolution du marché et du positionnement de l'entreprise ; elle présente clairement et objectivement les risques pesant sur l'activité, la façon dont ils pourraient affecter les résultats de l'entreprise. À l'opposé, la note de 6 est synonyme d'une information stratégique sommaire, où la seule préoccupation est de respecter le texte légal, sans qu'il soit possible au lecteur d'en tirer la moindre conclusion.

Il ressort de l'étude que la moyenne des notes obtenues peut être présentée ainsi :

Tableau 6 – *Notes de qualité de l'information selon les catégories de sociétés*

Catégorie	Note
Familiale	2,46
Non familiale	3,14

La qualité générale des publications est bonne, meilleure chez les entreprises familiales que chez les autres. Elles n'hésitent pas se dévoiler, en ne sacrifiant pas la règle du secret qui prévaut pourtant en général dès lors qu'il s'agit de dévoiler sa stratégie [P. Dessertine 1992]. Les informations, que l'on pourrait qualifier d'objectives sur les produits et l'activité de l'entreprise, sont souvent largement détaillées, de même que les données subjectives, plus gênantes, comme l'intensité de la concurrence, la fragilité des clients ou les forces et faiblesses internes de l'organisation. Les stratégies sont exposées de manière souvent complète, et font l'objet de commentaires sans complaisance.

Le mode de rédaction de ces notices prouve que souvent, l'effet recherché est de présenter avec une sorte « d'enthousiasme » le potentiel attaché à la société. Le but est bien d'associer des investisseurs nouveaux pour un futur durable, l'achat de titres sur le Nouveau marché correspondant alors à une confiance à long terme en des projets dont les retombées ne sauraient être immédiates. Une telle philosophie correspond bien aux entreprises familiales qui viennent sur le Nouveau marché : elles souhaitent s'associer à des partenaires acceptant d'être minoritaires et de financer les besoins d'investissements exigés par la croissance. En outre, c'est ainsi également qu'elles ont pu convaincre le comité d'admission, à la recherche de valeurs fortes susceptibles d'étayer durablement le marché encore jeune.

L'inconvénient d'une telle approche, très qualitative, est cependant de ne pas répondre suffisamment aux attentes précises et souvent purement financières des principaux destinataires de l'information : les investisseurs financiers. Le risque est majeur puisqu'il peut entraîner de leur part une certaine désaffection. Il permet d'expliquer en partie la performance moyenne du Nouveau marché depuis sa création et tout particulièrement des entreprises familiales.

3. L'entreprise familiale représentative des difficultés du Nouveau marché

Quel que soit le marché boursier, les entreprises cotées doivent avant tout s'adapter aux exigences des investisseurs ce qui n'est pas toujours le cas sur le Nouveau marché. Il est vrai que ces sociétés familiales, souvent éloignées de la logique purement financière, ne sont pas aidées par les insuffisances des intermédiaires mis en place par les promoteurs du Nouveau marché.

3.1. Les exigences des investisseurs

Les caractéristiques des sociétés familiales cotées sur le Nouveau marché ont indéniablement des avantages à faire valoir vis-à-vis des investisseurs : la stabilité de leur capital, la forte implication de patrimoines

personnels représentent de vraies garanties financières, tandis que la forte communication sur l'activité et ses évolutions futures attestent de la crédibilité des projets. Il n'en reste pas moins que sur des secteurs d'activité très pointus comme ceux que l'on rencontre sur le Nouveau marché, dans des entreprises ayant une expérience réduite, le risque financier est considéré comme très élevé. D'autant que dans le cas des entreprises familiales, faible est l'espoir d'un gain brutal lié à un changement de majorité, par exemple à l'occasion d'une OPA : le capital est verrouillé et dans la logique des actionnaires principaux, la pérennité prime sans doute sur la rentabilité à court terme.

Dans un contexte pareil, il serait vain de penser que les investisseurs obéiraient à une logique différente des marchés boursiers habituels, par exemple en privilégiant un raisonnement purement qualitatif, ou encore en s'appuyant seulement sur de grandes tendances macro économiques. Au contraire, les critères financiers de création de valeur tels qu'ils sont récapitulés par J. Caby, G. Hirigoyen [1997] deviennent prépondérants ; il est indispensable de justifier l'investissement risqué par un retour fort et rapide.

L'étude confirme cette hypothèse. L'influence de plusieurs facteurs sur la performance boursière des trois premières années de cotation a été testée. Les quatre meilleurs résultats sont les suivants :

Tableau 7 – Les facteurs de performance boursière

Corrélation avec la performance	Coefficient calculé
1 Bénéfice de l'année en cours	0,28
2 Croissance moyenne du CA	0,24
3 Bénéfice de l'année n - 1	0,23
4 Bénéfice de l'année n - 2	0,2

On ajoute en complément les résultats obtenus avec les notes de qualité d'information. La corrélation n'est pas significative, démontrant un peu plus, s'il en était besoin, que les sociétés du Nouveau marché ne doivent pas se tromper quant aux priorités de leurs investisseurs.

Tableau 8 – La corrélation Qualité de l'information / Performance

Corrélation avec la performance	Coefficient calculé
Qualité de l'information qualitative	0,04

Cette importance parfois mal comprise des critères financiers traditionnels se retrouve aussi dans la communication financière. On l'a souligné, les informations délivrées sur l'activité apparaissent d'un niveau très satisfaisant. Mais la COB et la SNM avaient prévu, dans la réglementation initiale, d'y adjoindre un *business plan*, c'est-à-dire une prévision chiffrée. Cette disposition a été assouplie. Au départ obligatoire, elle est devenue seulement facultative en 1997². À l'usage, elle s'était avérée lourde et dangereuse dès lors que le Nouveau marché souhaitait s'implanter aux États Unis : des prévisions sur lesquelles s'engagerait une équipe dirigeante pouvaient devenir une source de graves conflits dans le contexte procédurier du capitalisme américain³. Il n'empêche : si les sociétés du Nouveau marché n'hésitent pas à aller au-delà de la qualité attendue quand elles expliquent leur activité et leur stratégie, elles deviennent beaucoup moins performantes au moment de traduire ces prévisions d'un point de vue financier.

Dans le cadre de notre étude, il a été de nouveau procédé à une notation, cette fois sur la qualité de l'information financière prévisionnelle. La note de 1 correspond à une information excellente dans sa forme et dans sa cohérence ; les hypothèses d'évolution du chiffre d'affaires doivent être détaillées sur un minimum de trois ans, ainsi que les différentes charges supportées par l'entreprise, de manière à faire apparaître les résultats escomptés. À l'opposé, la note de 6 signifie que l'entreprise n'a donné qu'une vague information sur son développement futur, non quantifiée.

² « Nouveau Marché, assouplissements et alourdissements », ANSA, n° 2863, novembre-décembre 1996.

³ J.P. Valmet [1997], « Pour un assouplissement de la réglementation », *Finance et Gestion*, n° 50, juin, dossier, « le Nouveau Marché, un an après », p. 11-13.

Il en ressort que l'information prévisionnelle est beaucoup moins bonne que l'information générale, même si, là encore, les entreprises familiales se distinguent assez nettement par un souci de qualité :

Tableau 9 – *Notes sur la qualité de l'information prévisionnelle*

Catégorie	Note
Familiale	2,97
Non familiale	4,72

Quand l'entreprise quantifie son activité future, la validation ultérieure de la prévision par la réalité a été analysée ; elle s'avère en moyenne très largement optimiste concernant la croissance et plus encore concernant la rentabilité.

Tableau 10 – *La fiabilité des prévisions*

Rapport réel/prévisionnel	%
Prévision du C.A.	94 %
Prévision du Bénéfice	56 %

Les effets pervers d'une telle pratique se sont d'ailleurs fait sentir à travers des cotations défavorables pendant la première année d'existence du Nouveau marché, poussant les dirigeants ayant pêché par excès d'optimisme à recommander à leurs successeurs de fonctionner de manière exactement inversée.

Mais au pire, et de plus en plus avec la nouvelle réglementation, la quantification prévisionnelle est totalement éludée (seulement 33 % des entreprises cotées se contraignent à chiffrer leurs prévisions). Cette réticence à communiquer sur les vrais ressorts du marché financier s'explique sans doute en partie par la culture d'une société familiale, mais aussi par le fait que les intermédiaires spécialisés n'ont pas tout à fait joué le rôle qui leur avait été imparti au moment de la création du Nouveau marché.

3.2. Les insuffisances des intermédiaires.

Les autorités de marché, la COB et la SNM, n'avaient peut-être pas prévu l'afflux de sociétés familiales au Nouveau marché. En revanche, elles avaient correctement anticipé la spécificité des candidats, qu'accentue encore leur caractère majoritairement familial. Pour l'essentiel, on l'a dit, il s'agit de jeunes entreprises focalisées sur leur développement technique et commercial, qui ont voulu afficher leur dynamisme en saisissant l'opportunité offerte par un Nouveau marché boursier. Pour la plupart, elles n'ont pas une réelle expérience financière, et se révèlent, on vient de le constater, assez décontenancées par les réactions des investisseurs qu'elles auraient pensé moins versatiles et plus sensibilisés aux problèmes techniques.

C'est en anticipant cet environnement que les autorités de marché avaient construit un système assez inhabituel de double cotation⁴ qui permet l'apparition d'un nouveau type d'intermédiaire, l'ITM, Introduceur, Teneur de Marché⁵. Dans l'esprit de la réglementation initiale, l'ITM devait être d'abord « introducteur ». Cette première mission, contraignante, consiste en l'accompagnement dans l'univers boursier de la société candidate. Elle doit être pilotée par cet expert extérieur, car il est hautement probable que la société n'a guère la capacité de développer pareille compétence en interne. L'ITM aide à la préparation du prospectus d'introduction et à la validation des *business plans* en fonction des attentes classiques des financiers externes. Cette mission de conseil doit ensuite se poursuivre pendant les premières années de cotation en s'accompagnant de la deuxième partie du rôle, la tenue de marché. Faire aussi de ce « super consultant » un teneur de marché était intéressant pour plusieurs raisons :

- d'abord, parce que l'ITM peut espérer se rémunérer grâce au fonctionnement de cotation dit « par les prix ». Achetant lui-même les

⁴ M. Boussema, P. Hazart [1997], « Le Nouveau Marché : interaction entre deux modes de cotation », in *Organisation et qualité des marchés financiers*, sous la direction de B. Biais et al., Puf.

⁵ A. Choinel [1996], « Etre Introduceur Teneur de Marché », *Banque*, n° 566, janvier, dossier « le Nouveau Marché », p. 19-22

titres de son client, il doit profiter également, au moment où il revendra, de la croissance des performances futures ;

- ensuite, parce que l'ITM apporte une double caution aux investisseurs ; il supporte un coût logistique en tant qu'introducteur et un coût financier en tant que teneur de marché ; il prouve ainsi que le projet, en ce qui le concerne, lui paraît crédible ;

- enfin, parce que l'ITM atténue normalement les trop grandes fluctuations de cours dans la mesure où il absorbe une partie des variations par les titres qu'il détient ou rachète aux moments difficiles.

L'ITM a donc bien été envisagé dans une perspective de tests de l'efficacité du Nouveau marché « sur l'information privée » au sens de E. Fama [1991], en utilisant l'impact reconnu de ces spécialistes [S. Niederhoffer, M. Osborne 1966].

Dans les faits, ce partenariat idéal pour des sociétés de type familial, s'est révélé très décevant. Les autorités de marché ayant conservé la possibilité d'un marché dirigé par les ordres, elles ont placé les teneurs de marché en position délicate vis-à-vis de leurs clients, toujours à même de comparer les conditions qui leur sont proposées avec celles du fixage. Les statistiques d'activité du Nouveau marché sont, de ce point de vue, très claires.

Tableau 11 – Répartition fixing/tenue de marché sur l'ensemble du marché

	Volumes de capitaux échangés (en MF)	Nombre de titres (en %)
FGX	156	66,8%
TM	92,4	33,2%

LNM, statistiques au 30 novembre 1997⁶

La tenue de marché reste très minoritaire dans les passations ordres et la tendance ne semble pas s'inverser au contraire. Ce constat posé, l'ensemble de l'architecture mise en place par la SNM et la COB se

⁶. Ernst and Young, Anvar, Société du Nouveau Marché [1997], *Premier bilan du Nouveau Marché*, Document de travail, novembre.

trouve mis à mal, puisque les ITM perdent ce qui devait constituer leur source principale de rémunération. Il est vrai que ces derniers n'ont pas non plus, exercé l'influence que l'on attendait d'eux. Toutes les constatations issues de cette étude à propos des publications des entreprises cotées et de leur faible degré d'adaptation aux exigences financières sont autant de critiques vis-à-vis des ITM. Ceux-ci n'ont sans doute pas conseillé et censuré comme ils auraient dû le faire, laissant plutôt les dirigeants présenter leur activité comme ils le souhaitaient et non comme on l'attendait d'eux⁷.

En réalité, on peut penser que le métier d'ITM n'est pas encore tout à fait inventé. Étant donné l'importance qu'il peut revêtir pour eux, ce sont aussi aux clients, c'est-à-dire aux entreprises recherchant un véritable appui financier, d'œuvrer pour sa réelle émergence.

Cette dernière remarque peut constituer un début de conclusion à cette étude. La cotation des entreprises familiales sur le Nouveau marché se révèle une expérience très intéressante et riche d'enseignements. Elle démontre que l'entreprise familiale, même de petite taille et jeune, a sa place sur un marché boursier. Elle doit seulement, toute entreprise familiale qu'elle est, accepter les règles du jeu financier, les intégrer, y compris dans sa communication. Elle pourra le faire d'autant mieux, qu'elle y sera aidée par de vrais intermédiaires adaptés au type de besoin qu'elle pourrait avoir.

Bibliographie

Agrawal A., Knoeber C. [1996] « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, September, p. 377-397.

Allouche J., Amann, B. [1998], « L'entreprise familiale, un état de la recherche », *Cahiers du Larego*, septembre.

⁷ Voir les conclusions de l'étude menée par S. Thomas [1997], « Nouveau Marché : bilan de la suppression du premier fixing », SBF, document interne, 21 novembre.

- Ansa, [1996], « Nouveau marché, assouplissements et alourdissements », *ANSA*, n° 2863, novembre/décembre.
- Arrow K. [1974], *The Limits of Organization*, WW Norton & Company Inc.
- Barnes L.B., Hershon S.A. [1976], « Transferring Power in a Family Business », *Harvard Business Review*, vol. 54. p. 105.
- Bauer M. et al., [1997], *Les dirigeants d'entreprise du Nouveau marché : une élite dans l'univers des patrons de PME ?*, Observatoire des Dirigeants, CNRS, Paris.
- Berle A., Means G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan.
- Boussema M., Hazart P. [1997] « Le Nouveau marché : interaction entre deux modes de cotation », in B. Biais, D. Davydoff, B. Jacquillat *Organisation et qualité des marchés financiers*, Puf.
- Caby J., Hirigoyen, G. [1997], *La création de valeur de l'entreprise*, Économica.
- Charreaux G. (éd.) [1997], *Le Gouvernement des entreprises, Corporate governance – Théories et faits*, Économica.
- Churchill N., Hatten K.J. [1987], « Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power : A Research Framework for Family Businesses », *American Journal of Small Business*, vol. 11, n° 3, p. 51-64.
- COB [1996] « Instructions d'application du règlement n° 95-01 relatif au Nouveau marché », *Bull. COB*, n° 307, novembre, p. 29-63.
- COB [1996] « L'information à diffuser sur le Nouveau marché » *Bull. COB*, n° 298, janvier, p. 9 et suivantes.
- COB [1997] « Guide d'introduction au Nouveau marché », *Bull. COB*, n° 314, juin, p. 37-51.
- Daily C., Thompson M. [1994], « Ownership Structure, Strategic Postures and Firm Growth : An Empirical Examination », *Family Business Review*, Summer.
- Davis J.A., Taghiri, R. [1982], *Bivalent Attributes of the Family Firm*, Owner Managed Business Institute.
- Demsetz H., Lehn K. [1985] « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, December, p. 1155-1177.

Dessertine P. [1992], *Contribution à la connaissance de l'influence de la fonction financière sur le processus stratégique des grands groupes français*, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux.

Ernst and Young, Anvar, [1997], Société du Nouveau marché, *Premier bilan du Nouveau marché*, Document de travail, novembre.

Fama E. [1970], « Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, p. 383-417

Fama E. [1991], « Efficient capital markets : II », *The Journal of Finance*, vol. 46, n° 5.

Fukuyama F. [1995], *Trust : The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, Free Press.

Grossman S., Stiglitz J. [1980], « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, vol. 70, p. 393-408.

Handler W. [1989], « Methodical Issues and Considerations in Studying Family Business », *Family Business Review*, vol. 2, p. 257-276.

Hirigoyen G. [1982], « Le comportement financier des moyennes entreprises industrielles familiales », *Banque*, n° 417, p. 588-593.

Holderness C., Sheehan D. [1988] « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations : an Exploratory Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, January-March, p. 317-346.

J.O. du 10/01/1996, p. 370 et s.

Jensen M. [1990], « Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires », *Harvard-L'Expansion*, été, p. 60-72.

Jensen M., Meckling W. [1976], « Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, p. 305-360.

Kepner E. [1983], « The Family and the Firm : A Coevolutionary Perspective », *Organizational Dynamics*, vol. 12, n° 1, p. 57-70.

Kleinsorge I. [1994], « Financial and Efficiency Differences in Family Owned and Non Family Owned Nursing Home : an Oregon Study », *Family Business Review*, Spring.

Leonard M. [1996] « Le Nouveau marché : continuité et divergences », *Analyse Financière*, septembre, n° 108, p. 35-37

Niederhoffer S., Osborne M. [1966], « Market Making and Reversal on the Stock Exchange », *Journal of the American Statistical Association*, vol. 61, December.

Ouchi W.G. [1980], « Markets, Bureaucracies and Clans », *Administrative Science Quarterly*, n° 25.

Thomas S. [1997], « Nouveau marché : bilan de la suppression du premier fixing », SBF, document interne, 21 novembre.

Valmet J.P. [1997] « Pour un assouplissement de la réglementation », *Finance et Gestion*, n° 50, juin, dossier « le Nouveau marché, un an après », p. 11-13.

Ward J.L. [1987], *Keeping the Family Business Healthy : How to Plan for Continuing Growth, Profitability and Family Leadership*, Jossey-Bass Publishers.

Annexe 1 - Les 102 entreprises du Nouveau marché au 31 août 1999

A Novo	Eurofins Scient.	Naturex
Ab Soft	Europstat	Olitec
Adl Partner	Fabmaster	Omnicom
Aldeta	Fi System	Oxis Intl Sico.
Algoriel	Floreane Medical	Perfect Techno.
Alpha Mos	Generix	Phone Sys.Network
Alphamedia	Genesys	Picogiga
Altamir	Genset	Prologue Software
Appligene Oncor	GI Trade	Prosodie F.I.
Astra Technol.Inv.	Groupe D	Proxidis
Atn	Groupe Silicomp	Quantel
Avenir Telecom	Guillemot	R2i Sante
Barbara Bui	Guyanor Res.B Sico	Radoux Intl
Belvedere	Hf	Recif
Biodome	High Co	Regina Rubens
Bvrp	Hologram Ind.	Reponse
Cac Systemes	Idp Delta	Rigiflex
Cast	Ige + Xao	Saveurs De France
Cerep	Ilog	Serp Recyclage
Chemunex	Imecom Group	Soitec
Cmt	Infosource	Staci
Coheris Atix	Infotel	Stelax Industries
Coil Anodizing	Integra	Synelec
Cryo Interactive	Intercall	Systar
Cyber Press Publis	Ipsos	Thermatech Ing.

Cyrano	It Link	Titus Interactive
Desk	Joliez Regol	Tr Services
Dms Medical	Kalisto	Transgene
Duran Duboi	Lacie Group	Union Techn.Sico.
Durand Allize Allize	Latete Dans Nuages	V Con Telecom.Nom.
Effik	Lexibook Linguist.	Valtech
Egide	Medidep	Visiodent
Esker	Mille Amis	Wavecom
Euro.Cargo Sces	Mondial Peche	Western Telecom