



LOUIS-VICTOR D'HERBÈS A FONDÉ INDUSTRIE, BOURSE, INTERNATIONAL - IBI

en 1996. Au service du financement des entreprises depuis 35 ans (notamment Sovac, 3i, LCF holding du groupe Edmond de Rothschild en France), il est conseil émetteur depuis 1996 et *Listing sponsor* depuis 2005. IBI a accompagné lors de leur entrée en Bourse des entreprises familiales telles que Airox, Jacquet Metals, Bagster, Euromedis, groupe Philippe Bosc, Capelli, Orpea DLSI et, plus récemment, Poulaillon. Louis-Victor d'Herbès est titulaire d'une Maîtrise en Droit des Affaires à l'Université de Paris II-Assas et du MBA d'HEC.

La Bourse et l'entreprise familiale ou indépendante, la prudence est reine

Les quatre statues ornant les angles du Palais Brongniart sont respectivement la Justice, la Fortune, l'Abondance et la Prudence. Cette dernière référence intemporelle à la prudence est particulièrement chère à un actionnaire d'entreprise familiale dont la société représente l'essentiel, sinon la plus grande part, du patrimoine.

depuis la création d'Alternext, désormais dénommé Euronext Growth, 776 entreprises¹ sont entrées en Bourse : 204 sur Euronext, 289 sur Euronext Growth et 283 au Marché libre - désormais dénommé Euronext Access. Au 31 décembre 2018², on comptait 865 sociétés cotées ayant Euronext Paris comme marché de référence (975 au 31 décembre 2012) : 497 sur Euronext réglementé « IFRS » (564 au 31 décembre 2012), 196 sur Euronext Growth (164 au 31 décembre 2012) et 172 sur Euronext Access (247 au 31 décembre 2012).

Ces chiffres montrent l'importance des introductions en Bourse pour le renouvellement de la cote.

On voit, sur ce graphique, une tendance convergente à la baisse sur les trois marchés financiers français alimentés par un nombre décroissant d'entreprises familiales ou indépendantes. Ce phénomène n'est pas seulement français.

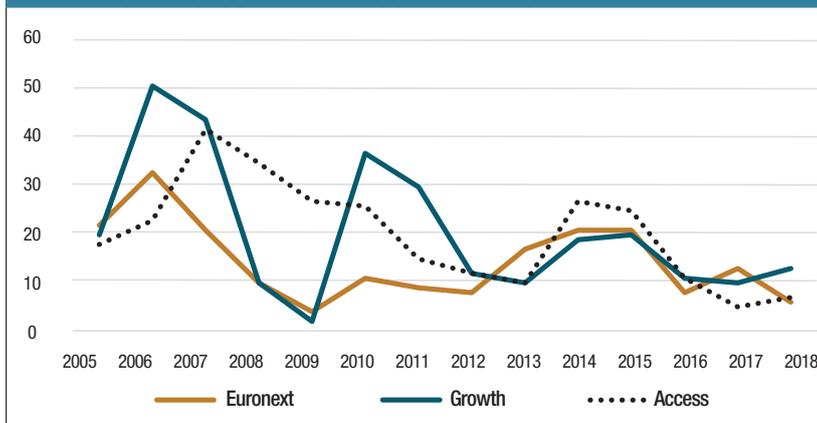
Nous avons identifié sept raisons principales pour lesquelles les entreprises familiales ou indépendantes délaissent la Bourse :

- 1. Depuis le début des années 2000, le *Private equity* a préempté, à hauteur de 100 % du capital, un nombre significatif d'entreprises rentables et en croissance valant plus de 15 M€. Cette préemption a eu lieu sous deux formes : les LBO et les prises de participations minoritaires.

Le LBO permettait aux action-

naires historiques de rendre définitivement liquide leur patrimoine industriel et les chefs d'entreprise échangeaient une minorité du capital contre des liquidités qu'ils considéraient comme des fonds propres. Pourtant, prévoir de restituer ces liquidités à terme et taux prévus représente une dette, actuarielle. Souvent, la seule façon pour le *Private equity* de récupérer sa mise est de mettre en vente l'entreprise, avec des conséquences systémiques et encore

ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ADMISSIONS SUR LES MARCHÉS BOURSISERS



Source: Euronext

non évaluées pour l'emploi et la consistance du tissu industriel en France.

- 2. L'écosystème boursier en charge de convaincre les entreprises d'entrer en Bourse est d'environ 15 structures dotées de 1 à 2 personnes étant le plus souvent happées par d'autres travaux. Or, France Invest, l'association française du *Private equity*, compte 308 membres actifs accompagnant 7 200 entreprises³. Pour chaque membre, on peut compter au moins de 1 à 3 associés (voire davantage) sur le terrain, soit plus de 900 commerciaux; autrement dit, au moins 30 fois plus que les forces de l'écosystème boursier.

- 3. Les taux d'intérêt bas fléchent les « belles affaires » vers les dettes bancaires ou obligataires (Euro PP...).

- 4. Les marchés boursiers sont perçus par nombre d'entreprises familiales comme des univers trop réglementés, même si cette réglementation est une protection structurante comparée, par exemple, aux clauses *Buy or Sell* de certains pactes d'actionnaires ou aux *reporting* rigides.

- 5. La mutualisation des actionnaires propre à une entreprise cotée dont les titres sont accessibles au public suppose une information perçue comme une contrainte lourde et chère par les chefs d'entreprise et nombre de directions financières qui ne souhaitent pas d'exposition trop forte. Une entreprise cotée rémunère son actionnaire boursier avec dividende et plus-value au fil des performances. Une entreprise non-

cotée rémunère le fonds d'investissement avec un taux de rendement interne, fixe, non relié à une performance sauf pour motiver l'équipe dirigeante. La sanction d'un chef d'entreprise accompagné par le *Private equity* et qui ne tient pas ses prévisions peut aller jusqu'à la perte de contrôle de son affaire, alors qu'un chef d'entreprise cotée qui ne tient pas ses prévisions reste aux commandes et se voit affligé d'un cours qui baisse.

- 6. La performance opérationnelle de l'entreprise permet de démultiplier l'impact d'une information. Si cette information est porteuse, elle aura plus de retombées positives pour une entreprise cotée qui l'émet que pour une

société non cotée. Les entreprises de haute technologie et nombre de *start-up*, qui constituent l'essentiel des introductions en Bourse depuis plus de dix ans, l'ont bien compris, alors que les dirigeants d'ETI préfèrent le plus souvent rester discrets.

- 7. Les prévisions présentées aux investisseurs lors d'une entrée en Bourse sont rarement tenues⁴. Or, la méthode avec laquelle les taux d'actualisation sont déterminés peut souvent conduire à des surévaluations décourageant, à terme, l'entrepreneur et l'investisseur, si les prévisions ne sont pas tenues. Rappelons-nous que la statue de la Prudence habite aussi au Palais Brongniart! ■

(1) Transferts d'un marché à l'autre compris.

(2) Les chiffres cités dans cet article ont pour source Euronext.

(3) Source : site Internet de France Invest.

(4) Presque toutes les entreprises entrant en Bourse depuis plusieurs années ne présentent plus de prévisions, loin du temps où nombre d'entreprises familiales arrivant en Bourse dans les années 1996-2002 avaient un objectif de transparence sur ce sujet.

LORSQUE L'ORÉAL A DÉCIDÉ D'ENTRER EN BOURSE

François Dalle, à qui fut confiée la gestion de L'Oréal par un actionnaire bienveillant et éclairé, écrivait :

« Fin des années cinquante, lorsqu'on me fit part du projet de mettre L'Oréal en Bourse, sur le moment, la proposition m'a stupéfié. Je trouvais que nous n'en avions pas besoin car notre trésorerie était à l'aise. Je compris que la Bourse serait pour nous un incomparable stimulant.

Je savais que nous devrions tenir une comptabilité de plus en plus rigoureuse et que nous serions contrôlés d'une manière beaucoup plus étroite par nos commissaires aux comptes. J'obtins sans difficulté l'accord de Liliane Bettencourt parce qu'elle avait hérité de son père le désir de faire grandir L'Oréal.

La Bourse s'est finalement révélée comme une formidable incitation à augmenter le chiffre d'affaires et les profits de l'entreprise.

Dans nos prévisions de chiffre d'affaires, nous distinguons avec soin les chiffres normatifs des chiffres volontaristes. Les premiers avaient le caractère d'une "ardente obligation". Les seconds donnaient la mesure de nos ambitions de conquête. Ils étaient, en quelque sorte, le panache auquel nous devons tous nous rallier. C'est grâce à cette discipline de tous et de tous les instants que nous réussîmes à satisfaire à nos obligations de la Bourse. »

Source : L'Aventure L'Oréal – p 143-145 /2001