

# NOUVEAU MARCHÉ : UN VRAI LEVIER POUR LES ENTREPRISES INNOVANTES

GILLES COPIN\*

## *UN PREMIER ESSAI POSITIF MAIS QUI RESTE À TRANSFORMER*

Cent pour cent des chefs d'entreprise satisfaits ! Tel est le constat surprise d'une récente étude qu'Ernst & Young Entrepreneurs vient de publier après une enquête auprès des trente premières sociétés introduites sur le Nouveau marché. Lancé fin 1995, ce compartiment du marché boursier français fête donc son deuxième anniversaire et l'heure d'un premier bilan a sonné. Le résultat peut paraître surprenant compte tenu d'un démarrage jugé délicat pour certains et d'une évolution des cours problématique pour d'autres. Un recul et une analyse en détail des trente six opérations bouclées à fin décembre 1997 permettent de mieux cerner aujourd'hui ce marché ambitieux destiné avant tout aux PME à fort potentiel de développement qui constitueront pour la plupart les valeurs sûres de l'an 2000.

49

Mais au fait à qui s'adresse-t-il ? Comment fonctionne-t-il ? Comment s'y préparer et y réussir ? Autant de questions qui peuvent désormais trouver une réponse avec la précision que nous procure ce premier bilan.

A l'image de son lointain cousin américain, le NASDAQ, le Nouveau marché ne vise pas exclusivement les jeunes entreprises technologiques, même si celles-ci s'y taillent dans les deux cas, la part du lion. Rien dans les conditions de base fixées par les autorités (société du nouveau marché principalement) ne permet d'ailleurs d'adopter cette vision restrictive.

Après différents aménagements de détail, trois critères principaux subsistent : disposer préalablement à l'introduction de 8 millions de francs de fonds propres, diffuser dans le public 100.000 titres au moins et placer un minimum de 10 millions de francs. Il n'y a donc aucune exigence d'âge, de chiffre d'affaires ou de résultats à l'image de la première introduction, Infonie qui était une quasi *start-up*.

\* Responsable cellule cotations Ernst & Young et directeur du développement à l'EM Lyon.

Derrière cette apparente souplesse, se cache en fait une seule et unique condition, analysée et jugée par le Comité des admissions, composé de neuf membres : le potentiel de croissance. Contrairement au Second marché destiné aux PME mûres affichant un historique de qualité, il s'agit d'un compartiment réservé aux entreprises promises à un fort développement. Un taux annuel de croissance sur les trois ans à venir de 15 à 20 % minimum est fortement recommandé, sans pour autant que ce chiffre ne constitue une barrière définitive.

Ce niveau n'est pas l'apanage des sociétés innovantes ou technologiques même si logiquement, celles-ci sont par définition sur des marchés porteurs autorisant l'atteinte ou le dépassement de tels taux : Electronique D2, Genset, Esker ou Thermatec, pour ne citer qu'elles, présentent des prévisions nettement supérieures. Le potentiel de développement peut trouver son origine en dehors de la stricte innovation technologique : un concept marketing fort (High co), un packaging audacieux (Belvédère) ou un simple marché en plein essor (la tête dans les nuages). Ces « high flyers », comme les appellent joliment les Anglo-saxons, concernent donc tous les secteurs pour peu que le développement y soit clairement possible et fondé.

Le marché ne s'y est d'ailleurs pas trompé si l'on en juge par l'évolution des cours, depuis l'introduction, des plus performantes. A fin novembre, Belvédère (nouveau concept de bouteilles pour boissons alcoolisées) affichent une progression de 398 % contre 226 % pour BVRP ou 52 % pour Genset toutes deux, beaucoup plus technologiques.

50

### LE PROFIL MOYEN DES ENTREPRISES

Plus important sans doute que les critères évoqués, il est intéressant d'analyser le profil moyen des entreprises dans la mesure où celui-ci est éloigné des conditions de base qui sont assez systématiquement largement dépassées.

Seul le montant des fonds propres préalables a pu ici ou là poser un problème, les 8 millions de francs n'étant pas atteint après ce que l'on appelle pudiquement le nettoyage du bilan. Dans ce cas, les autorités de marché acceptent qu'un placement privé préalable soit organisé (le plus souvent par le biais d'une société de capital risque). Il est d'ailleurs recommandé que la différence de valorisation constatée entre ce placement et la valeur retenue d'introduction ne dépasse pas 20 % faute de quoi les nouveaux actionnaires se trouveront bloqués (clause de *lock up*) pour une période minimum de six mois.

Le nombre de titres ne pose aucun problème. Des opérations techniques de division permettent d'aboutir au résultat souhaité. Le montant des fonds proposés au public (par augmentation de capital mais également par cession) doit en revanche retenir toute notre attention. La plus

petite opération a porté sur 17 millions de francs (Thermatec) et la plus grosse sur 515 millions de francs (Genset). Si l'on retranche ces deux extrêmes, le montant moyen s'élève, selon les statistiques de la Société du Nouveau marché au novembre 1997, à 60 millions.

Ne serait-ce que pour des raisons de liquidité du titre, le minimum souhaitable apparaît donc très au-dessus des 10 millions de francs imposés. Il ne peut y avoir de marché secondaire sans un certain montant dans le public faute de quoi la vie future de l'action s'en trouve très fortement pénalisée. Un volume important constitue l'une des garanties de base assurant cette liquidité que recherchent les investisseurs. Il est clairement estimé aujourd'hui par la plupart des introduceurs à 35 ou 40 millions de francs minimum, certains refusant purement et simplement de traiter des opérations en-dessous de ce seuil. Le Nouveau marché est donc fait pour les entreprises de toute taille et de tout secteur, à fort potentiel de croissance, désirant placer ou lever sur le marché un minimum de 35 à 40 millions de francs.

#### *COMMENT FONCTIONNE LE NOUVEAU MARCHÉ ?*

L'organisation du nouveau marché est basée sur quatre principes : une préparation des dossiers confiée à un interlocuteur nouveau : l'ITM ; une analyse et une décision centralisée à la SNM ; une tenue du marché et un fixing obligatoires et complémentaires ; et enfin, une ouverture sur le réseau Euro NM.

Nouveau venu dans le paysage boursier, l'introduceur teneur de marché (ITM) est seul habilité à présenter le dossier d'introduction aux autorités de tutelle. Agréé par la Société du Nouveau marché, il en existe aujourd'hui 74 (principalement des banques et des sociétés de bourse). Son rôle consiste à assister le chef d'entreprise dans la rédaction du plan de développement, à préparer une note d'analyse financière proposant une fourchette d'évaluation, et à entreprendre les démarches auprès de la Commission des opérations de Bourse (COB) et de la SNM. C'est également lui qui supervisera le placement des titres et assurera pendant une durée minimale de trois ans la tenue du marché secondaire. Le choix de l'ITM est sans nul doute l'une des clefs de la réussite de l'introduction. Tous n'ont pas encore, loin s'en faut, des équipes capables de traiter les secteurs représentés par les candidats. Avec le recul, les chefs d'entreprise questionnés lors de l'enquête Ernst & Young sur les trente premières introductions proposent trois critères de choix : la connaissance du secteur de l'entreprise ; la capacité de placement nationale et internationale ; et l'enthousiasme perçu pour le dossier.

Dans bon nombre de cas, l'ITM ne travaille pas seul et s'entoure d'experts techniques ou stratégiques. La vocation d'Ernst & Young Entrepreneurs trouve ici toute sa justification. Son intervention située

en amont, consiste à épauler le chef d'entreprise dans la préparation de cette réflexion stratégique (rédaction du *business plan*) et le choix de son ITM. Ces travaux préliminaires qui facilitent les tâches de l'ITM sont aujourd'hui reconnus et peuvent, pour les sociétés technologiques, bénéficier du soutien financier de l'ANVAR. C'est dans le cadre de cette préparation que sont évoqués deux sujets de grande importance : la valorisation et la méthode d'introduction.

Les valorisations proposées au marché ont pu apparaître élevées, voire très élevées. Il n'est pas rare de constater aujourd'hui des prix basés sur des multiples de 20 ou 30 fois les résultats nets de l'année en cours, là où des opérations de capital risque classiques se traitent sur des bases plus proches de 10 pour des entreprises de taille voisine. La raison de cet écart se trouve dans les méthodes d'évaluation pratiquées par les ITM. Principalement fondées sur l'actualisation des cash flows, celles-ci consistent à valoriser l'entreprise sur la somme des cash flows qu'elle générera dans le futur (en général 5 à 6 ans plus une valeur résiduelle), chaque montant annuel futur étant ramené à une valeur actuelle par le biais d'un taux d'actualisation prenant en compte à la fois la valeur du temps et du risque.

52

Le choix d'un taux d'actualisation représente aujourd'hui la clef de la valorisation et explique à lui seul les différences évoquées. Là où le « *venture capitalist* » actualise à 30 %, il semble que l'ITM soit le plus souvent entre 15 et 20 %. Le caractère fortement progressif des résultats fait le reste car il aboutit avec un écart de taux apparemment faible (10 à 15 %) à des résultats pouvant aller du simple au triple. Les sociétés de capital risque ne s'en plaignent d'ailleurs pas vraiment, ayant pu ainsi déjà réaliser de confortables plus-values lors de l'introduction de sociétés qu'elles avaient auparavant soutenues.

La méthode d'introduction est le plus souvent celle du placement garanti majoritaire (50 à 100 %) complété par une offre à prix ferme.

Il existe actuellement une controverse sur le contenu exact du placement garanti. Pour certains, il équivaut avant tout à l'assurance donnée au chef d'entreprise que les titres seront placés dans une fourchette de prix donnée. Pour d'autres, il permet simplement à l'ITM de tester un prix et de sélectionner ses acheteurs comme il le souhaite, et non pas selon la règle proportionnelle aux demandes prévue dans l'offre à prix ferme.

La différence est de taille car cela rassure le chef d'entreprise dans le premier cas et justifie les frais élevés d'introduction (entre 6 et 8 % des fonds placés) alors qu'elle permet dans le deuxième à l'ITM de mieux maîtriser ses investisseurs.

La préparation complète du dossier peut durer de deux à six mois.

### LE RÔLE DE LA SOCIÉTÉ DU NOUVEAU MARCHÉ

La société du nouveau marché veille non seulement au bon fonctionnement des opérations qu'elle instruit mais décide seule de l'admission ou non des candidats. Ce rôle est confié au comité des admissions où siègent neuf membres choisis parmi la communauté financière (Ernst & Young a eu le privilège d'y être représenté en 1996 et 1997). Il est présidé par le président de la Société des Bourses Françaises (SBF). La décision peut être soit positive en l'état, soit sous réserve de modifications, soit enfin le rejet pur et simple. Les critères de décision sont simples et principalement basés sur la qualité du dossier (notamment la pertinence du business plan) et l'adéquation aux objectifs du nouveau marché. A cet égard, une attention particulière est apportée à la présentation des facteurs clefs de succès et de risque du dossier et à leur maîtrise par le candidat. Dans certains cas, une expertise technique ou stratégique peut être exigée.

Bien qu'il ne soit pas compétent sur la pertinence des fourchettes de prix proposées, le comité peut suggérer à la SNM de discuter avec les ITM son aménagement. Cette démarche est en fait le plus souvent déjà engagée par les services internes de la SNM. Une fois l'accord obtenu, un aller retour avec les services de la COB pour l'obtention du visa est nécessaire avant la présentation officielle du dossier (le fameux « Road Show ») confiée le plus souvent à une agence de communication spécialisée.

53

### TENUE DE MARCHÉ ET FIXING

Originale voire unique, la technique de cotation journalière des titres sur le nouveau marché se veut garante d'une liquidité satisfaisante. La liquidité d'un titre se mesure par le nombre de transactions multiplié par la valeur de l'action. Une bonne liquidité revient à l'assurance de pouvoir chaque jour acheter ou vendre un certain volume. Sans liquidité, point d'investisseur et sans investisseur, point de marché. Telle est la règle simple. Deux systèmes cohabitent donc et se partagent les mouvements : le fixing classique, réalisé deux fois par jour ouvrable<sup>1</sup> et centralisé à la SNM. Il centralise l'ensemble des offres de vente et d'achat provenant des intermédiaires et en déduit mathématiquement un prix affiché. Il est plutôt actuellement destiné aux petits ordres.

Inspirée du *market making* anglo-saxon (seul en vigueur sur le NASDAQ), la tenue de marché est obligatoire et proposée par l'ITM pendant les trois ans qui suivent l'introduction. Ce dernier s'engage ainsi chaque jour ouvrable à proposer un prix d'achat et de vente pour le titre, et ce, a priori pour des volumes illimités (même si la pratique les limitent de fait). Cette fourchette n'a pas à respecter les cours proposés

par le fixing et concerne le plus souvent les ordres importants qui sont en général le fait d'investisseurs institutionnels. Pour garantir une tenue de marché de qualité et obtenir des cotations satisfaisantes, il peut être conseillé de recourir à deux teneurs de marché plutôt qu'un.

Dans l'ensemble, ce double système a plutôt bien fonctionné et a permis d'éviter l'absence totale de liquidité constatée parfois sur d'autres compartiments, comme le second marché ou surtout le hors cote et l'OTC. A fin novembre, le volume des capitaux échangés était en moyenne de 13,8 millions de francs par jour soit environ 400.000 francs par entreprise, ce qui est loin d'être négligeable mais cache cependant des disparités importantes (moins de 10.000 francs/jour à plus de 3 millions). Le choix d'un ou deux ITM n'est donc pas neutre. Il apparaît fondamental de bien mesurer les capacités et les compétences de chacun d'eux sur ce point précis avant de signer un mandat.

#### *L'OUVERTURE DU RÉSEAU EUROPÉEN : EURO NM*

Avantage particulier du nouveau marché sur ses concurrents, Euro NM est un réseau européen regroupant actuellement Francfort, Bruxelles, Amsterdam et Paris.

Il devrait permettre rapidement une cotation simultanée sur ces quatre places et autoriser ainsi une communication optimisée et peu coûteuse dont profiteront les entreprises à vocation internationale. Le profil des candidats et l'organisation du marché ainsi dessinés constituent une étape essentielle dans la présentation de cette nouvelle solution de financement. Elle ne serait pourtant pas complète sans la présentation des conseils que les sociétés actuellement cotées donnent aux futurs candidats : les petites subtilités qui font toute la différence entre une bonne et une mauvaise introduction.

#### *QUELQUES CONSEILS*

Interrogée par Ernst & Young de septembre à octobre 1997, les trente premiers chefs d'entreprise ayant choisi le nouveau marché ont accepté, quelles que soient les réussites de leur introduction, de juger avec le recul, leurs parcours, d'en tirer des conclusions et de transmettre ainsi aux futurs candidats les principaux conseils pour réussir une cotation sur le nouveau marché. Huit thèmes ont été abordés.

##### *La préparation*

Cette phase est très fortement consommatrice de temps et peu l'avaient anticipé avec réalisme. Le plan de développement, pièce essentielle du processus, nécessite une attention toute particulière et a été pour la plupart l'occasion de faire un point utile sur leur stratégie et la

mise en place d'une organisation propre à assurer une bonne maîtrise des facteurs de succès et de risque. Dans ce contexte, ils recommandent fortement de s'entourer de conseils capables d'accompagner le projet et de défendre les intérêts de l'entreprise tout au long de cette étape où le chef d'entreprise découvre souvent pour la première fois, les méandres parfois tortueux de la bourse. Enfin, quelle que soit la nature de son activité, l'entreprise doit se présenter de façon simple et accessible.

### *Le choix des ITM*

Aucune équipe ne possède en France l'expérience nécessaire pour couvrir l'ensemble des secteurs économiques. L'ITM doit donc être choisi après que sa connaissance des valeurs de l'entreprise ait été validée. Tout aussi important est sa capacité de placement, c'est-à-dire sa maîtrise des réseaux d'investissement nationaux et internationaux qui achèteront les titres. Cette maîtrise passe par une solide connaissance de chaque intermédiaire de façon à ce que la sélection rendue possible par le système de la garantie de placement protège l'entreprise à la fois sur la qualité de ses futurs actionnaires mais aussi contre le risque d'un retour de papier trop rapide perturbant le marché secondaire s'il est trop important ce qui c'est hélas produit dans certain cas.

Le choix de l'ITM est absolument primordial et ses conséquences vont bien au-delà de l'introduction au sens strict. Il ne devrait pas, même si cela est fréquent, se faire sur le seul critère de la valorisation promise et suppose une mise en concurrence doublée d'une forte proportion de recherche de motivation. Ne choisir que des ITM avec qui une véritable relation de partenariat semble possible ; tel semble être en fin de compte le premier message des dirigeants.

55

### *La stratégie de valorisation*

Conseil essentiel et particulièrement significatif, la valorisation est perçue comme obsédante avant l'introduction et mal préparée avec le recul. Une trop forte valorisation a pénalisé un certain nombre de dossiers dont la carrière s'est trouvée par la suite décevante au plus grand regret des chefs d'entreprise qui, si c'était à refaire, privilégieraient avant tout une fourchette de prix qui faciliterait un bon marché secondaire. Beaucoup pensent ne pas avoir assez écouté leurs ITM ou les autorités de marché se focalisant sur une stratégie à trop court terme. La prudence semble donc s'imposer, et ce, d'autant plus que les meilleurs parcours boursiers, et donc les meilleures valorisations sont directement liés à la qualité du traitement préparatoire de l'analyste chargé de proposer une fourchette de prix. Contrairement à ce que l'on peut observer sur d'autres compartiments, la valorisation sur le nouveau marché ne peut

être un coup car s'agissant de sociétés à fort potentiel de croissance, bon nombre feront logiquement à nouveau appel au marché pour financer d'autres étapes de croissance et dans ce cas l'historique du parcours boursier et son évolution seront sans nul doute le principal facteur de succès des nouvelles opérations. Les investisseurs ont la mémoire longue.

### *La rédaction du prospectus*

Cette mémoire vaut également pour le prospectus qui sera présenté aux autorités et aux investisseurs. Il doit être prudent, honnête et objectif. Le moindre écart par rapport aux prévisions est immédiatement sanctionné par une baisse du titre et ce dans des proportions souvent sans mesure avec la réalité de cet écart. Ce travail nécessite donc du temps et une qualité d'information importante qui requiert parfois l'utilisation d'experts. L'environnement économique de l'entreprise et son positionnement stratégique doivent y être soigneusement présentés en insistant sur quatre facteurs : la concurrence, le risque de nouveaux entrants ou nouvelles technologies, la maîtrise des sous-traitants et des clients. L'aide de conseils en stratégie peut apparaître dans certains cas comme essentielle et a permis aux dirigeants une réflexion en profondeur qu'ils n'ont pas regrettée.

56

### *Le road show*

La présentation officielle aux investisseurs se fait selon les choix, sur plusieurs places françaises et européennes d'où le nom anglo-saxon de *Road show*. Paris, Londres, Edimbourg viennent en tête suivies par Francfort, Genève, et Bruxelles. La Province y joue également un rôle non négligeable pour ceux qui souhaitent qu'une partie du placement s'effectue près de leur activité. La communication doit être adaptée aux objectifs de ce placement et à la cible d'investisseurs. Elle doit être travaillée avec soin notamment par des préparations audiovisuelles qui permettent d'anticiper les bonnes et les mauvaises questions mais également d'être sûr que les messages clés et la motivation de l'introduction passent bien. Le choix de l'agence de communication est à cet égard primordial. L'étude Ernst & Young a mis en lumière une grande disparité dans la satisfaction des chefs d'entreprise s'agissant de ces agences. Leur coût a pu sembler ici ou là sans rapport avec le service rendu. Les références doivent donc être clairement démontrées.

### *Les techniques de placement*

Peu d'avis tranchés sont exprimés sur cette question assez complexe pour le dirigeant néophyte. Faire confiance à son ITM semble être la

règle. La garantie de placement favorise la sélection des investisseurs, l'offre à prix ferme étant donc plutôt recommandée lorsque le placement s'annonce facile et peu risqué. Un mixte des deux solutions est largement la règle dans des proportions privilégiant cependant le placement garanti (60 à 90 % du total en grande majorité). Pour éviter toute mauvaise surprise, et ce, compte tenu d'un coût supplémentaire important, il peut apparaître prudent de recommander la signature effective du contrat de placement garanti avant l'introduction. Cette précaution permettra lors de conjonctures difficiles, d'avoir une assurance renforcée sur l'issue de l'opération.

#### *La tenue de marché*

Si deux teneurs de marché valent mieux qu'un, ce choix n'assure pas d'office une liquidité satisfaisante du titre. Là encore les références passées seront les meilleurs garanties contre les mauvaises surprises. Les dirigeants s'avouent avec le recul un peu pris au dépourvu devant des techniques de marché qu'ils connaissent mal. Certains conseillent donc un suivi plus proche et plus direct, par des contacts plus fréquents avec les teneurs. Des objectifs doivent être discutés avant l'introduction et ce d'autant plus qu'il existe deux visions assez différentes du rôle de la tenue de marché. Assurer une liquidité minimum du titre par la fixation journalière d'une fourchette achat/vente dans des volumes fixés à l'avance ou intervenir quels que soient les volumes pour tenir la valeur (jusqu'à un certain point, néanmoins) ; telles sont les différences essentielles. La question mérite d'être posée avant la signature du mandat d'introduction et de tenue de marché et ce d'autant plus que celui-ci porte sur les trois années qui suivent la cotation.

57

#### *Le suivi de l'introduction*

L'introduction fait changer l'entreprise d'environnement et beaucoup de chefs d'entreprise ne l'avaient pas vraiment perçue. L'information devient quasi permanente et le succès du marché secondaire dépendra en bonne partie des rencontres régulières avec les nouveaux actionnaires et les analystes. Un responsable pour cette fonction est une nécessité qu'il s'agisse du dirigeant s'il en sent les compétences et le goût ou d'un collaborateur. Certains ont opté pour le recours aux services de conseils spécialisés. Le caractère spécifique du nouveau marché et la nature très évolutive des entreprises renforcent cette problématique que l'on peut résumer en assurant sans trop d' emphase que, le plus souvent, s'introduire est plutôt facile et, réussir son marché secondaire beaucoup plus difficile.

Conclure sur un premier bilan du nouveau marché c'est avant tout rappeler la grande disparité des performances déjà enregistrées, cachée par un indice général plutôt satisfaisant. Depuis le 31 décembre 1996, le taux de croissance moyen du portefeuille des valeurs affichent une hausse de 13 % (au 30 novembre 1997). C'est aussi comprendre que le meilleur moyen d'y réussir est de tirer les leçons de l'expérience de ceux qui l'ont choisi et qui, s'ils devaient recommencer modifieraient parfois leur préparation. Savoir choisir ses intermédiaires, privilégier la réussite à long terme sur la valorisation la plus forte et organiser sa communication, tel semble être le trio de tête des conseils gagnants.

#### *NOTES*

1. ou en continu pour les valeurs les plus actives.