REVUE D'ÉCONOMIE INDUSTRIELLE

**Revue d'économie industrielle**

**117 | 1er trimestre 2007**
**Varia**

# Le marché de la cession-reprise d'entreprises

## Analyse de l'efficacité des bourses d'opportunités

**Françoise Bastié et Sylvie Cieply**

OpenEdition Journals

**Édition électronique**
URL : https://journals.openedition.org/rei/1062
DOI : 10.4000/rei.1062
ISSN : 1773-0198

**Éditeur**
De Boeck Supérieur

**Édition imprimée**
Date de publication : 15 mars 2007
Pagination : 9-22
ISSN : 0154-3229

**Référence électronique**
Françoise Bastié et Sylvie Cieply, « Le marché de la cession-reprise d'entreprises », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 117 | 1er trimestre 2007, mis en ligne le 15 mars 2009, consulté le 04 juin 2022.
URL : http://journals.openedition.org/rei/1062 ; DOI : https://doi.org/10.4000/rei.1062

Ce document a été généré automatiquement le 4 juin 2022.

© Revue d'économie industrielle

# Le marché de la cession-reprise d'entreprises

Analyse de l'efficacité des bourses d'opportunités

Françoise Bastié et Sylvie Cieply

## I. - Introduction

Selon la Commission européenne (2002), un tiers des chefs d'entreprises, pour la plupart à la tête d'entreprises familiales, devrait se retirer en Europe dans les prochaines années obérant ainsi l'avenir de près de 690 000 Petites et Moyennes Entreprises (PME) et de 2,8 millions d'emplois chaque année. La transmission d'entreprises est en effet un acte risqué. « Complexes, les transmissions d'entreprises sont trop souvent vouées à l'échec, non pas parce que l'entreprise en tant que telle n'est pas viable mais en raison de problèmes durant la phase de transfert » (Commission européenne, 2006, p. 3).

1 Fort de ce constat, et suivant les recommandations de la Commission européenne[1], les pouvoirs publics ont mis en place de nombreuses mesures afin de favoriser la transmission des entreprises. En France, la loi du 1er août 2003 pour l'initiative économique (loi Dutreil I) exonère, sous certaines conditions, les repreneurs des droits de mutation. La loi du 2 août 2005 en faveur des PME (loi Dutreil II) permet le financement des transmissions grâce à la location, la location-gérance ou le crédit-bail. Cette dernière loi encourage également la préparation de la transmission en favorisant le tutorat des repreneurs par les cédants. Enfin, la loi de finance 2006 autorise une exonération des plus-values pour les cédants. Toutes ces mesures permettent d'alléger le fardeau financier, fiscal et humain de la transmission d'entreprises. Elles ne sont cependant opérationnelles qu'une fois la transmission engagée, c'est-à-dire lorsque le cédant et le repreneur sont identifiés et se sont accordés sur le prix de la cession. Elles présupposent l'existence d'un marché de la cession-reprise. Cette hypothèse peut être assez aisément acceptée lorsque la transmission est réalisée au profit d'un ou de plusieurs salariés ou d'un membre de la famille du cédant. Selon la Commission européenne (2002), le rôle de ce marché interne de la transmission reste néanmoins

limité[2]. La majorité des cessions-reprises se réalise sur le marché externe dont le fonctionnement souffre de nombreuses imperfections qui peuvent conduire à son échec.

2 Dans cet article, nous étudions principalement deux imperfections. La première est liée à l'existence d'une asymétrie d'information sur la qualité de la firme entre cédants et repreneurs. La seconde résulte des incertitudes supportées par les *stakeholders*[3] à la suite d'une annonce publique de cession totale de la propriété d'une entreprise associée au retrait du dirigeant. Cette configuration se rencontre essentiellement sur la population des PME qui sont en grande majorité possédées et gérées par une seule et même personne[4] souvent à l'origine de la fondation de la firme.

3 L'objectif de cet article est d'étudier ces imperfections et d'apprécier la capacité des bourses d'opportunités à les limiter. Afin de faciliter les transmissions à des tiers, la Commission européenne (2002, 2003, 2006) préconise en effet aux pays membres d'organiser des marchés transparents pour les transmissions d'entreprises. L'organisation de ce marché prend généralement la forme de bourses d'opportunités qui recensent et diffusent de l'information sur les offres de cessions et les propositions de reprises d'entreprises. En Allemagne, en France, en Italie, au Luxembourg, aux Pays-Bas et en Autriche, ces structures sont, pour bon nombre d'entre elles, gérées par les chambres consulaires ou des institutions « impartiales similaires » (Commission européenne, 2006, p. 11).

4 Ce travail s'appuie, d'une part, sur la description dans les rapports d'experts de la Commission européenne des infrastructures dédiées à la rencontre des cédants et des repreneurs et, d'autre part, sur la consultation des bourses d'opportunité dorénavant largement accessibles sur l'Internet. Les hypothèses de travail retenues ont par ailleurs été confortées par les résultats des entretiens réalisés auprès de cédants, de repreneurs et d'intervenants spécialisés dans l'accompagnement des cessions-reprises[5].

5 Cet article est organisé en deux sections. La première étudie le problème classique de l'antisélection appliqué au marché de la transmission d'entreprises et le rôle des bourses d'opportunités dans sa résolution (II). La seconde section analyse le problème moins classique de la réaction des *stakeholders* à l'annonce de la mise en vente de la firme. Nous montrons que le cédant doit finalement gérer une situation paradoxale où, pour trouver un repreneur, il doit annoncer son intention de vendre et, pour minimiser les pertes liées aux réactions des *stakeholders*, il doit garder secrète sa volonté de céder. Nous montrons que, pour certaines entreprises, le recours aux bourses d'opportunités permet aux cédants de lever ce paradoxe (III). En conclusion, nous introduisons certaines mesures qui pourraient permettre d'améliorer le fonctionnement de ces plates-formes (IV).

## II. - L'antisélection sur le marché de la cession-reprise et les bourses d'opportunités

Le marché de la cession-reprise est entaché par l'existence d'asymétries d'information qui rendent délicate la fixation du prix de vente de la firme et peuvent conduire ce marché à l'échec. Lors de la transmission d'une entreprise, le vendeur, mieux informé que l'acheteur sur les performances présentes et futures de la firme (état du matériel, défection de clients ou de fournisseurs...) a intérêt à cacher toutes les informations qui

peuvent diminuer son prix de vente. Le manque d'information du repreneur est une des causes des échecs des opérations de reprises. Selon la BDPME (1998), les défaillances d'entreprises reprises sont, dans 21 % des cas, dues à une information capitale cachée par le vendeur. Les bourses d'opportunités diffusent des informations sur le profil des repreneurs et/ou des entreprises à reprendre : causes de la cession, secteur géographique, chiffre d'affaires, nombre de salariés. Ces informations sont délivrées avec l'accord des repreneurs et des cédants concernés. Elles sont souvent fournies sans garantie, c'est-à-dire sans contre-expertise réalisée au préalable par l'institution qui diffuse l'information. Dans ce contexte la valeur de signal de qualité des informations communiquées est restreinte (II.1). Une généralisation de la certification des informations et la réalisation d'un audit permettraient un meilleur fonctionnement de ces bourses. La question est néanmoins de savoir jusqu'à quel degré de détail l'audit doit être réalisé par ces infrastructures (II.2).

## II.1. La valeur des informations communiquées

Une des informations renseignées par les bourses d'opportunités est la cause de la cession. Selon le rapport final du groupe d'experts sur la transmission des PME de la Commission européenne (2002), les raisons de la mise en vente d'une entreprise sont multiples (tableau 1). La part importante du motif « départ en retraite » apparaît légitime en raison de la situation démographique en Europe de l'Ouest où 19,76 % des dirigeants d'entreprises indépendantes ont 55 ans et plus. Cette cause est *a priori* facilement vérifiable par un repreneur potentiel en observant tout simplement l'âge du cédant. Il convient cependant de considérer que le départ à la retraite peut être anticipé par un dirigeant-propriétaire du fait des problèmes que connaît son entreprise. Ces problèmes sont avérés si la cause de la cession est un accident de la vie du propriétaire, en particulier pour les TPE et les PME pour lesquelles il y a confusion entre propriétaire majoritaire et dirigeant. Un troisième motif, « les raisons personnelles », est suffisamment vague pour cacher des réalités multiples : difficultés de l'entreprise ou bien désir de la valoriser au mieux et d'assurer sa pérennité.

**Tableau 1 : Les causes de la cession dans quelques pays européens (en %)**

| Pays | Allemagne | Autriche | France | Pays-Bas |
|---|---|---|---|---|
| Motifs | | | | |
| Départ en retraite | 42 | 45 | 58 | 54 |
| Accidents de la vie du dirigeant[6] | 32 | 31 | INC* | 26 |
| Raisons personnelles | 26 | 24 | INC* | 20 |

Source : Commission européenne (2002), p. 51 (*) INC : Information Non Communiquée

6 Lors de la rencontre avec un repreneur potentiel, le dirigeant n'a aucun intérêt à donner la raison réelle de la mise en vente de son entreprise si cette cause est pénalisante. Dans les annonces publiées, lorsque la cause de la cession est renseignée, elle est rarement différente du départ à la retraite. Par exemple, sur 518 annonces

concernant, en juin 2006, l'Aquitaine dans les secteurs de l'artisanat, du commerce, des services de proximité et de l'hôtellerie-restauration[7], 206 précisaient la cause de la cession. Le départ à la retraite (ou la préparation de celle-ci) représente 79,61 % des causes annoncées, les raisons personnelles 11,65 % et les accidents de la vie 8,74 %. La sur-représentation du départ à la retraite par rapport aux données de la Commission européenne associée à un taux de non-renseignement de la cause élevé (60,23 % des annonces) illustre le peu d'informations données sur la cause et sa faible valeur informationnelle sur la santé économique et financière de la firme. Dans ce contexte, les cédants qui désirent vendre une entreprise saine et rentable risquent d'avoir du mal à signaler la raison de la mise en vente. Cette difficulté est d'autant plus importante que le cédant est jeune et ne peut donc pas invoquer le désir de retraite.

7 Des informations sur les résultats de l'entreprise ou sur son patrimoine sont parfois données, généralement sans garantie. Bien sûr un repreneur potentiel, intéressé par une entreprise signalée sur la bourse d'opportunité, ne finalisera pas l'acte de vente sans avoir en main les documents financiers de l'entreprise en vente. Si l'information donnée dans l'annonce dissimule les véritables résultats comptables de l'entreprise cible, le repreneur potentiel se tournera vers une autre entreprise. Cependant, cette situation rend l'information fournie par la bourse d'opportunités peu crédible et empêche les cédants d'entreprise de bonne qualité de se signaler.

## II.2. La certification de l'information et l'aide à l'évaluation

Une solution à ce problème est la certification de l'information par la bourse d'opportunités. Elle nécessite que les responsables de la bourse demandent aux cédants de lui présenter les états comptables certifiés par des professionnels réglementés de l'entreprise cible.

8 Cette certification de l'information comptable ne permet cependant pas au repreneur potentiel d'avoir toute l'information pertinente sur la santé de l'entreprise et ses perspectives de développement. D'une part, si l'usage de standards comptables et la certification des comptes par les professionnels limitent les manipulations, ils ne peuvent pas pour autant les éliminer. D'autre part, ces usages ne concernent que l'information passée ; ils n'apportent aucune information sur la capacité de développement de la firme. Or, pour les firmes à fort potentiel de croissance, qui réalisent généralement une activité spécifique[8], cet élément est central dans la détermination du prix de vente désiré par le cédant.

9 Finalement, les entreprises de bonne qualité, notamment celles gérées par des jeunes dirigeants et/ou à fort potentiel de croissance, ne peuvent pas se signaler efficacement par l'annonce de la cause de la cession et la fourniture d'informations comptables même certifiées par la bourse d'opportunités. À l'extrême, on retrouve sur ce marché le mécanisme d'antisélection décrit par Akerlof (1970) sur le marché des voitures d'occasion : les entreprises de bonne qualité, ne pouvant pas être identifiées, quittent le marché si le prix moyen du marché est inférieur au prix de réserve du cédant. Dans tous les cas, le prix qu'elles obtiennent est inférieur au prix qu'elles auraient obtenu si elles avaient pu signaler leur qualité.

10 L'audit apporte une solution en garantissant aux repreneurs la qualité de l'information, en particulier prévisionnelle, fournie par le cédant. La fourniture aux bourses d'opportunité du rapport de l'audit, en théorie réalisée à la demande du cédant pour

établir le prix de vente de son affaire, devrait permettre d'accroître la qualité de l'information diffusée. Cependant, en pratique, la réalisation d'un audit reste limitée du fait de son coût. D'après le Crédit Lyonnais (2003), les audits sont quasi-inexistants lorsque la valeur de la transmission est inférieure à 300 000 euros. Pour les PME d'une valeur de cession comprise entre 300 000 et 1 million d'euros, le recours à l'audit est limité et l'information est transmise grâce à l'utilisation de clauses contractuelles, en particulier les garanties conventionnelles[9] qui rassurent l'acheteur sur la qualité de l'information financière fournie par le cédant. L'audit est en effet essentiellement réalisé à la demande des plus grosses entreprises alors même que les reprises concernent majoritairement les TPE et les PME : 80 % des entreprises reprises concernent des fonds de commerce, 50 % n'ont pas de salarié et 65 % sont des personnes physiques (BDPME, 1998).

11 Face à ce constat, les bourses d'opportunité ont-elles intérêt à aller plus loin dans la collecte de l'information ? Devraient-elles, par exemple, financer totalement ou partiellement un audit en contrepartie d'une clause de divulgation du rapport d'audit au repreneur ? Deux cas sont à distinguer selon que les bourses sont ou non gérées par des chambres consulaires.

12 Pour celles gérées par les chambres consulaires, dont l'objectif est le développement économique du territoire, financer un audit génère un coût qu'il convient de comparer aux gains. Ces derniers sont liés, d'une part, à la transmission des entreprises de bonne qualité et, d'autre part, à l'existence même d'un marché de la cession-reprise du fait de la réduction des asymétries d'information. Deux classes d'entreprises pourraient être exclues d'un tel dispositif de subvention à l'audit. La première catégorie concerne les entreprises dont la reprise pourra se faire avec l'intervention d'investisseurs en capital dans la mesure où ces derniers réaliseront un audit très détaillé sur la firme. Cette restriction ne concerne cependant qu'un nombre limité d'entreprises ; en 2005, seuls 479 investissements ont été réalisés en transmission par les organismes de capital-investissement (AFIC, 2005, p. 28). La deuxième catégorie d'entreprises exclues du dispositif de subvention à l'audit concerne les entreprises dont la valeur ne justifie pas la réalisation d'un audit coûteux et dont la détermination du prix de vente peut être standardisée. Cela concerne plus particulièrement les entreprises de petite taille dont l'activité est traditionnelle et qui œuvrent dans des secteurs très concurrentiels.

13 Pour les bourses d'opportunités non gérées par des chambres consulaires et pour lesquelles un des objectifs principaux est la maximisation du profit (annonces payantes, mises en relation entre entreprises payantes et/ou relais pour une mise en relation avec des intermédiaires privés), l'audit ne peut pas être réalisé sans une prise en charge du coût supplémentaire par le cédant. Dans ce cas, l'audit ne devrait alors concerner que les entreprises de taille suffisante pour lesquelles des intermédiaires en information existent déjà.

14 En résumé, l'audit préalable ne concerne actuellement, compte tenu de son coût, que les entreprises de taille suffisante en termes de chiffre d'affaires. Promouvoir un audit réalisé par les chambres consulaires apparaît susceptible de dynamiser le marché de la cession-reprise sous réserve qu'il ne concurrence pas les spécialistes privés de la transmission et qu'il ne soit pas généralisé aux entreprises dont la valeur *a priori* ne justifie pas le coût de l'audit. La certification de l'information par la bourse d'opportunité associée à un diagnostic économique et financier de l'entreprise cible est déjà pratiquée par certaines bourses gérées par des chambres consulaires. Ainsi, sur le

site de la Bourse Nationales des Opportunités Artisanales, il est indiqué que : « Toutes les informations présentées dans les annonces de la BNOA sont le résultat d'un diagnostic économique et financier réalisé par l'artisan cédant conseillé par un collaborateur de sa chambre de métiers. Seules les entreprises viables sont admises dans la BNOA. La BNOA est une base de données fiable où les informations proviennent de sources sûres ».

15 Cet apport conséquent d'informations ne suffit pas à garantir l'efficacité du fonctionnement des bourses d'opportunités. Selon les professionnels de la transmission, une opération de transmission nécessite le maintien du secret.

## III. - Les bourses d'opportunité et la garantie du secret

Le maintien du secret est souvent nécessaire. Comme le soulignent Alary-Grall, Estival et Pijaudier Cabot (2001), « lorsque le cédant prospecte parmi les candidats potentiels à la reprise, il doit se montrer discret : trop de publicité nuit à la conclusion d'une bonne affaire » (p. 15) ; « annoncez publiquement que votre entreprise est à vendre.... Vous perdez la confiance de vos clients et celle de vos banquiers » (p. 18). Ce secret dont s'entourent les cédants est dû aux réactions potentielles des *stakeholders*. Ces réactions peuvent nuire aux performances économiques de la firme. Sur le site de la chambre de commerce et d'industrie de Nice Côte d'Azur, on pouvait lire (le 16 juin 2006) : « Afin de [...] ne pas pénaliser la marche de l'entreprise (qualité des relations avec le personnel, les clients, les fournisseurs et les autres partenaires) il est primordial de maintenir une confidentialité absolue ». L'annonce publique de mise en vente d'une entreprise peut provoquer une perte de confiance des *stakeholders* se traduisant par une diminution du prix (Alary-Grall, Estival et Pijaudier Cabot, 2001).

16 Indépendamment des asymétries d'information sur la qualité de la firme, les incertitudes liées à l'opération de cession et/ou les modifications du comportement du cédant peuvent provoquer des réactions de la part des *stakeholders* qui sont préjudiciables au cédant (III.1). Le cédant doit finalement gérer une situation paradoxale où, pour trouver un repreneur, il doit annoncer son intention de vendre et, pour minimiser les pertes liées aux réactions des *stakeholders*, il doit garder secrète sa volonté de céder. Nous montrons que, pour certaines entreprises, le recours aux bourses d'opportunités permet aux cédants de lever ce paradoxe (III.2).

### III.1. La nécessité du secret : une entrave au fonctionnement du marché de la cession-reprise

En situation d'asymétries d'information sur la qualité de la firme partenaire, la mise en vente d'une entreprise peut être interprétée par les *stakeholders* comme le signal d'un problème dans la marche de l'entreprise. Cependant, cette révision des *a priori* par les *stakeholders* n'est pas uniquement due à cet argument classique. Même en l'absence d'asymétrie d'information sur la qualité de la firme, elle peut survenir en raison des incertitudes sur les conditions de la transmission et des changements possibles de comportement du cédant.

### Les incertitudes sur les compétences du repreneur et sur les conditions du transfert de l'entreprise

La cession d'une entreprise s'accompagne généralement dans le cas des PME d'un changement de dirigeant. La capacité du futur dirigeant à faire prospérer l'affaire reprise est une source d'incertitude pour l'environnement de la firme. Si le dirigeant annonce qu'il est vendeur, alors même que personne ne connaît l'acheteur potentiel, apparaît une incertitude sur la façon dont sera gérée l'entreprise et sur sa pérennité. Or, la survie de l'entreprise est liée à la connaissance par le repreneur du secteur et de l'entreprise. Selon la BDPME (1998), l'indice moyen de sinistralité des firmes transmises augmente de 53 % lorsque le repreneur ne connaît pas le secteur. Selon cette même étude, 21 % des défaillances sont liées à une mauvaise connaissance du mode de fonctionnement de l'entreprise. Cette méconnaissance possible du repreneur peut engendrer une réaction de repli des *stakeholders* vis-à-vis de l'entreprise à céder.

17 Même lorsque le repreneur est parfaitement identifié, les *stakeholders* peuvent toujours s'interroger sur l'organisation du transfert des connaissances du cédant au nouveau dirigeant-propriétaire. Ils peuvent en particulier considérer que ce transfert peut ne pas se produire ou n'être que partiel. Le maintien du cédant dans l'entreprise, que cherche à promouvoir la loi du 2 août 2005 en faveur des PME, devrait permettre de rassurer l'environnement et pourrait ainsi réduire de façon significative la sinistralité des transmissions. Selon la BDPME (1998), le risque de sinistralité diminue de 27 % lorsque le dirigeant reste présent dans l'entreprise après la cession. L'environnement devrait néanmoins réagir d'autant plus négativement à ce problème de transfert des connaissances que les performances de l'entreprise sont fortement liées au capital humain du cédant qui est un actif spécifique inaliénable (Moore, 1992). Les entreprises, dont les performances sont positivement corrélées aux compétences du cédant, sont en effet celles pour lesquelles l'environnement est le plus susceptible de réagir négativement lorsque l'annonce de la mise en vente n'est pas concomitante à la présentation du repreneur et des conditions de la reprise. Pour ces firmes, les fournisseurs de biens et de dettes peuvent se montrer réticents à augmenter leurs créances. Les incertitudes sur les compétences du repreneur peuvent conduire les créanciers à développer un comportement de précaution ; ils refusent de prêter aujourd'hui au cédant un montant qui sera potentiellement remboursé demain par le repreneur. Cet argument de précaution des créanciers est à nuancer. Dans le cas des fournisseurs de biens et services, si leur chiffre d'affaires dépend en grande partie de l'entreprise en vente, ils ne se désengageront pas brutalement car la perte immédiatement induite par ce comportement peut excéder la perte anticipée si le risque se réalise. La même limite existe pour les banques dont la capacité de retrait est limitée lorsqu'elles sont engagées sur des produits multiples et des montants importants[10].

18 La nature de la réaction des clients dépend du niveau de spécificité des actifs, en particulier de l'importance du capital humain, et de la nature des engagements. Un comportement de précaution est probable pour les engagements nouveaux de moyen et long terme. Pour le renouvellement des engagements existants, le comportement des clients est plus difficile à anticiper ; il dépend des coûts de changement de fournisseurs, de la « transférabilité » des avantages de coût au repreneur et de la structure du marché de la firme. Au mieux, pour le cédant, le client ne se désengage pas car les coûts liés au changement immédiat de fournisseur sont plus importants que les pertes

anticipées en cas de changement de propriétaire. Là encore, toutes choses égales par ailleurs, plus la relation dépend des compétences du dirigeant sortant, plus le risque que le client se désengage de l'entreprise est fort lorsqu'il apprend la cession.

19 Les salariés de l'entreprise peuvent aussi développer des comportements de précaution en cherchant à changer d'entreprise. Cela est d'autant plus facile que les salariés sont très qualifiés. Ce comportement, s'il est avéré, peut pénaliser les performances de l'entreprise en la privant de ses salariés les plus efficaces.

20 Ces comportements des *stakeholders* dus aux incertitudes sur les conditions de la transmission sont accentués par l'anticipation du changement de comportement du cédant.

### La modification du comportement du dirigeant-propriétaire

Lorsque le dirigeant est le propriétaire majoritaire de l'entreprise, ce qui correspond à la situation de la majorité des PME (Duchéneaut, 1995), son objectif est la maximisation de la somme actualisée des profits espérés. Quand un propriétaire décide de vendre, il maximise la somme des revenus cumulés liés à l'activité de la firme jusqu'à la date aléatoire de la vente augmentée du prix de vente. La décision de vendre ne modifie pas l'objectif du cédant si, quel que soit l'instant où la vente se réalise, le cédant prévoit que le prix de vente est égal aux revenus qu'il obtiendrait en restant dirigeant. Or, le prix qu'un repreneur est prêt à payer ne dépend pas des profits futurs que le cédant réaliserait s'il restait à la tête de l'entreprise mais des profits futurs que lui-même peut réaliser associé au gain privé qu'il retire de l'achat[11]. Même en situation d'information symétrique, il n'y a aucune raison pour que le prix offert par le repreneur soit égal au profit futur que le cédant pourrait réaliser. Cet écart peut s'expliquer par des différences dans la formation des anticipations et dans l'attitude vis-à-vis du risque et par les caractéristiques privées des parties.

21 Cet écart peut avoir un impact sur le comportement du cédant. Il peut privilégier l'accroissement de la performance à court terme de son entreprise, c'est-à-dire les projets dont le délai de retour sur investissement est bref au détriment des investissements de long terme comme, par exemple, la R&D. Ce risque de changement de comportement du cédant dans la période qui précède la cession est pris en compte par l'environnement qui, face à l'annonce de la mise en vente d'une entreprise, peut modifier son comportement vis-à-vis de la firme à céder.

22 Les clients peuvent se détourner de l'entreprise en cours de cession s'ils anticipent un risque de sous-investissement qui peut détériorer la qualité à terme de son approvisionnement. L'agressivité des concurrents peut augmenter s'ils pensent que la cession peut s'accompagner d'une augmentation du coût de revient pour l'entreprise en cours de cession en raison, par exemple, du sous-investissement technologique du cédant. Ils peuvent augmenter leur capacité de production et/ou pénétrer des marchés dominés par l'entreprise en cours de cession[12]. Les salariés peuvent également se désengager de l'entreprise et rechercher un nouvel employeur avant que de mauvaises performances ne se réalisent. La réaction des *stakeholders* est alors préjudiciable au cédant (désengagement des cocontractants, diminution des parts de marché, perte des meilleurs salariés,...) car elle engendre une diminution des profits présents et du prix auquel il peut vendre son entreprise.

23 La prise en compte d'une asymétrie d'information sur la qualité de la firme amplifie le problème pour les « bonnes » entreprises si elles ne peuvent pas signaler à l'environnement que la cession n'est pas liée aux difficultés de la firme. Par ailleurs, il n'est même pas nécessaire que l'ensemble des *stakeholders* soit en situation d'asymétries d'information sur la qualité de la firme pour provoquer leurs réactions. Il suffit que certains d'entre eux anticipent que la mise en vente risque de provoquer, de la part des autres *stakeholders*, des réactions préjudiciables à la survie de l'entreprise pour qu'ils mettent tous en œuvre un comportement de précaution[13].

24 Ainsi, le marché de la cession-reprise se heurte à un paradoxe. D'une part, la décision de vendre est une information stratégique que le cédant doit conserver le plus longtemps possible secrète pour réussir l'opération dans de bonnes conditions. D'autre part, pour trouver la contrepartie adéquate, le dirigeant doit communiquer sur sa volonté de céder. Ce paradoxe de « la communication dans le secret » affecte plus particulièrement les entreprises exposées à la réaction probable de leur environnement. Il s'agit avant tout des entreprises de petite taille et/ou positionnées sur un secteur fortement concurrentiel et/ou dont le dirigeant cédant est jeune et/ou dont le capital humain explique en grande partie les résultats de l'entreprise. Pour ces entreprises, la recherche de confidentialité dans les opérations de cession est primordiale. Les bourses d'opportunité ont été développées pour répondre à ce besoin et résoudre ce dilemme qui entache le fonctionnement du marché de la transmission d'entreprise.

## III.2. Les bourses d'opportunités : une réponse imparfaite au maintien du secret

Toutes les bourses d'opportunités garantissent l'anonymat des cédants et des repreneurs et les informations communiquées ne le sont qu'avec leur accord. L'information donnée par le cédant est, en règle générale, suffisamment allusive et globale pour que la cible ne puisse pas être identifiée sans engager des coûts importants de recoupement des informations données avec d'autres bases. Ces dispositifs recensent surtout des profils d'entreprises de taille plutôt réduite et dont les projets sont peu spécifiques. Les dirigeants-propriétaires de ces entreprises peuvent déclarer publiquement et de façon anonyme leur volonté de céder leur affaire car leur activité, telle qu'elle apparaît décrite dans l'annonce, est réalisée par de nombreuses entreprises sur un même territoire. La probabilité pour ces entreprises d'être identifiées et sanctionnées par leur environnement est ainsi très faible.

25 La publication de l'annonce de la cession prochaine de firmes facilement identifiables (en raison d'une activité spécifique ou d'une taille significative dans un secteur donné) peut provoquer la chute de leur prix de vente pour les raisons précédemment évoquées. Pour ces entreprises, une solution est de ne pas rendre publique l'information et de proposer l'entreprise lorsqu'un individu désirant reprendre et présentant un bon profil prend contact avec la bourse d'opportunités. Cette pratique n'est possible que si les responsables de la bourse sont des interlocuteurs privilégiés des entreprises et des repreneurs potentiels. C'est le cas des chambres consulaires qui adoptent souvent cette stratégie. D'ailleurs, selon les professionnels du rapprochement, une part très significative des opportunités de cession n'est pas rendue publique à la demande expresse des cédants. Cette pratique, si elle permet de contourner l'annonce

publique tout en assurant des prises de contact avec des repreneurs potentiels, reste néanmoins trop confidentielle pour assurer une bonne liquidité au marché.

26 Une autre solution est de publier les annonces dans le cadre de plates-formes inter-régionales, voire nationales ou même pan-européennes. L'élargissement géographique de ces dispositifs permet de ne donner qu'une information sur le département, voire la région, ce qui limite les possibilités d'identification des cédants. Des bourses régionales et nationales existent en France et dans de nombreux pays européens (Commission européenne, 2002). Les initiatives sur le territoire national sont nombreuses et il n'existe pas pour l'instant de tendance à l'interconnexion des dispositifs. En France, seule la Bourse Nationale d'Opportunités Artisanales gérée par les chambres de métiers centralise l'information sur les offres de vente et d'achat d'entreprises artisanales sur une seule plate-forme électronique (http://www.bnoa.net). En règle générale, l'information n'est ainsi ni centralisée ni standardisée, ce qui rend difficile pour les repreneurs d'accéder à une information pertinente. Enfin, malgré les préconisations de la Commission européenne, il n'existe pas de plate-forme européenne. Seules quelques expériences sur des régions transfrontalières peuvent être observées[14].

## IV. - Conclusion : bilan et recommandations

Les bourses d'opportunités apportent une solution au dilemme de « la communication dans le secret » auquel renvoie l'analyse du marché de la cession-reprise. Cette solution reste, en l'état actuel du fonctionnement de ces bourses, imparfaite. Plusieurs mesures peuvent néanmoins permettre d'améliorer l'efficacité de ces dispositifs.

27 La première doit permettre de regrouper un nombre d'offres et de demandes d'entreprises suffisamment important pour limiter la perte d'anonymat des entreprises cibles. Le respect de cette condition passe par le développement de bourses d'opportunité opérant dans plusieurs pays européens. La centralisation au niveau national est certes engagée par certaines bourses d'opportunités opérant en Allemagne, en Autriche, au Danemark, en France, en Finlande, en Italie, au Luxembourg et aux Pays-Bas. On peut néanmoins déplorer, pour l'instant, l'absence d'initiatives pan-européennes qui seraient pourtant particulièrement utiles pour la cession des entreprises facilement identifiables notamment dans les secteurs les plus innovants.

28 La deuxième mesure concerne la capacité des bourses d'opportunités à gérer les opérations portant sur ces entreprises les plus spécifiques. La cession-reprise de ces firmes nécessite la réalisation d'opérations de gré à gré grâce à l'intermédiation des organismes qui gèrent les plates-formes. Pour cela, les institutions doivent avoir une grande connaissance des entreprises cédées et des aspirations des repreneurs potentiels. À cet égard, les bourses d'opportunités gérées par les chambres consulaires apparaissent plus efficaces que les autres, du fait de leur rôle d'interlocuteur privilégié des acteurs économiques et de leur objectif de développement économique. Cependant, leur efficacité pourrait être améliorée si l'information, en particulier les éléments financiers, était systématiquement certifiée.

29 La diffusion d'une information fiable certifiée par des instances reconnues compétentes par les repreneurs doit en effet être encouragée. Comme le précise la Commission européenne (2006), il est nécessaire que les bourses d'opportunités fournissent des services « impartiaux » pour les parties concernées. « Ces services doivent aller de la création d'une simple base de données pour les entreprises transférables et inclure un

service de médiation globale afin de garantir des transmissions en bonne et due forme et bien structurées dans un esprit de partenariat » (CE, 2006, p. 11). C'est certainement sur ce point que les plus gros progrès sont à accomplir. Cette mesure pose en effet le problème, d'une part, du coût de l'audit par des instances compétentes et, d'autre part, de l'engagement en responsabilité de l'institution qui diffuse l'information. À cet égard, on peut s'attendre à un encadrement prochain de ces bourses d'opportunités qui, tout en permettant la diffusion d'informations sur les entreprises à céder, doivent protéger les repreneurs potentiels contre des annonces trompeuses.

## BIBLIOGRAPHIE

AFIC (2005), Rapport sur l'activité du capital investissement en France, Paris : AFIC.

AKERLOF G. (1970), « The Market for Lemons : Quantitative Uncertainty and the Market Mechanism », Quarterly of Journal Economics, 84, August, pp. 488-500.

ALARY-GRALL L., ESTIVAL L., PIJAUDIER CABOT F. (2001), « Réussir une transmission reprise », Cahiers Industries, 65, pp. 11-21.

ANG J. S. (1991), « Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management », The Journal of Small Business Finance, vol. 1, n° 2, pp. 1-13.

AT C., MORAND P.-H. (2002), « The Sale of Small Firms : a Multidimensional Analysis », Economic Theory, 22, pp. 927-933.

BDPME (1998), « La transmission des PME-PMI : dix années d'expérience de la Banque de Développement des PME », 42 pages, http://www.bdpme.fr.

BIZAGUET A. (1991), Les petites et moyennes entreprises, Paris : PUF, collection Que sais-je.

BOLTON J.E., (1971), Report of the Commitee of Inquiry on Small Firms, Cmnd 4811, HSMO, Éditeur officiel, Londres.

CIEPLY S. (dir.) (2005), L'investissement dans le non-coté et la transmission d'entreprises en Europe, rapport pour l'Observatoire de l'Épargne européenne.

COMMISSION EUROPÉENNE (1994), Les recommandations de la Commission sur la transmission des PME, Journal officiel des Communautés européennes, n° 93, 31 décembre, pp. 14-17.

COMMISSION EUROPÉENNE (1998), Communication de la Commission sur la transmission des petites et moyennes entreprises, Journal officiel des Communautés européennes, n° 385, 28 mars, pp. 2-21.

COMMISSION EUROPÉENNE (2002), Rapport d'experts sur la transmission des PME en Europe, DGE, http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/transfer_business/seminar_final_en.pdf

COMMISSION EUROPÉENNE (2003), Aider les entreprises en phase de transmission : un guide des bonnes pratiques des mesures de soutien à la transmission de propriété des entreprises, DGE, http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/transfer_business/

COMMISSION EUROPÉENNE (2006), Communication de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions, mise en œuvre du programme communautaire de Lisbonne pour la croissance et l'emploi, La transmission d'entreprise – La continuité grâce à un nouveau départ, 14 mars, n° 117.

CRÉDIT LYONNAIS (2003), « Transmission d'entreprise : pas le droit à l'erreur », Les dossiers du Crédit Lyonnais.com, n° 1, janvier-février.

DUCHENEAUT B. (1995), Enquête sur les PME françaises : identités, contexte, chiffres, Paris : Maxima Laurent du Mesnil.

FREEMAN R. (1984), Strategic Management : a Stakeholder Approach, Pitman : Boston.

KEYNES J.-M. (1936), Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, Paris : Payot, édition 1990.

MOORE J. (1992), « The Firm as a Collection of Assets », European Economic review, 36, pp. 493-507.

WILLIAMSON O.E. (1985), Les institutions de l'économie, Paris : Interéditions, 1994.

## NOTES

**1.** En décembre 1994, la Commission européenne a publié un premier rapport sur l'amélioration nécessaire des conditions de la transmission d'entreprises en Europe. En 1998, une première analyse des mesures prises a été publiée et, en 2000, un groupe d'experts a été constitué afin de contrôler la mise en œuvre des recommandations non encore appliquées (projet BEST). En 2002, un rapport de ce groupe d'experts a été publié et, en 2003, de nouvelles préconisations ont été formulées (projet MAP 2002). En mars 2006, la Commission européenne a publié un bilan des expériences passées et tire des conclusions pour les actions futures à mener.

**2.** Cette catégorie de reprises concerne moins de la moitié des transmissions en Europe du Nord et en France (33 % en Finlande, 33,5 % en France, 35 % au Danemark, 40 % aux Pays-Bas). Elle est plus répandue en Allemagne et en Italie du fait de l'importance des transmissions familiales (42 % des reprises en Allemagne et 68 % en Italie).

**3.** Les stakeholders (Freeman, 1984) sont l'ensemble des acteurs qui, bien que non actionnaires de l'entreprise, sont indispensables à sa survie. Il s'agit, en particulier, de ses partenaires commerciaux et de ses créanciers, notamment les banques et les salariés.

**4.** Ang (1991) définit la petite entreprise par la détention d'une part très importante de son capital par son dirigeant. Le rapport Bolton (1971) retient parmi les critères qui définissent la PME la gestion par son propriétaire. En France, l'article 2 des statuts de la Confédération générale des PME met en avant pour définir la PME le rôle des chefs d'entreprise qui « assument personnellement et directement les responsabilités financières, techniques, sociales et morales de l'entreprise, quelle que soit la forme juridique de celle-ci » (Bizaguet, 1991, p. 12).

**5.** Ce travail s'appuie en particulier sur la réalisation de dix monographies de cessions d'entreprises et sur des entretiens réalisés auprès d'une dizaine d'institutions qui accompagnent des cessions-reprises et de 79 fonds de capital-investissement. Ce matériel empirique est décrit dans un rapport publié auprès de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (Cieply, 2005).

**6.** Les accidents de la vie du dirigeant renvoient à la maladie et aux accidents qui peuvent provoquer son incapacité de travail ou bien à son décès.

**7.** Ces données ont été collectées sur le site www.actcontact.net consulté le 16 juin 2006.

**8.** Des actifs sont spécifiques, au sens de Williamson (1985), lorsqu'ils ne peuvent pas être utilisés pour des applications et/ou par des utilisateurs différents de ceux pour lesquels ils ont été acquis.

**9.** On distingue trois types de garanties conventionnelles. La garantie de passif permet à l'acheteur d'être indemnisé lorsque, après la transaction, surviennent des dettes inconnues lors de la signature du contrat. La garantie d'actif permet d'assurer l'acheteur contre une mauvaise évaluation d'un élément d'actif. Enfin, la clause de valeur nette opère une compensation entre les éléments d'actif et de passif et garantit la vraisemblance de la situation nette de l'entreprise.

**10.** Pour les banques, la loi interdit la rupture abusive de crédit. Les conditions de rupture ne nécessitent cependant qu'un préavis dont la durée dépend de la nature du crédit.

**11.** Cette forme du prix est retenue par At et Morand (2002).

**12.** Même en l'absence de modification du comportement du cédant, ils peuvent agir ainsi s'ils anticipent un niveau de compétences plus faible du (des) potentiel(s) repreneur(s) relativement au cédant.

**13.** On retrouve ici, appliquée au marché de la cession-reprise, l'allégorie du concours de beauté introduite par Keynes (1936) pour illustrer le fonctionnement imparfait du marché boursier.

**14.** On peut noter en particulier la bourse d'opportunités « match-online » créée au Danemark en septembre 1999 et étendue au sud de la Suède et au nord de l'Allemagne en avril 2001 (Commission européenne, 2003, p. 24)

## RÉSUMÉS

Cet article étudie les imperfections qui entachent le marché de la cession-reprise d'entreprises et les conditions d'efficacité d'une solution préconisée par la Commission européenne : l'organisation d'un marché transparent de la transmission. Deux problèmes principaux sont mis en exergue : les asymétries d'information entre cédants et repreneurs et les incertitudes sur le bon déroulement de la transmission. Face à ces deux problèmes, l'apport des bourses d'opportunités est souligné et certaines mesures pour améliorer leur efficacité préconisées. En particulier, la certification de l'information et l'interconnexion des plates-formes au niveau pan-européen pourraient rendre plus liquide le marché de la cession-reprise.

One third of entrepreneurs are going to withdraw within the next future in Europe. Business transfers are complex and suffer from lots of imperfections. Business transfers suffer not only from informational asymmetries but from the revision of stakeholders'beliefs as soon as they know the project of business transfer. In this article, we study the solution proposed by the European Commission which is centred on the organisation of transparent markets for business transfers. However, the weak standardization of information and the lack of certification limit the efficiency of this solution. Measures to reduce these disadvantages are recommended.

## INDEX

**Keywords :** Adverse selection, Audit, Buy-Out, Secret, Stakeholders, Transfer of business
**Mots-clés :** audit, bourses d'opportunités, cessions, reprises, secret, stakeholders, transmissions

# AUTEURS


## FRANÇOISE BASTIÉ

CREM, université de Caen. Françoise BASTIE est maître de conférences, université de Caen, CREM UMR CNRS 6211 – UFR de Sciences économiques et de Gestion, université de Caen, esplanade de la Paix, 14032 Caen Cedex, e-mail : francoise.bastie@unicaen.fr

## SYLVIE CIEPLY

CREM, université de Caen. Sylvie CIEPLY est maître de conférences, université de Caen, CREM UMR CNRS 6211 – IUP Banque-Assurance, université de Caen, esplanade de la Paix, 14032 Caen Cedex, e-mail : sylvie.cieply@unicaen.fr