

La cotation d'une société sur un nouveau marché (IPO), mode d'emploi

Jacques Bonvin*

Le Temps, lundi 30 octobre 2000

L'entrée en Bourse (IPO, initial public offering) reste la consécration suprême pour nombre d'entreprises. La réussite de cette introduction sur le marché n'est pas un pari évident. A quoi sert d'entrer en Bourse? Comment se déroule le parcours menant à la première cotation? Quels sont les acteurs impliqués dans cette longue procédure? Autant de questions devant une étape importante de la vie d'une société .

L'objectif (sinon le rêve) de nombreux fondateurs de start-ups, c'est l'entrée en bourse de leur société, et ce le plus rapidement possible. La cotation d'une société sur un nouveau marché procède d'un schéma désormais classique. Mode d'emploi.

L'introduction ou entrée en bourse (IPO, initial public offering) d'une société de la nouvelle économie marque le passage du stade de start-up à celui d'entreprise adulte.

Techniquement, elle ne se distingue guère de l'entrée en bourse d'une société traditionnelle. Avec la création des nouveaux marchés (comme le NASDAQ, l'EASDAQ, le SWX New Market, le Neuer Markt (Francfort), le Nouveau Marché (Paris), le Nuevo Mercado (Madrid) ou le TechMARK (Londres)), les bourses se sont ouvertes aux entreprises à (très) forte croissance actives dans le domaine des nouvelles technologies (sciences de la vie et technologies de l'information et de la communication notamment). Les places boursières traditionnelles ont ainsi adapté leurs règles à la nouvelle réalité du marché, afin de permettre à des entreprises jeunes et innovantes d'entrer en bourse rapidement.

La décision d'entrer en bourse

Le but principal d'une IPO, c'est l'accès au marché des capitaux. Il permet en effet à la start-up d'obtenir un financement important en une seule étape, d'augmenter sa capacité d'endettement (ce qui lui permettra à l'avenir de recourir aux emprunts bancaires), d'assurer une liquidité de ses titres et de diversifier son actionnariat par une ouverture au public. L'entrée en bourse est ainsi un outil de financement flexible et efficace. D'autres buts jouent également un rôle important: le renforcement de la position de la société sur son marché d'activité; la nécessité d'offrir aux investisseurs existants (notamment les sociétés et les fonds de capital-risque) une "sortie" et partant, la possibilité de réaliser un retour sur investissement rapide leur permettant de libérer des fonds pour d'autres projets; l'ouverture de la société aux cadres et employés (en leur permettant d'exercer d'éventuels stock-options ou de bénéficier d'un nouveau plan d'intéressement des employés au capital); ou encore le développement d'un profil plus attractif auprès du public. Pour les fondateurs, l'IPO permet de réaliser une partie de la plus-value de leurs investissements, quand bien même elle est souvent différée de par l'interdiction qui leur est faite par la plupart des règlements de cotation des nouveaux marchés de vendre tout ou partie de leurs titres pendant une certaine période (lock-up).

Une entrée en bourse présuppose cependant qu'un certain nombre de conditions préalables soient réunies. La jeune pousse doit notamment disposer d'un business plan détaillé, d'un plan d'investissements convaincant, d'une direction (management) expérimentée, d'un système de contrôle et de reporting éprouvé, d'une technologie à quasi maturité, d'un potentiel de marché connu et, depuis peu, de plus en plus souvent, de résultats financiers "break even". De plus, la

société doit être prête à une transformation radicale, notamment en terme de transparence. L'importance du financement nécessaire à la croissance de la société est également à considérer, car une IPO coûte cher, soit entre 7 et 12% des fonds levés en bourse.

Avant que ne soit prise la décision finale, la société doit procéder à l'évaluation et au développement de son projet d'entrée en bourse : on parle de phase pré-IPO. Cette période s'étend en général de quatre mois à deux ans. Il s'agit de procéder à un audit (due diligence) de l'entreprise, d'étudier les différentes alternatives à l'IPO (capital-risque, emprunts convertibles, placements privés, alliances stratégiques ou vente de la société, par exemple) et, si la voie boursière est privilégiée, de préparer la société au grand saut. En fait, dès cet instant la société doit se comporter comme une société cotée; elle doit être complètement "dissociée" de ses fondateurs. Le "team IPO" interne, assisté par un ou plusieurs conseillers externes, devra réorganiser la gestion de l'entreprise, affiner le business plan et préciser le plan des investissements. Le financement de la start-up dans cette phase intermédiaire est généralement assuré par un système de "mezzanine", qui doit permettre de faire le dernier joint jusqu'à l'entrée en bourse. C'est enfin dans cette phase que l'on déterminera en principe le nouveau marché retenu (voir *Le Temps* du 16 octobre 2000).

Le travail d'une équipe

L'entrée en bourse est avant tout le travail d'une équipe, qu'il s'agit de constituer rapidement. Cette équipe se compose de membres de la direction de la société et de conseillers externes.

Sans un excellent management, une introduction en bourse n'est pas réaliste. D'où souvent la nécessité de réorganiser la direction de l'entreprise ou de s'adjoindre les compétences de collaborateurs expérimentés, notamment dans les domaines financiers, comptables et administratifs, avant de se lancer dans l'aventure.

Quant aux conseillers externes, il s'agit principalement de la banque chef de file (lead manager ou lead underwriter), des réviseurs et comptables, des avocats et des agences de relations publiques. Le choix de ces partenaires est essentiel; il est même très souvent déterminant pour le succès de l'opération. On conseillera à la start-up de procéder à une véritable sélection (par beauty parade ou autre) et à une "due diligence" des candidats potentiels, afin de s'associer des conseillers compétents et performants avec lesquels "le courant passe". L'équipe doit en effet être unie pour collaborer efficacement et pour faire face aux difficultés qui ne manqueront pas de se présenter sur la route de l'IPO. En pratique cependant, de plus en plus souvent, la société est limitée dans son choix, les capital-risqueurs se réservant lors des derniers tours de financement avant l'IPO le droit de choisir les conseillers externes, notamment la banque chef de file (parfois elle-même investisseur et actionnaire de la société) ou d'opposer un veto.

La banque chef de file joue un rôle central, puisqu'elle assure le déroulement des transactions pendant et après l'introduction en bourse. Elle participe la plupart du temps à la préparation de la demande de cotation et des documents prescrits, notamment du prospectus d'émission, en étroite collaboration avec les avocats. Enfin, après l'introduction en bourse, elle veille à la publication des analyses prescrites et à la fixation des cours sur le marché des actions. Sa mission est définie dans un contrat de mandat (investment banking mandate), qui fixe également sa rémunération. Au vu de son rôle-clé, le choix de la banque est très important. Parmi les critères, on retiendra notamment la capacité de placement de la banque, son expérience et sa connaissance du domaine d'activité de l'entreprise et la réputation de son

équipe d'analystes financiers. L'expérience de la banque en matière d'IPO est bien évidemment déterminante.

Une grande fiduciaire, qui peut être l'organe de révision lui-même ou une autre fiduciaire qui fonctionnera en parallèle, doit être intégrée très tôt dans les préparatifs pour assurer la mise en conformité de la société avec les exigences financières et comptables du marché considéré et pour optimiser la situation fiscale.

La documentation juridique, comme les prospectus, sont préparés par des études d'avocats d'affaires. Véritables partenaires de l'opération, ils officient, au côté de la banque chef de file pour assurer un parfait déroulement des opérations.

Enfin, pour assurer la communication, les agences de relations publiques accompagnent et soutiennent la société. Les entreprises phares des nouveaux marchés se caractérisent par une parfaite maîtrise de leur stratégie de communication et cet élément est déterminant surtout dans les dernières semaines qui précèdent l'entrée en bourse. Par ailleurs, l'IPO est également une formidable opération de marketing. La société reçoit une attention accrue de la communauté financière et du public, qu'il s'agit de gérer. Nombre de sociétés ont raté leur entrée en bourse, ou à tout le moins ne l'ont pas optimisée, pour n'avoir pas tenu les promesses faites publiquement dans la phase de préparation ou pour avoir émis des avis, des pronostics ou des budgets, qui se sont rapidement avérés inexacts.

Compte à rebours

Une fois les partenaires choisis, la première mission du "team IPO" ainsi constitué est de décider du plan d'action et de convenir d'un calendrier précis. Le plus souvent, une réunion (les américains parlent de "all hands meeting") réunit tous les membres du groupe, qui décident du calendrier final et des tâches respectives de chacun. La préparation de l'IPO proprement dite peut alors commencer; elle dure en principe de 4 à 6 mois.

La phase centrale de cette préparation est celle de l'adaptation de la structure de l'entreprise et du capital, et toute la problématique comptable et fiscale qui y est liée. La société doit en effet passer par une réorganisation pour présenter une structure juridique et fiscale parfaitement adaptée à son nouveau statut. La question de la conversion des actions privilégiées (souvent détenues par les capital-risqueurs) en actions ordinaires est parfois source de vives discussions entre fondateurs et investisseurs existants. L'adaptation du capital nécessite une évaluation financière et comptable approfondie, qui doit permettre de déterminer les besoins précis en fonds propres, le rapport fonds propres/fonds étrangers (debt/equity ratio), le rapport entre actionnaires existants et nouveaux actionnaires, etc. La structure du capital devra également être adaptée aux plans d'intéressement des employés (stock option plans) existants ou envisagés.

La banque chef de file étudie ensuite le management et l'activité de l'entreprise et prépare, avec l'aide des avocats d'affaires, la demande de cotation, qui doit être présentée à la bourse. La banque procède à un audit financier de la société, axé sur la comparaison du business plan aux résultats comptables. Sur la base de cette analyse, la banque peut fournir une première information sur la valeur (market value) de l'entreprise, qui permettra de déterminer les paramètres de prix de l'offre au public. Très souvent, la banque chef de file consultera des investisseurs institutionnels pour confronter son analyse à la leur et ajuster, le cas échéant, le prix d'émission.

Les avocats et la banque chef de file préparent alors la demande de cotation et tous les documents nécessaires. Pour permettre aux investisseurs de se faire un jugement fondé sur le business, la situation commerciale et financière et les résultats de la société, les perspectives de développement et les droits liés à la nouvelle valeur, il y a lieu de publier un prospectus de cotation. Ce dernier doit être conforme au droit applicable et au règlement de cotation de la bourse considérée. Selon les cas, il conviendra également de tenir compte de règles d'autres droits applicables, par exemple du droit du siège de la société, si elle est cotée à l'étranger.

Le prospectus contient des informations sur les personnes et/ou les sociétés responsables du contenu du prospectus de cotation, sur la valeur, sur la société émettrice, ses comptes annuels et la vérification de ces derniers. C'est le document de référence, qui présente la société, sa situation financière, sa place sur le marché et tous les faits importants susceptibles d'influer sur la valeur des titres. Il servira d'ailleurs par la suite de descriptif lors de présentations à des établissements bancaires, des partenaires et des clients potentiels.

La responsabilité liée à l'établissement du prospectus n'est pas négligeable. L'on voit d'ailleurs poindre en Europe les premiers véritables litiges dans ce domaine et les contentieux déjà nombreux liés à la réorganisation de sociétés cotées laissent à penser que ce type de litiges va s'amplifier ces prochaines années.

Parallèlement à la préparation de la demande de cotation, la banque chef de file doit réunir un syndicat de banques, qui aidera à "commercialiser" les titres. Chaque banque membre du syndicat recevra un certain nombre de titres lors de l'IPO, qu'elle revendra aux investisseurs institutionnels et privés (ou parfois aux institutionnels seulement).

Par ailleurs, une annonce de cotation doit être publiée afin d'informer le public de la demande de cotation, de la possibilité de se procurer le prospectus de cotation et, le cas échéant, de changements importants intervenus par rapport aux informations contenues dans le prospectus.

En parallèle, la banque chef de file organise des tournées de présentation (road shows) pour expliquer la stratégie aux investisseurs et présenter le profil de l'entreprise. Ces présentations, le plus souvent "one to one", sont extrêmement importantes. Elles permettent en effet aux investisseurs institutionnels et à la société émettrice de s'évaluer mutuellement; l'impression faite alors par les dirigeants de l'entreprises est d'ailleurs déterminante. Ces présentations conduisent souvent à des ajustements de dernières minutes et aident à affiner le prix final d'émission.

Enfin, après la fin des souscriptions, le prix est fixé sur la base des souscriptions enregistrées. L'entreprise est prête pour l'épreuve du feu : le premier jour de négoce.

Un bouleversement

L'entrée en bourse transforme une entreprise privée en entreprise publique. Cela ne va pas sans conséquences importantes sur la société. Elle devient transparente et doit désormais rendre des comptes à un large public. La pression des actionnaires s'ajoute aux défis du marché.

Réussir son IPO n'est pas toujours gage de succès, mais rater son entrée en bourse a le plus souvent des conséquences désastreuses sur la société et rarement l'occasion de se relever n'est donnée. D'où la nécessité de faire le bon choix. La question essentielle que doivent se poser les fondateurs de start-ups, comme d'ailleurs les investisseurs, c'est l'intérêt réel pour la société de "faire son IPO" à ce moment de son existence.

L'IPO comme objectif à court ou moyen terme (en temps Internet, à deux ou trois ans) a le mérite de motiver les fondateurs, les employés et les investisseurs; elle n'est cependant pas la panacée et bien souvent d'autres alternatives seront à privilégier. Là encore, il s'agit de savoir être flexible et de s'adapter au marché, condition essentielle du succès dans la Nouvelle Economie.

*Etude d'avocats Tavernier Tschanz
www.tavernier-tschanz.com