

La Préparation d'une introduction en Bourse pour une PME en croissance

Un environnement financier difficile ne diminue pas l'intérêt pour une PME en fort développement de préparer son introduction en bourse. Pourquoi et comment ?



Gérard-Louis MORHANGE

Directeur Associé
Acting-finances
glmorhange@acting-finances.com
06 11 44 23 79
www.acting-finances.com

Nous vous proposons dans cette lettre :

- de passer en revue les objectifs d'une démarche d'introduction,
- d'examiner les conditions d'admission sur le marché le plus accessible aux entreprises familiales de taille restreinte, à savoir Alternext (nous évoquerons succinctement le compartiment "Marché Libre"),
- de fournir un éclairage sur les questions concrètes posées par les entreprises qui envisagent l'idée de cotation en bourse, à savoir principalement : Quel rôle pour les principaux acteurs ? Quel délai pour une introduction ? Quels coûts liés à l'opération ?
- de conclure dans l'environnement financier actuel.

1 / Les objectifs de la cotation en Bourse

Introduire une société en Bourse obéit à des objectifs nombreux, qui relèvent schématiquement de deux catégories : les objectifs stratégiques propres au développement de l'entreprise d'une part, les objectifs propres à l'actionnariat d'autre part.

■ Les objectifs stratégiques propres à l'entreprise : croissance, capitaux propres et endettement

L'introduction en Bourse avec appel public à l'épargne a pour objet de lever des capitaux propres supplémentaires pour l'entreprise. Les entreprises en croissance génèrent dans la plupart des cas des besoins importants de ressources financières, liés aux investissements et aux besoins du fond de roulement d'exploitation.

Accroître les ressources pour favoriser la croissance

Ces derniers sont d'autant plus importants pour les PME françaises que les délais de paiement sont plus longs que dans les pays anglo-saxons et que le besoin de financer à la fois les stocks et un poste client important excède sensiblement, dans la plupart des cas, le crédit qui peut être obtenu des fournisseurs de l'entreprise. La trésorerie nette dégagée par l'exploitation ne suffit généralement pas à couvrir la totalité du besoin lié cette croissance et laisse subsister un besoin net.

Pour faire face à ce besoin de trésorerie, l'entreprise ne peut s'adresser qu'à deux sources : les capitaux propres et les capitaux empruntés. Ces derniers trouvent rapidement leurs limites car ce n'est pas aux banques de se substituer au rôle des actionnaires. Et d'autre part, les PME ne peuvent bénéficier, comme les grandes entreprises, de la désintermédiation et émettre du papier financier acquis par les investisseurs.

Les ratios d'endettement (capitaux empruntés de toute nature sur capitaux propres) et l'importance des dettes par rapport au cash flow libre généré (trésorerie nette disponible après investissement) sont les principaux critères surveillés par les établissements financiers. Leur progression au-delà de certaines normes entraîne une réticence croissante des prêteurs allant jusqu'au refus, quelles que soient les perspectives favorables mises en avant par le management de l'entreprise.

Il faut donc renforcer les capitaux propres mais, **la combinaison d'une croissance rapide et d'un actionnariat sans ressources**

suffisantes disponibles pour l'entreprise aboutit à une impasse ; il est alors nécessaire de rechercher les capitaux propres supplémentaires chez de nouveaux investisseurs : c'est précisément le but des marchés boursiers de répondre à ce besoin.

L'introduction en bourse : un double intérêt stratégique

L'introduction en bourse fournit à l'entreprise un argument stratégique supplémentaire : **la possibilité de financer ultérieurement tout ou partie de sa croissance externe par paiement en titres des actionnaires de l'entreprise-cible**. Ce mode de paiement présente l'avantage de financer la croissance externe sans douleur pour la trésorerie de l'entreprise et prendra donc d'autant plus d'importance que les sources de financement externes sont restreintes par la conjoncture.

■ **Les objectifs propres à l'actionnariat de l'entreprise**

Vendre les actions d'une entreprise non cotée peut se révéler difficile.

Pour différentes raisons, peu d'investisseurs souhaitent se retrouver actionnaires minoritaires d'une entreprise familiale : absence de pouvoir d'influence des décisions, y compris concernant la répartition du résultat, opacité des comptes ou des décisions de management, manque de liquidité de l'investissement faute d'acquéreurs...

Mais l'introduction sur le marché offre de nombreux avantages sur le plan des objectifs propres à l'actionnariat :

- elle offre à **certains actionnaires familiaux la possibilité de vendre leurs titres progressivement après l'introduction** ou, à certains autres, de se retirer, ce qui n'empêche pas de conserver un bloc majoritaire familial évitant tout risque de perte de contrôle ;

- Elle permet, pour un actionnaire dirigeant, de **réduire la concentration excessive de son patrimoine sur l'entreprise** qu'il dirige, au profit d'une diversification souhaitable de ses actifs personnels ;
- **la cotation fournit quotidiennement un prix de marché de l'action**, qui vient faciliter la résolution du problème de la valorisation des cessions, très délicat pour les entreprises non cotées ;
- **l'introduction en bourse facilite les problèmes de transmission** dans tous les cas de figures : passage du flambeau à un des descendants du dirigeant majoritaire dont les frères et sœurs ne sont pas intéressés par la reprise de l'entreprise, sortie progressive du capital du fondateur, dédommagement en cash des héritiers non repreneurs en cas de succession, etc.

Les avantages de la cotation pour les actionnaires familiaux et/ou minoritaires sont donc importants puisqu'ils viennent s'ajouter aux avantages pour l'entreprise elle-même.

Une autre catégorie d'actionnaires est susceptible d'être directement concernée par une introduction en bourse : **les cadres de l'entreprise**. Ceux, ayant un rôle clé dans l'entreprise, qui se sont vu offrir la possibilité d'entrer dans le capital, peuvent profiter de l'introduction pour liquidifier une partie de cet investissement, tandis qu'il devient possible de fidéliser un nombre plus important de salariés par des distributions d'actions gratuites ou des augmentations réservées, ou encore l'attribution de stock options, beaucoup plus opérationnelles dans le contexte des sociétés cotées.

2 / Conditions d'admission en Bourse sur Alternext

L'entreprise susceptible de s'introduire en Bourse doit choisir le marché boursier sur lequel elle souhaite être cotée : Euronext, marché réglementé de NYSE Euronext, ou Alternext, marché à l'accès simplifié et aux obligations allégées, créé en mai 2005. **Les conditions d'admission sur Alternext sont nettement moins sélectives que celles nécessitées par Euronext, au regard des quatre principaux critères d'admission :**

- Normes comptables : **les normes IFRS ne sont pas obligatoires** mais facultatives, à la différence d'Euronext ;
- Historique : la société doit disposer de **deux années de comptes, dont le dernier exercice certifié**, au lieu de trois exercices certifiés, dans le cas d'une introduction sur Euronext,
- Capitalisation diffusée sur le marché dans le cas d'Alternext : **au minimum 2,5 millions d'euros (appel public à l'épargne)** ou 5 millions d'euros pour un placement privé préalable. Dans le cas d'Euronext, c'est 25% du capital (ou 5% si cela représente au moins 5 millions d'euros),

Comme mentionné ci-dessus, il est possible d'introduire la société en bourse sur Alternext soit sous forme de **placement privé préalable**, soit par **appel public à l'épargne**.

■ Placement privé préalable

Dans ce premier cas, la diffusion de la part du capital retenue pour la cotation se fait par reclassement auprès d'investisseurs qualifiés (c'est-à-dire de professionnels habitués à évaluer les risques des placements, par opposition aux épargnants non qualifiés) d'une part du capital détenue antérieurement par les actionnaires de l'entreprise non cotée. La cotation devient effective à la date de ce reclassement.

En cas de placement privé préalable, un simple document d'information sans visa de l'AMF est suffisant.

■ Appel public à l'épargne

Dans ce second cas, la cotation intervient à la libération d'une augmentation de capital réservée par les actionnaires actuels aux nouveaux investisseurs. Un prospectus visé par l'AMF est indispensable dans le cas d'appel public à l'épargne, y compris pour Alternext.

Un exemple pour une valorisation d'entreprise de 25 millions d'euros :

Il faut introduire au minimum 25 % du capital sur Euronext, 20% sous forme de placement privé sur Alternext et seulement 10% sous forme d'appel public sur ce même marché.

Les entreprises cotées sur Alternext sont variées en taille et en secteur d'activités, mais sont principalement des PME. Une étude de KPMG Audit (IPO - News n°3, janvier 2008) a analysé l'échantillon des sociétés introduites jusqu'au 3^{ème} trimestre 2007 :

• le chiffre d'affaires

est majoritairement inférieur à 100 millions d'euros (10% des entreprises de l'échantillon ont même un chiffre d'affaires inférieur à 10 millions d'euros) et le résultat d'exploitation inférieur à 5 millions d'euros,

Le choix du marché boursier : plus de souplesse avec Alternext

• **la levée de fonds** était comprise entre 5 et 34 millions d'euros et en majeure partie inférieure à 10 millions d'euros,

• **la capitalisation boursière** est majoritairement inférieure à 50 millions d'euros. Une seule opération sur les 26 avec levée de fonds était supérieure à 100 millions d'euros.

3 / Modalités pratiques de l'introduction en Bourse

■ Les acteurs de l'introduction

L'introduction est préparée par l'entreprise en étroite coopération avec ses conseils. Outre les conseils habituels du dirigeant (avocat, expert-comptable, commissaire aux comptes), trois catégories de prestataires de services jouent un rôle essentiel : le **listing sponsor**, le **prestataire de service en investissement (PSI)** et l'**agence de communication financière**.

Trois
partenaires
essentiels

Le **listing sponsor** est choisi parmi les PSI, les cabinets d'audit et les cabinets spécialisés dans les opérations de haut de bilan (dits aussi "boutiques financières"), disposant du statut de listing sponsor accordé par NYSE Euronext. Il est l'accompagnateur de l'entreprise pendant toute la phase de préparation et continue à la suivre pendant toute sa vie boursière. Pendant la phase de préparation, il est notamment chargé :

- de la rédaction du **Prospectus** (sous réserve de ce qui est dit ci-dessus en cas de placement privé : dans ce cas, le prospectus est remplacé par un simple document d'information, non visé par l'AMF),
- de la mise en œuvre des **Due Diligence**, audits juridiques, comptables, fiscaux et d'assurances, préalables à la rédaction du prospectus.

Le **PSI** est un intermédiaire financier, généralement une banque ou une ancienne société de bourse devenue PSI. Le rôle du PSI est de conseiller les dirigeants tout au long du processus d'introduction, de coordonner les autres acteurs, de réaliser l'évaluation de l'entreprise et enfin de **placer les titres de l'augmentation de capital**. Les banques et les anciennes sociétés de bourse devenues PSI assument simultanément les deux fonctions de PSI et de listing sponsor lorsque l'entreprise n'a pas choisi de nommer une entité indépendante pour cette fonction.

L'**agence de communication financière** est un prestataire de service spécialisé dont le rôle est d'assister les dirigeants de l'entreprise et d'assurer la communication dans le domaine du marketing financier de l'introduction. En relation étroite avec le PSI choisi par l'entreprise, elle assiste les dirigeants dans la formalisation des messages que l'entreprise souhaite faire passer auprès de la communauté financière constituée des analystes, des journalistes financiers et des investisseurs institutionnels et organise les rencontres de différentes sortes avec ces trois catégories de tiers intéressés.

■ Les délais de préparation d'une introduction en bourse

Les délais pour réaliser une introduction en bourse varient en fonction de la taille de l'entreprise ; typiquement, NYSE Euronext suggère les délais suivants sans distinguer entre introduction sur Euronext et sur Alternext :

- Première phase (trois mois environ, beaucoup plus le cas échéant)
 - > sélection des prestataires : PSI et listing sponsor
 - > préparation (audits, prospectus, modification obligatoire des statuts sociaux)
 - > dépôt des dossiers auprès de l'AMF et de NYSE Euronext
- Deuxième phase (2 mois environ) :
 - > validation (Visa AMF et décision d'admission de NYSE Euronext)

- Troisième phase (1 mois environ) :
 - > communication et road show
 - > 1^{ère} cotation

Pendant toute cette période, le dirigeant est mobilisé, d'abord par le choix de ses conseils, puis par son rôle d'informateur privilégié et de coordinateur de l'introduction au sein de l'entreprise, par les réunions avec le listing sponsor, avec l'agence de communication et le PSI, puis enfin par le road show où il joue un rôle essentiel. **Le temps requis pour ces différentes tâches a pour conséquence une forte réduction de sa disponibilité pour ses tâches opérationnelles habituelles.**

■ Les coûts liés à l'introduction en bourse

Il est toujours délicat de vouloir chiffrer des coûts essentiellement variables selon les situations, la taille de la société et le type d'introduction choisi.

Pour une entreprise de taille modeste (quelques dizaines de millions d'euros de chiffre d'affaires, 25 millions d'euros de valorisation envisagée pour 100% du capital), tentée par une introduction de 20% de son capital sur Alternext avec appel public à l'épargne, donc prospectus visé par l'AMF, le coût pourrait être le suivant, en k euros :

> Listing sponsor :	50
> PSI, 5% des fonds levés :	250
> Audits comptables et juridiques :	40
> Agence de communication et road show :	50
> Frais d'admission à la cotation NYSE Euronext :	négligeables
> Total, environ :	390

Ces montants sont susceptibles de varier très sensiblement en fonction de multiples critères propres à l'entreprise, du choix de ses conseils et des conditions de marché.

Les coûts liés à l'introduction ne s'arrêtent pas au jour de la première cotation. En effet, l'entreprise cotée sur Alternext est engagée à respecter des obligations de transparence et de communication financière, qui se traduisent notamment par :

- l'obligation de publier sur son site et sur le site NYSE Euronext ses comptes annuels (audités) et semestriels (non audités) ;
- des frais de marketing financier au titre de la communication et de la valorisation du titre de la société (frais d'agence de communication, d'événements et rencontres avec la presse et les analystes financiers, les investisseurs) ;
- une obligation de garantie de cours en cas de changement de contrôle (obligation identique à celle d'Euronext).

■ La cotation au Marché Libre

Compte tenu des délais et des coûts liés à l'introduction en Bourse, même sur le marché régulé Alternext, certaines entreprises choisissent de se faire coter sur le compartiment du Marché Libre qui n'est ni réglementé, ni régulé.

La procédure d'introduction est réduite à sa plus simple expression :

aucune condition liée à l'entreprise ou à la capitalisation, pas de prospectus, ni de document d'information visé par l'AMF, une simple transaction entre un actionnaire et un investisseur qualifié sous la houlette d'un PSI qui assure le contact avec NYSE-Euronext, un coût réduit à 50 k euros environ.

Une éventuelle étape transitoire

La contrepartie est l'absence de toute garantie pour les investisseurs, une absence de liquidité qui empêche le titre d'être coté quotidiennement, sauf exception, et plus généralement l'absence de possibilité de lever des capitaux pour l'entreprise cotée sur ce compartiment de la cote. C'est pourquoi, le recours à ce statut peut souvent ne constituer qu'un passage vers une cotation ultérieure sur un marché régulé ou réglementé.

4 / Est-il saugrenu d'envisager une introduction en bourse en 2008-2009 ?

Compte tenu du mécanisme financier qui relie le taux de croissance annuel de l'entreprise, sa rentabilité en termes de cash flow libre ramené au chiffre d'affaires et le besoin de ressources financières net généré par l'écart entre ces deux flux, **le choix pour les entreprises en croissance est soit :**

- de **renoncer à la croissance possible**, pour réduire les besoins de cash à ce que peut générer l'exploitation : **stratégie dangereuse car elle laisse toute la place aux concurrents** pour se substituer à l'entreprise, qui peut alors rentrer dans un cycle de déclin ;
- de **résoudre le besoin de fonds propres supplémentaires**, en faisant entrer au capital des investisseurs extérieurs.

Aucun entrepreneur n'étant satisfait de limiter sa croissance, un nombre important de dirigeants de jeunes entreprises innovantes engagées sur des marchés porteurs, est nécessairement conduit à réfléchir sur le choix entre introduction en bourse et entrée de fonds d'investissement (capital equity) au capital de leur société pour les mois ou l'année à venir.

Le recours aux fonds d'investissements, très actifs en France et en Europe dans les dix dernières années constitue, dans une certaine mesure, une alternative à l'introduction en bourse de l'entreprise. Rappelons les types d'intervention des fonds, en fonction des phases de développement de l'entreprise :

- pré-crédation, création, premier chiffre d'affaires : capital d'amorçage ;
- premières années des entreprises technologiques à cycles de développement long et à forts besoins de capital (bio-technologies, logiciels, électronique, télécoms) : capital risque ;
- entreprises sur des secteurs plus matures, présentant un potentiel de croissance significatif par croissance organique ou acquisition : capital développement ;
- idem, combiné avec un problème de succession ou d'actionariat : capital LBO et capital- transmission.

Concernant les deux premières catégories, les conditions d'accès aux fonds de venture capital, déjà extrêmement limitatives en général, risquent de le devenir davantage en 2008 et sans doute 2009.

Les sociétés sur des secteurs en croissance et plus ou moins stabilisées sur les plans organisationnel et financier éprouvaient plus de facilité à faire entrer des fonds dans leur capital jusqu'en 2007. La politique restrictive des banques particulièrement en matière de LBO rend l'accès à ces ressources beaucoup plus difficile aujourd'hui.

Dans l'environnement des années 2008-2009, les ressources attendues des fonds de capital equity risquent de devenir aussi difficiles à obtenir pour les entrepreneurs que celles pouvant provenir des marchés de capitaux primaires.

Dans ce contexte, le choix de poursuivre une introduction sur Alternext, difficile dans les conditions immédiates de marché, sera donc probablement une option à explorer sérieusement, lorsque les marchés financiers et les investisseurs retrouveront une certaine capacité (et une motivation) à sortir de leur préférence actuelle, quasi absolue, pour la liquidité.

Conclusion

Compte tenu des délais de préparation d'une introduction en Bourse, délais consacrés à l'amélioration de l'organisation, aux procédures administratives et comptables, à la capacité de reporting, il faut espérer que de nombreux dirigeants ne remettent pas à plus tard ce travail essentiel pour la croissance de leur entreprise.