

Entre

1984 ET 1995, on a recensé 39 introductions en Bourse de Bruxelles. Mais en l'espace de quatre années, soit de 1996 à 1999, 70 entreprises belges ont ouvert leur capital au public. C'est un record. Notamment sur le plan des milliards de francs récoltés (165 !). Reste à savoir si ce regain d'intérêt pour la Bourse va perdurer.

PME

POURQUOI aller en Bourse ?

Amid Faljaoui

LA BOURSE DE PLUS EN PLUS COTÉE

Devinette à trois euros. Que partagent des complexes de cinéma (Kinopolis), une brasserie (Duvel), un parc ornithologique (Parc Paradisio), un opérateur de GSM (Mobistar), des pralines (Neuhaus), un distributeur de produits pharmaceutiques (Omega Pharma) et, du côté de l'informatique, un distributeur de PC, des spécialistes de la reconnaissance de caractères ou de la reconnaissance vocale (Lernout & Hauspie), des développeurs de bases de données (Fidelity Net Marketing) ?

Ou encore, une chaîne d'électro-ménager (Krëfel), une entreprise textile ou un soldeur de voitures neuves ? Bravo, vous avez vu juste. Les premiers sont récemment entrés en Bourse, les suivants ne devraient pas trop tarder. Les IPO (Initial Public Offering), prononcez "äie-pi-oh", sont décidément à la mode. Et plus précisément depuis le printemps 1997, année au cours de laquelle les entreprises belges se sont ruées vers la Bourse de Bruxelles. Mais pour quelles raisons ? Et pourquoi seulement à partir de 1997 ?

A l'époque, Francis Vanderhoydonck, responsable du Corporate & Investment Banking d'une grande banque belge, expliquait cet engouement pour la Bourse par la coexistence de deux facteurs principaux et d'un facteur secondaire : à savoir, la bonne conjoncture boursière, une meilleure perception de la Bourse par les entreprises, et le haut niveau de valorisation accordé par le marché. Pour sa part, Olivier Lefebvre, président du comité de direction de la Bourse de Bruxelles, insiste plutôt sur le second facteur. " C'est simple, il y a quelques années encore, l'option Bourse n'était tout simplement pas examinée par nombre d'entrepreneurs " déclarait-il. Mais comme le fait remarquer Bernard de Romrée, fondateur d'une société de Mergers & Acquisitions, la baisse des taux d'intérêt avait également joué son rôle d'adjuvant : "eu égard à la faiblesse des taux, nombre d'investisseurs n'avaient - à l'époque - d'autre choix que d'investir en Bourse leurs liquidités. La demande pour de nouvelles actions était donc présente" constate-t-il.

SE PROTÉGER DES INTEMPÉRIES ?

Bien entendu, si le bon climat boursier justifie amplement le "timing" de ces introductions, il ne suffit certainement pas à expliquer à lui seul toutes ces introductions en Bourse de Bruxelles. D'autres facteurs plus intemporels jouent également leur rôle, dont le plus important est le financement de la croissance de l'entreprise. Des exemples ? Le brasseur Duvel Moortgat, qui a ouvert son capital au public en juin 1999, n'a pas caché que les 500 millions BEF levés lors de son introduction en Bourse avaient pour but de financer la croissance du groupe. Et notamment de faire en sorte "que 50% du chiffre d'affaires soit originaire de l'étranger contre un peu moins de 20% actuellement" a souligné Michel Moortgat, administrateur et président du comité de direction de la firme. De son côté, Jos Van Belle, administrateur de Krëfel a précisé que l'introduction future en Bourse de Bruxelles de sa société avait pour but de "donner à Krëfel les moyens de financer des opportunités d'achat, mais également de renforcer son pouvoir d'attraction. La Bourse améliorera la notoriété de la société vis-à-vis des fournisseurs, du personnel et de la clientèle. Nous pourrions également intéresser le personnel via un plan de warrants" a confirmé Pascal



Poulet, administrateur et petit-fils du fondateur de Krëfel. Pour sa part, Eric Domb, fondateur du Parc Paradisio (un parc ornithologique situé en Wallonie) explique que l'entrée en Bourse de son

entreprise lui a permis de trouver les fonds nécessaires pour, affirme-t-il, "accroître les infrastructures de restauration et, d'autre part, réduire l'exposition du Parc aux caprices de la météo belge par la construction d'une immense serre pouvant être escamotée par beau temps".



SORTIR DE SA PRISON DORÉE

C'est clair : le financement de la croissance externe ou interne de l'entreprise, l'amélioration de sa notoriété auprès du public et l'intéressement du personnel aux résultats de l'entreprise (via l'octroi d'actions à prix réduit) ne sont pas les seules raisons qui expliquent le phénomène des introductions en Bourse. D'autres motivations peuvent également intervenir. Louis Verbeke, fondateur du cabinet qui porte son nom (Loeff Claey Verbeke) et grand spécialiste de la matière, met en avant un autre élément. "Il ne faut pas perdre de

NE PAS PERDRE LE POUVOIR

Parmi les mesures susceptibles de verrouiller le capital de la société qui entre en Bourse, nous n'en signalerons que quelques unes : "La première, la plus évidente, est la bonne gestion de l'entreprise qui se traduit pas un cours élevé de l'entreprise. Un cours de Bourse élevé est un moyen de décourager les prises de contrôle hostiles", précise Bernard de Romrée. Mais il existe également d'autres moyens de défense qui nécessitent parfois une simple modification des statuts. Premier exemple : on peut prévoir que l'assemblée générale nomme les administrateurs sur présentation d'un comité de nomination spécialement choisi à cet effet (et qui peut être composé de membres et/ou de non-membres du conseil d'administration). Pareille mesure a pour effet de décourager un prédateur hostile à acquérir un bloc important. La raison ? Il ne pourra pas faire nommer d'administrateur tant qu'il ne s'entend pas avec le conseil d'administration ! Deuxième exemple : les statuts peuvent également prévoir que les droits de vote des actionnaires sont limités à un certain niveau, par exemple, 10 % ou 20 % des droits de vote. C'est aussi un bon moyen d'éviter un raid hostile sur la société cotée en Bourse. Troisième exemple : faire une sorte de panachage des deux premières mesures. "Dans le cas de Lernout & Hauspie, il existe une clause qui indique que tant que les fondateurs détiennent encore 15% des actions, ils peuvent nommer la majorité des administrateurs", rappelle Louis Verbeke, visiblement trop heureux de battre en brèche cette idée fausse de la perte du pouvoir liée automatiquement à toute introduction en Bourse.

Lever des capitaux en Bourse, cela a un prix ! Et ce prix est loin d'être négligeable.

vue que l'introduction en Bourse n'est pas un but en soi. Cette dernière a parfois aussi pour but de désamorcer d'éventuelles tensions entre actionnaires d'une même entreprise. Des tensions qui sont surtout perceptibles au sein des entreprises familiales. N'oubliez pas qu'une société qui n'est pas cotée peut s'apparenter à une prison financière pour les actionnaires minoritaires. En effet, le majoritaire n'est pas obligé de racheter leurs titres ou il peut le faire mais à ses conditions. En ouvrant le capital de l'entreprise familiale à la Bourse, on donne ainsi la possibilité à ces minoritaires de se désengager - totalement ou partiellement - de l'entreprise et à un prix objectif puisqu'il est fixé par le marché", précise l'avocat Louis Verbeke. Mais si l'introduction en Bourse a pour vertu de désamorcer des conflits latents (ex : conflit classique entre les minoritaires qui veulent plus de dividendes et les majoritaires qui préfèrent réinvestir les bénéfices de l'entreprise plutôt que de les distribuer), n'a-t-elle pas également pour effet de faire perdre le contrôle de l'entreprise à ses dirigeants ? Surtout si le "float" (la partie du capital introduite en Bourse) dépasse les 50%. "Le problème du float est un faux problème, précise Louis Verbeke. Le droit belge offre suffisamment d'armes légales aux fondateurs pour bloquer toute tentative hostile d'intrusion dans les décisions de la société. Mais pour cela, il faut que toutes les mesures nécessaires soient prises par l'entreprise préalablement à son introduction en Bourse.

NO FREE LUNCH

Lever des capitaux en Bourse, cela a un prix ! Et ce prix est loin d'être négligeable. La société Brantano a vu ainsi son compte de résultat amputé de 45 millions BEF pour payer les frais de l'introduction en Bourse. Dans le cas d'Associated Weavers (société de tapis plain), le coût s'est même élevé à 60 millions BEF ! Un coût qui est parfois pris en charge par la société alors que l'introduction en Bourse ne profite qu'aux actionnaires cédants ! Sachez que les frais d'introduction en Bourse peuvent être divisés grosso modo en deux postes. D'une part, les frais légaux (les avocats sont rémunérés à un taux horaire pouvant atteindre 15.000 BEF majoré d'une sorte de "success fee"), comptables, administratifs et divers qui comprennent la rémunération de l'organe de contrôle (la Commission Bancaire et Financière), celle de la Bourse, les frais d'impression des titres et du prospectus, sans oublier les frais de publicité (les "placards" dans la presse, communiqués de presse, conférences de presse, les présentations devant les analystes financiers belges et étrangers (road shows)). Le deuxième poste, de loin le plus élevé, comprend la rémunération de l'intermédiaire financier (banque ou société de bourse) qui a organisé l'introduction en Bourse. Elle s'élève en général à 2,5% ou 3,5 % du montant total de l'opération pour des introductions à la Bourse de Bruxelles.

Introduction en Bourse : le Pour et le Contre

Vous trouverez ci-dessous un tableau qui examine schématiquement les avantages et les inconvénients d'une introduction en bourse. Et ce, tant du point de vue du dirigeant que de l'entreprise.

AVANTAGES

I. POUR LE DIRIGEANT

1. attirer des actionnaires sans perte considérable de contrôle
2. répartition du risque
3. prix optimal pour une participation minoritaire
4. vendre sans que la famille en supporte la charge financière
5. renforcement du contrôle
6. augmentation de la valeur et élimination de la décote d'illiquidité
7. détermination permanente des prix de manière objective
8. stock option pour les membres actifs de la famille
9. amélioration du planning successoral
10. prestige croissant pour le dirigeant

II. POUR L'ENTREPRISE

1. positionnement sur le marché des capitaux
2. attirer des moyens
3. prestige croissant auprès des clients et fournisseurs
4. plus attrayant pour les cadres
5. plus d'ambition, pression positive sur la gestion, se cacher devient difficile.
6. meilleure possibilité de structurer des systèmes d'option efficaces sur le plan fiscal
7. motivation plus grande du personnel

DESAVANTAGES

I. POUR LE DIRIGEANT

1. l'impôt successoral latent augmente
2. la transparence du capital s'améliore

II. POUR L'ENTREPRISE

1. la concurrence est mieux informée
2. le nombre de tracasseries juridiques augmente
3. plus grande transparence et plus grande complexité de la gestion
4. coût élevé (de 3 à 9 % du " float ")
5. plus grande publicité lorsque les choses vont mal



BANQUIERS GOURMANDS

Pour résumer, disons que la banque conseillère de l'entreprise (appelée aussi " lead manager ") se rémunère à trois stades : la prise ferme (si le marché boude les actions introduites en Bourse, la banque s'engage à les reprendre), le montage de l'opération (par exemple, détermination du prix des actions à introduire en Bourse) et le placement des titres (via par exemple les guichets de la banque en question) auprès du public et des investisseurs institutionnels. En Belgique, la prise ferme est rémunérée à 1,5% du montant des fonds levés (c'est le prix à payer pour la sécurité de l'entreprise), tandis que le montage et le placement sont rémunérés entre 1,5% et 2,5%. Mais ce n'est pas tout : si l'IPO s'avère être une réussite (opération sur-souscrite plusieurs fois), la banque conseillère peut encore gagner un "petit" supplément sous la forme d'un ... "green shoe", du nom de la société américaine qui a fait l'objet de cette technique. Dans le cas de Netvision, par exemple, le lead manager pouvait acheter jusqu'à 30 jours après l'entrée en Bourse l'équivalent de 15% d'actions supplémentaires mais au prix de l'introduction ! Soit encore 12 euros. Partant d'un cours, à l'époque de 45 euros, la KBC a pu ainsi encaisser un supplément de 9,3 millions d'euros (375 millions BEF). C'est pas mal pour une introduction en Bourse d'une valeur de 22,5 millions d'euros !

FLAIRER LA SUR-SOUSCRIPTION

Pour fixer le prix de souscription de son action, l'entreprise qui va entrer en Bourse a deux possibilités : soit établir un prix fixe (12 euros, par exemple), soit donner une fourchette de prix (minimum 12 euros et maximum 14 euros, par exemple). Dans le premier cas, l'investisseur pourra donc acquérir des actions à un prix fixe. Dans le second cas, l'investisseur devra mentionner à quel prix - au sein de cette fourchette - il voudra acquérir un certain nombre d'actions. Lorsque la période de souscription démarre, les amateurs - qu'ils soient particuliers ou investisseurs institutionnels - sont invités par voie de presse ou via les guichets de la banque conseillère à réserver le nombre d'actions qu'ils souhaitent. Et là, c'est souvent le suspense (surtout dans le chef des investisseurs particuliers). Y aura-t-il plus d'appelés que d'élus ou l'inverse ? Sur-souscription ou sous-souscription ? L'opération demande du flair car il est difficile de préjuger des réactions du marché. Des exemples ? Les particuliers amateurs d'actions de Netvision, du Bureau Van Dijk ou d'Iris n'ont pas eu les actions qu'ils ont demandées et ont dû se contenter de miettes. En cause : une demande très importante et une offre limitée. Dans le cas de Kinopolis, par exemple, les actions ont même été sur-souscrites 75 fois ! Inutile de se le cacher, ce problème de la sur-souscription n'est pas simple : il résulte en partie de l'attitude -

compréhensible mais dommageable - des investisseurs qui multiplient les souscriptions dans l'espoir de ramasser plus que des miettes. Résultat des courses : beaucoup de malheureux du côté des petits porteurs !

MÉFIEZ-VOUS DES " FLIPPERS "

Pour être juste, signalons également le cas inverse d'Agfa-Gevaert, dont l'introduction en Bourse devait se faire dans une fourchette de prix comprise entre 21 et 26 euros. Fourchette dont même la partie haute était jugée raisonnable par les analystes. Or, à la grande surprise des observateurs, le prix d'introduction a été fixé à... 22 euros seulement ! Soit quasiment le bas de la fourchette ! Pour les particuliers qui ont souscrit et étaient prêts à payer 26 euros, c'était une aubaine évidemment... ils ont reçu en quelque sorte l'action avec un "rabais" de 15%. Bref, dans le cas d'Agfa-Gevaert, les "flippers" - ces spéculateurs qui sont très actifs durant les périodes de souscriptions dans le seul but de revendre directement - et avec plus-value - leurs titres lors de la première cotation en Bourse, en furent donc pour leurs frais en découvrant une clé de répartition rarement égalée ces derniers mois sur le premier marché bruxellois.

BOURSE MOMENTANÉMENT BLOQUÉE

Depuis le succès mitigé de l'introduction en Bourse d'Agfa-Gevaert au mois de mai 1999, les enthousiasmes s'étaient quelque peu refroidis dans le chef des candidats à une cotation en Bourse de Bruxelles. La contre-performance affichée depuis le début de l'année 1999 par l'indice Bel 20 et la hausse des taux (synonyme de baisse des cours) avaient achevé le travail de sape. La plupart des sociétés candidates à une entrée en Bourse ont donc annoncé - dès l'automne dernier - qu'elles reportaient l'ouverture de leur capital au public dans l'attente de jours meilleurs. "Nous attendons que la situation sur les marchés se régularise" a précisé le directeur financier de Kréfel. Malgré ce contretemps, la moisson des introductions en Bourse ne semble pas prête de se tarir. Fin de l'année dernière, Regnier Haegelsteen, administrateur délégué d'une banque d'affaires, faisait preuve du même optimisme modéré : "personne n'a une boule de cristal pour dire à quoi va ressembler l'avenir, mais il est clair que de nombreux dossiers d'introductions en Bourse sont déjà dans le pipe-line. Je crois que beaucoup d'entreprises reviendront solliciter le marché lorsqu'elles jugeront que les conditions boursières sont meilleures. N'oubliez pas que certaines d'entre elles n'ont hélas pas toujours le choix de leur source de financement et doivent disposer d'argent frais assez rapidement pour financer leur croissance". Plus récemment encore (janvier 2000), une grande banque a annoncé que "le nombre d'introductions se maintiendra dans les années à venir à un plus haut niveau que celui constaté jusqu'au milieu des années nonante". Les mois à venir diront si ces spécialistes ont péché ou non par excès d'optimisme.

