

L'entrée en bourse ("going public") : un moyen de financement des petites et moyennes entreprises?

Autor(en): **Andenmatten, Antoine**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **50 (1992)**

Heft 3

PDF erstellt am: **13.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-140142>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

L'ENTREE EN BOURSE ("GOING PUBLIC"): UN MOYEN DE FINANCEMENT DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES ?

Antoine ANDENMATTEN ¹
Crédit Suisse
Zurich

Introduction

En Suisse, comme dans tous les pays industrialisés, les petites et moyennes entreprises (ci-après PME) constituent l'ossature de l'économie privée. Organisées pour la plupart sous la forme de société anonyme, leur capital est détenu par quelques actionnaires membres d'une famille ou proches de la direction. Le "Going Public" est l'une des voies offertes aux PME en mains privées pour augmenter leur capital propre. Il s'adresse principalement aux entreprises de taille moyenne².

L'entrée en bourse est une opération irréversible, sauf dans le cas d'un retrait volontaire de titres de la cotation en vue d'un rachat de l'entreprise par ses cadres par exemple. De plus, son succès dépend de nombreux facteurs internes et externes à l'entreprise. Il importe donc que les actionnaires et la direction en connaissent les tenants et aboutissants.

Après une brève description du "Going Public", cet article s'attachera à présenter les éléments nécessaires à la prise de décision: motifs, avantages, inconvénients et conditions de base. Puis les différentes phases d'un "Going Public" seront abordées. Enfin viendra l'exposé de quelques réflexions sur l'état actuel du marché et de certaines alternatives. On trouvera en annexe une liste des entreprises romandes ayant effectué une entrée en bourse ainsi qu'un exemple pratique du déroulement d'un "Going Public".

¹ Doctorant à l'Université de Fribourg, l'auteur travaille au département Corporate Finance Suisse Romande du Crédit Suisse à Lausanne dans le cadre du programme CS Academic Research. Il tient à adresser ses remerciements à M. Blaise Goetschin pour son appui et ses conseils lors de l'élaboration de cet article.

² En règle générale pour entrer en bourse, un capital de 10 millions de francs suisses est exigé et un chiffre d'affaires de 100 millions est considéré comme minimal (voir à ce sujet le point 2.4.1). De plus, le "Going Public" n'est pas recommandé aux entreprises exerçant leur activité principale dans des domaines présentant des risques élevés et donc considérés comme spéculatifs, tels par exemple le négoce ou l'immobilier.

1. Le "Going Public": qu'est-ce?

1.1 Définition

La croissance de toute entreprise (investissements, acquisitions, financement du fonds de roulement, développement de nouveaux marchés et produits) nécessite le plus souvent l'augmentation des fonds propres. Si les objectifs de croissance restent modestes, le recours à l'autofinancement peut s'avérer suffisant. Dans le cas contraire, deux solutions s'offrent aux propriétaires de la société: soit les actionnaires actuels augmentent leur mise de fonds, soit de nouveaux investisseurs entrent dans le cercle des actionnaires. Les nouveaux arrivants peuvent avoir deux origines: soit ils sont proches de l'entreprise (parents, amis, employés), soit ils viennent du public en général. C'est ce dernier cas que l'on nomme "Going Public".

On peut ainsi définir le "Going Public" comme:

"Ouverture du capital d'une entreprise à des personnes étrangères au cercle habituel des actionnaires par placement de titres sur un marché permettant l'échange de ceux-ci".

Pour bien expliciter le cheminement vers le "Going Public", Kunz¹ segmente le développement d'une société anonyme en cinq périodes:

1. Création d'une S.A. à administrateur unique.
2. Transformation en une S.A. privée pluripersonnelle (actionnaires proches du fondateur, société de famille).
3. Transformation en une S.A. privée dont le cercle des actionnaires est élargi (investisseurs proches de l'entreprise).
4. Transformation en une S.A. publique mais toujours contrôlée par les actionnaires précédents ("Going Public").
5. Transformation en une S.A. totalement publique (large réseau d'actionnaires sans nécessairement de noyau de contrôle).

Le "Going Public" pourra s'effectuer sur l'un des trois types de marchés secondaires² suivants:

- 1) le marché principal:

Il s'agit du marché (par ex. Bourse de Zurich, London Stock Exchange) qui regroupe les grandes capitalisations boursières. Les conditions d'entrée y sont draconiennes (voir ci-dessous). Ce marché n'est pas recommandé et généralement pas accessible aux PME moyennes qui risquent d'y être cantonnées dans le rôle de valeurs de second choix;

¹ R. M. Kunz: "Going Public in der Schweiz: Preisbildung und Erfolgsfaktoren", Ed. Haupt, Berne, 1991, p. 12.

² On appelle marché primaire le marché qui prend place lors de la souscription des titres par le public; on intitule marchés secondaires les marchés où s'échangent postérieurement les titres émis.

2) le second marché:

Appelé "Nebenbörse" à Zurich et "Marché Annexe" à Genève, il est ouvert à des entreprises de plus petite taille. Grâce à des conditions d'entrée moins restrictives, l'accès y est plus aisé. Toutefois, le nombre d'investisseurs intéressés est moindre que sur le marché principal, ce qui réduit sensiblement la liquidité;

3) le marché hors bourse:

Organisé en "Over The Counter"¹ par des banques telles que la Volksbank Willisau et la Zürcher Kantonalbank, ce marché est d'un accès plus facile pour les PME. Pour assurer une liquidité minimale, un nombre de 300 à 400 actionnaires est recommandé. Malheureusement, le faible intérêt des investisseurs pour ce marché réduit le nombre des titres traités et des transactions. Ainsi les écarts entre cours acheteurs et cours vendeurs sont-ils élevés et les possibilités de manipulation des cours importantes.

Seuls les "Going Public" sur le marché principal (Bourse) seront abordés dans la suite de cet article.

1.2 Formes de financement

Cette étude se restreindra à l'entrée en bourse par émission de fonds propres². En effet, si le "Going Public" par émission d'obligations, de "notes"³, voire d'obligations convertibles ou à option reste théoriquement possible et parfois recommandable, le marché suisse n'a connu aucun "Going Public" de ce type jusqu'à ce jour.

Deux types de titres en capital risque sont à disposition en Suisse lors d'une entrée en bourse:

1) l'action:

Base du capital de l'entreprise, l'action inclut des droits patrimoniaux (droit au dividende, droit préférentiel de souscription et droit à une part de liquidation) et des droits sociaux (droit de vote, de contrôle, d'éligibilité et droit de prendre part à l'assemblée générale). Les actionnaires peuvent décider de réduire le droit de vote des nouvelles actions en transformant celles qu'ils détiennent en actions nominatives à droit de vote privilégié⁴: cette pratique, courante en Suisse, est autorisée par l'article 693 du Code des Obligations et permet aux actionnaires actuels de garder le contrôle de la société sans devoir participer à l'augmentation de capital.

¹ Littéralement: "par dessus le guichet".

² Actions ordinaires ou privilégiées, bons de participation.

³ Obligations placées dans un cercle privé d'investisseurs.

⁴ Action dont le nominal est inférieur à celui des actions ordinaires sans que le droit de vote attaché ne soit réduit dans la même proportion.

L'alinéa 2 de cet article¹ fixe pourtant une limite: la valeur nominale des actions ordinaires ne peut dépasser dix fois celle des actions à droit de vote privilégié.

Selon l'article 622 alinéa 1 du CO, "les actions sont nominatives ou au porteur". Si la propriété de ces dernières est transférable sans aucune restriction, les statuts de la société peuvent prévoir, pour les détenteurs d'actions nominatives, des motifs de refus d'inscription au registre des actionnaires². Cette possibilité permet à l'administration de la société de contrôler la constitution de l'actionnariat mais peut avoir comme effet pervers une réduction de la valeur cotée d'une action nominative par rapport à un titre au porteur. L'émetteur déterminera donc le type d'actions à placer en fonction de ces deux paramètres.

En règle générale, l'ouverture du capital risque au public se fera selon l'une des deux méthodes suivantes:

a) Emission d'une nouvelle tranche de capital:

Dans ce cas, l'entreprise réalise un *agio*³ qu'elle doit obligatoirement⁴ verser, après déduction des frais d'émission, au fonds de réserve légale ou utiliser à des fins d'amortissement ou de bienfaisance. L'émission peut avoir lieu sous trois formes:

- i) sans droit préférentiel de souscription (DPS ci-après): l'ancien actionnaire, s'il ne souscrit pas à l'augmentation de capital au prorata de sa participation actuelle, subira une dilution⁵ de son capital;
- ii) avec droit préférentiel de souscription: celui-ci permet à l'actionnaire de ne pas subir une dilution de son capital: soit il souscrit au capital émis dans la proportion de capital qu'il détient au moyen des DPS, soit il vend ceux-ci aux nouveaux investisseurs;
- iii) avec compensation financière de l'entreprise: dans ce cas, l'entreprise compense monétairement la dilution de capital que subit l'actionnaire ancien. Cette pratique n'est pas à l'avantage de celui-

¹ Cet alinéa fut rajouté lors de la révision du droit des sociétés anonymes entrée en vigueur le premier juillet 1992.

² Deux motifs sont acceptés par l'article 685d du CO dans le cas de sociétés cotées en bourse, à savoir:
- "si les statuts prévoient une limite en pourcent des actions nominatives jusqu'à laquelle un acquéreur doit être reconnu comme actionnaire et que cette limite est dépassée" (alinéa 1).

- "si, sur demande l[de l'entreprise] 'acquéreur n'a pas déclaré expressément avoir acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte" (alinéa 2).

³ Différence entre le prix d'émission et le nominal du titre.

⁴ Article 624 alinéa 3 CO.

⁵ La dilution est la réduction des droits sur les paramètres de l'entreprise, subie par un actionnaire qui ne met ni ne sort aucun fonds lors d'une augmentation de capital; P. Vernimmen: " *Finance d'entreprise: logique et politique*", Ed. Dalloz, Paris, 1989.

ci, puisque cette entrée de fonds est considérée par le fisc comme un revenu, alors que le DPS est taxé comme un gain en capital¹.

b) Vente des anciennes actions:

Cette opération n'engendre aucune entrée de fonds pour la société. Par contre, l'ancien actionnaire réalise un gain en capital qui dépendra du prix de placement.

Les "Going Public" prennent souvent une forme combinée de placement dans le public, c'est-à-dire une vente d'anciennes actions accompagnée de l'émission d'actions nouvelles.

La suite de cet article se basera sur les "Going Public" avec émission de nouveaux titres.

2) bons de participation:

Seconde possibilité d'émettre du capital risque, le bon de participation se différencie de l'action par l'absence de droit de vote et le fait qu'il ne peut être qu'au porteur. Cette caractéristique permet aux anciens actionnaires d'augmenter la base des fonds propres, et donc de répartir les risques, sans pour autant diluer leur pouvoir sur la société. Toutefois, cette restriction des droits sociaux par rapport à l'action au porteur se reflète dans un prix d'émission fortement inférieur. De plus, le désintérêt actuel de la part des investisseurs pour ce type de titre les rend moins liquides. Certaines entreprises d'ailleurs convertissent leurs bons de participation en actions (Hilti par exemple). Ainsi, bien qu'un "Going Public" par émission de bons de participation reste théoriquement possible, ce type d'opération est à déconseiller au vu du marché actuel.

1.3 Formes de "Going Public"

Lors de l'entrée en bourse, le placement des titres n'est jamais assuré: une Bourse peu encline à investir ou un prix d'émission trop élevé, par exemple, peuvent engendrer une souscription partielle des titres: dans ce cas l'émission est un fiasco et l'introduction suspendue. Ainsi, deux type d'acteurs peuvent prendre en charge ce risque de placement des titres:

1) L'émetteur :

Dans ce cas, l'émission peut avoir lieu sous forme de placement direct, de placement à la commission ou de "Tender Offer"².

¹ Voir à ce sujet: Walter von Wyl: "Going public und Secondary offering - Steuerfragen zur Oeffnung des Aktionärskreises", in *Der Schweizer Treuhänder*, N° 6, 1989, pp. 260-263.

² Placement direct: l'émetteur place lui-même ses titres sur le marché boursier.

Placement à la commission: l'émetteur assume le risque de placement mais utilise, contre commission, l'infrastructure des banques (guichets) pour placer ses titres. "Tender Offer": ce type de placement,

2) L'institut émetteur :

La banque souscrit l'intégralité du capital, qu'elle se charge de revendre à son propre compte par la suite. L'émetteur est donc assuré de recevoir le montant total de l'émission (commission de prise ferme déduite). Si l'introduction est un fiasco, la banque devient alors actionnaire de la société, tant qu'elle ne parvient pas à placer les titres.

Cette seconde manière de procéder sera prise comme base de travail pour la suite de cet exposé, puisqu'elle concerne la majorité des "Going Public".

2. La décision d'effectuer un "Going Public"

2.1 Motifs

Lorsque l'entreprise se fixe des objectifs ambitieux en terme de croissance, le recours à l'autofinancement peut s'avérer insuffisant. En effet, si le cercle actuel des actionnaires ne peut ou ne désire pas augmenter sa participation, l'accès à une source extérieure peut se révéler indispensable¹.

Tout en fixant de solides bases en fonds propres pour l'avenir, le "Going Public" rend l'entreprise plus flexible au niveau de son levier²: la structure du bilan étant plus saine, l'accès aux prêts bancaires et à l'émission d'obligations sera plus aisé.

En cas de libération d'un actionnaire pour des raisons de succession ou de retrait, le "Going Public" sous forme de placement d'une tranche de l'ancien capital peut être considéré comme plus avantageux qu'une vente à un cercle d'investisseurs privés pour les raisons suivantes:

- la présence sur le marché boursier d'une multitude d'investisseurs rend la vente plus aisée;
- la date de l'opération est définissable très précisément;

où le prix d'émission est fixé par le jeu de l'offre et de la demande de titres, n'est courant que lors d'émissions d'obligations ou très exceptionnellement lors d'"enchères publiques" pour des actions (voir les exemples de Calida, LEM). Tiré de: "*Les émissions en francs suisses*", Crédit Suisse, Zurich, 1986, p. 86.

¹ Selon un récent sondage du Crédit Suisse auprès de 317 PME suisses, 6 % d'entre elles envisagent d'augmenter leurs fonds propres au travers d'un "Going Public". Voir à ce sujet "Acquisitionen und Nachfolge-regelungen", A. Furter, in *CS-Bulletin* N° 9-10, Septembre 1992, pp. 33-35. Pour ce qui concerne les résultats de l'enquête menée spécifiquement en Suisse romande, voir B. Goetschin, "Ventes et Acquisitions d'entreprises: les Romands boulimiques", in *Le Temps des Affaires*, N° 2, avril 1992, pp. 71-81.

² Rapport $\frac{\text{Fonds étrangers}}{\text{Fonds propres}}$.

- dans le cas d'un marché boursier à la hausse, le prix obtenu peut être plus intéressant pour le vendeur en raison de Price Earnings Ratios¹ élevés.

2.2 Avantages

2.2.1 Pour l'actionnaire

Le développement des activités de l'entreprise grâce à l'augmentation des fonds propres ainsi que l'amélioration des performances pouvant en résulter auront pour conséquence une augmentation de la valeur de la firme pour tous les actionnaires.

Par ailleurs, l'opération d'entrée en bourse rend les titres de la société liquides. Ceci permet donc aux actionnaires originels, comme aux nouveaux, de vendre plus facilement leurs titres et donc de diversifier leur portefeuille.

Remarquons que les motifs vus ci-dessus ainsi que les avantages décrits ci-après renforcent tous le côté positif du "Going Public" pour l'actionnaire, qu'il soit ancien ou nouveau.

2.2.2 Pour l'entreprise

2.2.2.1 Amélioration des conditions de financement

Le "Going Public" permet à l'entreprise d'obtenir des conditions de financement intéressantes pour les raisons suivantes:

- a) au niveau du coût des fonds propres:

En théorie, une augmentation du risque économique de l'entreprise, en raison de l'utilisation éventuelle de l'effet de levier, est répercutée par une baisse du PER par le marché. Pourtant, en pratique, lorsque le marché boursier suit une hausse constante (comme par exemple durant la période 1982 - mi-1987), les PER ont tendance à augmenter malgré l'élévation du levier². Or le calcul approximatif du coût du capital propre est effectué par les praticiens selon la formule:

$$\frac{1}{\text{PER}}^3$$

ce qui a pour effet de diminuer le coût du capital en cas de hausse du cours de Bourse;

¹ Ratio $\frac{\text{Prix d'émission}}{\text{Bénéfice à disposition}}$ noté habituellement PER. "Il exprime la valeur de l'entreprise sur la base du nombre d'années de bénéfices achetés", P. Vernimmen, op. cit., p. 65.

² "[...] en période d'euphorie, [...] les investisseurs ont tendance à compter deux fois la même chose! Ainsi l'augmentation des BPA (bénéfices par action) due à l'endettement débouchera sur une hausse du PER en raison d'un plus fort taux de croissance des BPA!", P. Vernimmen, op.cit, p. 175.

³ Pour les conditions de validité de l'emploi de cette formule, voir P. Vernimmen, op. cit, p. 72.

b) au niveau du coût des fonds étrangers :

Dans le cadre de la suppression des accords cartellaires en matière de crédits bancaires, les taux prêteurs exigés par les banques pourraient être adaptés au risque de l'entreprise et donc à sa structure financière. Dans cette optique, l'amélioration de la structure du bilan de la société en raison de l'augmentation des fonds propres lors de l'entrée en bourse pourrait lui permettre de renégocier favorablement ses conditions d'emprunt.

2.2.2.2 Flexibilité du capital

De par l'ouverture du capital à une base relativement large d'investisseurs, l'entreprise n'est plus limitée dans sa croissance aux seuls moyens des anciens actionnaires. Pour autant que le "Going Public" soit une réussite et que le cours de l'action soit stable ou en hausse, elle profitera de meilleures possibilités d'augmenter ultérieurement ses fonds propres.

2.2.2.3 Publicité

Le "Going Public" implique pour la société une large diffusion médiatique concernant ses activités, ses résultats et ses perspectives. De plus, les événements positifs relatés par la presse tout au long de la présence en bourse de l'entreprise renforcent cette image publique. Il en résulte un avantage concurrentiel non négligeable face aux autres PME concurrentes non-cotées. Les partenaires commerciaux (clients, fournisseurs, créanciers, etc...) seront positivement influencés par cet "effet publicitaire" cité par Appel¹. De même, Kunz² cite un effet d'identification de l'investisseur avec "ses" produits et "ses" marques.

2.2.2.4 Personnel

La notoriété de la PME ayant franchi le pas du "Going Public" lui permet un recrutement plus aisé de personnel qualifié. L'accès éventuel au cercle des actionnaires de la société par un programme d'intéressement (options sur des actions de la société, part du nouveau capital émis réservé aux employés) permet une meilleure motivation des cadres et une intégration plus poussée du personnel.

¹ S. J. Appel: "Small Business Finance: Sources of Capital", in E. Altmann, *Handbook of Corporate Finance*, Ed. Wiley & Sons, 1986, New York, p.18.

² op. cit., p. 19.

2.3 Risques et inconvénients

2.3.1 En général

Les nouveaux actionnaires n'ayant pas accès directement aux données précises de l'entreprise, un effort de transparence dans la présentation des comptes annuels est exigé. L'apport du nouveau droit de la S.A. est important dans ce domaine: la dissolution de réserves latentes par exemple doit être inscrite dans l'annexe accompagnant les comptes. Ce souci d'ouverture des données aux agents extérieurs peut cependant avoir une conséquence négative sur le secret des affaires et même attiser la concurrence (dévoiler une rentabilité élevée peut attirer de nouveaux concurrents).

Les investisseurs désirent également des rapports périodiques sur l'état des affaires. Une fréquence semestrielle¹ de la publication des comptes est de plus en plus exigée par le marché. Cette obligation peut paraître contraignante et, en tout état de cause, nécessite un investissement non négligeable en temps et en efforts de la part de la direction. Celle-ci, par ailleurs, pour satisfaire aux désirs des investisseurs d'une croissance satisfaisante et d'une rentabilité progressive de l'entreprise, peut être forcée d'adopter un management à court terme qui peut porter préjudice à la politique d'investissement et de recherche et développement.

Cette masse d'informations mise à disposition des investisseurs, associée à l'avantage publicitaire mentionné plus haut, pourrait aussi avoir pour effet pervers une mauvaise interprétation de l'une ou l'autre donnée par les analystes financiers et les médias, ce qui pourrait porter préjudice à l'entreprise (pression sur le cours de l'action).

Le retrait de la cotation en bourse des titres d'une société est appelé "Going Private". Plusieurs raisons peuvent justifier ce retour à un actionnariat privé: lorsque les anciens actionnaires désirent regagner la majorité des droits de vote, lorsque les titres sont fortement sous-évalués, lorsque la société a atteint une taille telle que l'autofinancement suffit à ses besoins de croissance, lorsqu'au contraire elle doit pour sa survie réduire sa taille, lorsqu'une modification du statut légal est désirée, lorsque les dirigeants veulent effectuer un Management Buy Out² ou se protéger contre une offre publique d'achat hostile. Or, bien que les Etats-Unis connaissent actuellement une vague d'opérations de ce type, le "Going Private" ne doit pas être considéré comme aisé. Il nécessite, au moyen d'une Offre Publique d'Achat par exemple, un ramassage des titres en bourse qui peut s'avérer très onéreux, voire impossible. Ainsi faut-il considérer le "Going Public" comme quasiment irréversible et donc ne pas sous-estimer les inconvénients exposés ci-dessus.

¹ Les places financières anglo-saxonnes tendent à exiger une fréquence trimestrielle. Cette tendance pourrait s'appliquer en Suisse dans le futur.

² Rachat d'une entreprise par ses cadres.

2.3.2 Par rapport aux finances

Les coûts de l'opération de "Going Public" peuvent s'avérer importants. Il s'agit de:

- la commission de placement,
- les coûts légaux (impôts, droit de timbre, taxes de bourse),
- les coûts indirects (travail de préparation du "Going Public": formulation d'une stratégie destinée à être rendue publique, réorganisation éventuelle de l'entreprise, publicité, "Road Shows"¹, etc...),
- les coûts divers (impressions du prospectus et des titres, création le cas échéant d'un registre des actionnaires, publicité),
- les coûts résultants de l'intervention de spécialistes (recours à une fiduciaire renommée, création d'une holding, révision des statuts, élaboration de comptes consolidés, etc...)

Il est à remarquer que les coûts indirects, difficiles à estimer, peuvent atteindre des montants très importants. Mettler² évalue pour sa part les coûts totaux (non compris les droits de timbre cantonaux et fédéraux) de l'opération d'entrée en bourse à 3-6 % du produit de l'émission.

2.3.3 Par rapport aux anciens actionnaires

Si, lors de l'entrée en bourse, les anciens actionnaires répartissent plus largement risques et responsabilités, ils doivent parallèlement accepter une dilution de leur pouvoir dans la société: tant dans les assemblées générales qu'au niveau des conseils d'administration, les rapports de force sont modifiés. Lorsque le nouveau capital représente moins de 50 % des droits de vote ou que les anciens actionnaires forment un noyau décisionnel (par une convention d'actionnaires par exemple), cette nouvelle situation n'est pas préjudiciable pour eux; dans le cas contraire, les anciens propriétaires peuvent perdre le contrôle qu'ils exerçaient (voir à ce sujet le cas SECE Cortaillod).

De plus, mis à part les droits sociaux, les anciens actionnaires sont parfois confrontés à une réduction au niveau patrimonial: avant le "Going Public", les dividendes pouvaient être restreints pour éviter une double imposition fiscale et maintenir un haut degré d'autofinancement; les actionnaires préféraient des gains en capital ou pour certains d'entre eux un paiement par des moyens indirects (salaires, commissions, jetons de présence). Or l'entrée dans le capital d'actionnaires ne bénéficiant pas de telles rétributions ou ayant des motivations différentes, pourrait obliger l'entreprise, à la suite du "Going Public", à donner plus d'importance aux dividendes; les anciens actionnaires en bénéfi-

¹ Conférences de présentation de l'entreprise en de multiples lieux en vue de préparer le public spécialisé au "Going Public".

² A. Mettler, "Going Public: eine betriebswirtschaftliche Untersuchung schweizerischer Börseneinführungen", Ed. Haupt, Berne, 1990, p. 79.

cieront, mais leurs revenus seront doublement imposés; de plus, comme l'autofinancement sera réduit, le gain en capital sera éventuellement, à court terme, moins élevé.

2.3.4 Par rapport aux marchés financiers

Avant tout, les actionnaires d'une PME ne peuvent envisager un "Going Public" que si la conjoncture boursière est "porteuse" pour ce genre d'opérations. Dans le cas contraire, le risque d'échec serait trop élevé. Par la suite, une tendance baissière de la bourse peut entraîner un mouvement de refuge des investisseurs vers les valeurs sûres. Ainsi, les valeurs plus fragiles, comme celles des entreprises ayant récemment effectué un "Going Public", voient leur capitalisation boursière baisser. La levée de nouveaux fonds s'effectuera d'autant plus difficilement, ou même pas du tout, et les avantages cités plus haut disparaîtront. Cette situation a prévalu en 1990 pour des entreprises telles que Elco Looser et autres Zehnder, qui annonçaient des résultats et une croissance très convaincants, mais dont les titres ont souffert du désintéressement des investisseurs¹.

2.4 Conditions de base

2.4.1 Conditions générales

Les bourses suisses imposent comme condition de cotation d'une entreprise un capital social antérieur à l'entrée en bourse de 5 millions de francs suisses au minimum et un placement dans le public d'une valeur nominale de 10 millions ou d'une valeur de vente de 25 millions au minimum. Or ces exigences doivent être considérées comme minimales si l'on veut assurer le succès du "Going Public", car elles assurent, en partie, la liquidité² des titres. Pour renforcer celle-ci, un placement dans le public de 8 à 10 mille titres est considéré comme la limite inférieure, 15 à 20 mille titres étant souhaité. Le nouveau droit de la S.A. tend d'ailleurs à rendre le marché bien plus liquide puisqu'il autorise l'émission d'actions à partir d'un nominal de 10 francs suisses au lieu de 100 précédemment.

Le "Going Public" n'aura de succès que si les anciens actionnaires et la direction peuvent se fonder sur une situation solide de l'entreprise et font preuve d'une véritable volonté d'ouverture au public. Pour que le nouvel investisseur soit intéressé par l'émission de la société, il s'agit de le considérer comme un actionnaire désireux que l'entreprise prenne en compte ses intérêts et non pas comme un simple prêteur de capital risque.

Notons de plus que la volonté de devenir une société publique est une condition nécessaire mais non suffisante: l'entreprise doit avoir les moyens de réaliser un tel choix. En premier lieu, elle doit présenter une situation économique solide et des perspectives favo-

¹ M. Arter et S. Luscher: "Valeurs secondaires [...] sur le carreau", in *Bilan*, N° 4/90, p.141.

² Caractéristique d'un titre dont le nombre d'unités en circulation est suffisant pour permettre d'importantes transactions d'achat et de vente sans que le prix ne fluctue trop fortement.

rables de développement. Ensuite, l'équipe dirigeante et principalement le président directeur général doivent maîtriser les exigences d'information et de communication liées au "Going Public", tant à l'intérieur de l'entreprise (actionnaires, cadres, employés) qu'auprès du public (investisseurs, médias): charisme, capacité d'élaborer un consensus, facilité de communiquer sont des qualités requises pour assurer le succès de l'opération.

Pour attirer l'intérêt de l'investisseur, l'entreprise doit jouir d'une notoriété certaine auprès du public. Il s'agit de faire connaître le nom ainsi que les marques de la société, d'assurer une qualité reconnue et de démontrer la prise en compte par l'entreprise de paramètres éthiques et écologiques. Cette opération de relations publiques constitue une des étapes-clé d'un "Going Public"; elle nécessite un important travail de médiatisation et peut exiger deux à trois ans d'efforts soutenus.

Le système de répartition des futures actions doit viser une répartition atomisée de l'émission. Selon Roduner¹, "les petits actionnaires sont paradoxalement plus fidèles que les gros". Tout en stabilisant l'actionnariat, cette tactique permet en outre d'éviter la formation de groupes de pression.

En principe, le marché des capitaux helvétique tend à préférer l'introduction en bourse d'entreprises effectuant une partie substantielle de leur activité en Suisse.

2.4.2 Conditions financières

En Suisse, l'investisseur en actions mise, en règle générale, sur une croissance et une rentabilité régulières de l'entreprise. L'augmentation progressive du bénéfice et du cash flow est pour lui gage de profitabilité de son investissement. La baisse des résultats, même si elle ne se produit que sur une année, entraîne souvent une chute sensible du cours du titre, surtout lorsque celui-ci est coté sur le second marché ou le marché hors-bourse. Cette exigence du marché tend actuellement à être atténuée: plusieurs entreprises ont modifié leur politique de dividendes en modelant ceux-ci en fonction des résultats. L'argument de base de ce changement est une meilleure transparence sur l'état de la société. Toutefois, seules les entreprises présentant des conditions durables de croissance peuvent envisager une entrée en bourse.

La rentabilité de l'investissement du nouvel actionnaire dépend du dividende versé dans le cas d'un cours stable. En conséquence et selon les usages des entreprises cotées en Suisse, la politique de dividende devra plutôt être définie à moyen terme et ne pas trop fluctuer en fonction des résultats. Une fluctuation trop importante du revenu ferait perdre à l'investisseur sa confiance dans le titre, ce qui pourrait se traduire par une baisse de cours.

En prélude au "Going Public", la structure du capital de l'entreprise doit être adaptée à l'activité qu'elle exerce: présenter en bourse les titres d'une société ayant des fonds

¹ Dr H. Roduner: "Going Public: Quelques réflexions sur l'état du marché", document interne du Crédit Suisse, Zürich, 1991.

propres insuffisants conduira à l'échec, car l'investisseur ne désire pas se substituer à l'actionnaire fondateur en tant que prêteur de capital risque. Ainsi, pour la majorité des sociétés, vaut-il mieux tout d'abord stabiliser la base des fonds propres aux environs de 40 % du passif au moins; on effectuera ensuite un "Going Public" parfaitement réussi et enfin, selon les besoins, on émettra des fonds étrangers sous forme de "notes" ou d'obligations.

L'investisseur, lors de son analyse, appréciera non seulement la valeur de rendement de l'entreprise, mais accordera aussi de l'importance à la valeur substantielle de celle-ci. La présence de réserves latentes ou d'actifs de valeur lui assurera d'acquérir une entreprise ayant une véritable substance et constituera pour lui une assurance de la valeur du titre émis.

L'opération d'entrée en bourse génère un afflux de liquidités dans l'entreprise. Or l'emploi de ces fonds est habituellement réparti sur plusieurs exercices. La société devra donc posséder des capacités de gérer cette sur-liquidité temporaire.

Enfin, pour respecter l'éthique des affaires, l'emploi prévu des fonds levés auprès du public devra être clairement explicité dans le prospectus d'émission.

2.4.3 Au niveau de l'organisation

La structure d'une entreprise désirant effectuer un "Going Public" doit être clairement définie. Dans la pratique, l'investisseur privilégiera une construction simple, sans enchevêtrement de participations¹. Le cas échéant et préalablement à l'entrée en bourse, il est recommandé de créer un holding qui regroupe la société et ses différentes participations. Dans le cas d'une société très importante, il est envisageable de créer des sous-holdings rassemblant par domaine d'activité les entreprises du groupe. Cette construction rassurera l'investisseur quant à l'impossibilité de transferts cachés de fonds à son détriment. Cette restructuration permettra de plus à la structure financière de mieux correspondre aux besoins de l'entreprise.

Par ailleurs, le manque d'informations directes de l'investisseur non membre du conseil d'administration ou de la direction lui fera privilégier une ouverture et une transparence complète des comptes et résultats. L'établissement de comptes consolidés² selon les pratiques unanimement acceptées³ est vivement recommandé. La direction pourra profiter de cette occasion pour définitivement mettre en place un service de contrôle in-

¹ A titre de contre exemple, voir le cas Omni Holding.

² L'article 633e alinéa 3 chiffre 2 du CO rend la tenue de comptes de groupe obligatoire pour les sociétés dont les actions sont cotées en bourse.

³ Plusieurs normes comptables internationales coexistent actuellement: les International Accounting Standards, les 4e et 7e Directives de la CE et les General Accepted Accounting Principles anglais et américains. Rappelons que le Code des Obligations suisse n'impose aucune norme, même à la suite de la récente révision du droit des sociétés anonymes.

terne, conjointement avec la coopération d'une société de contrôle fiduciaire.

La direction opérationnelle doit être composée d'une équipe compétente et de qualité. En conséquence, une organisation décisionnelle de type "One Man Show" est à proscrire, en raison des multiples problèmes pouvant surgir à court ou moyen terme. De même, aucun problème de succession ne doit subsister. Enfin, une claire définition des structures de décision est recommandée.

L'investisseur n'ayant pas une connaissance approfondie de l'évolution des activités et des marchés de l'entreprise, il jugera la qualité de la direction en fonction du degré de réussite par rapport aux objectifs fixés et publiés. Ainsi une claire définition de la politique d'entreprise sera à même de le rassurer. Selon Zehnder¹, celle-ci comprendra non seulement l'exposé de l'environnement pris dans son ensemble, mais encore la stratégie globale adoptée ainsi que les objectifs de l'entreprise et de la direction.

Remarquons enfin que les titres d'entreprises peu risquées économiquement seront prisés par les investisseurs. Ceux-ci semblent préférer des sociétés centrées sur des métiers dans lesquels elles excellent. De plus, l'entreprise devrait exercer son activité dans des domaines où elle dispose d'une assez large liberté d'action et n'est pas trop dépendante de quelques fournisseurs ou clients, ou encore de technologies dont elle n'aurait pas la maîtrise.

3. Déroulement du "Going Public"

Le "Going Public" étant une opération unique dans la vie d'une entreprise, l'expérience d'un conseiller rompu à ce genre d'opérations lui sera indispensable. Plusieurs banques suisses offrent leurs services lors d'une entrée en bourse. Comme la décision de promouvoir une société dans un tel cas dépend de critères aussi exigeants que lors de l'octroi d'un crédit, on peut considérer que l'institut introducteur² cautionne moralement l'entreprise présentée au public. Le conseiller aura pour objectif primordial la réussite de l'introduction. Pour ce faire, il appuiera le futur émetteur tout au long de sa préparation, c'est-à-dire de l'élaboration du concept à la livraison des titres. Comme rétribution, la banque prélèvera dans le cas d'une prise ferme une commission de succès.

3.1 Mesures préparatoires

Préalablement au déroulement proprement dit du "Going Public", certaines mesures préparatoires doivent être prises. Il s'agit:

- 1) de mettre au net la structure juridique et financière de la société:

¹ H. P. Zehnder: "Die Umgestaltung einer privaten Aktiengesellschaft in eine Publikumsgesellschaft", Ed. Schellenberg, Winterthur, 1981, p. 27.

² L'institut introducteur comprend le chef de file ainsi que les membres du syndicat d'émission.

Cette opération consiste à préparer pour le groupe une structure juridique simple et minimisant la charge future d'impôts, à établir les comptes consolidés et à structurer l'équipe de direction pour qu'elle corresponde aux besoins de l'entreprise (voir le paragraphe 2.4.3);

- 2) d'obtenir un consensus entre les actionnaires en vue de cette opération :
Il s'agit d'éviter toute opposition au "Going Public" (statuts, conventions d'actionnaires, actionnaires opposant un veto) et de maintenir la confidentialité de l'opération;
- 3) d'effectuer le travail d'information et de communication :
Comme décrit dans le paragraphe consacré aux conditions d'entrée en bourse, ce travail de relations publiques peut être de longue haleine. De sa qualité dépend pourtant la réussite du "Going Public";
- 4) d'envisager éventuellement un financement en fonds propres préalable :
Cette solution est envisageable lorsque l'entreprise désire lever des fonds dans un avenir très proche mais que le temps nécessaire à la préparation et la réalisation d'un "Going Public" est insuffisant ou que le marché n'est manifestement pas prêt sur le moment à absorber cette émission. Dans ce cas, les banques peuvent accorder un prêt subordonné que la pratique assimile à des fonds propres.

Cette phase de mesures préparatoires peut durer de 4 mois à 2 ans selon la complexité de l'entreprise et de l'opération envisagée.

3.2 Etapes vers l'émission

Les différentes étapes (d'une durée totale de 4 à 6 mois) d'un "Going Public" peuvent se résumer ainsi :

- 1) Phase des projets :
élaboration d'un concept et d'un calendrier par l'entreprise et la banque, définition du contenu du prospectus et du schéma du rapport annuel, préparation d'un projet de révision des statuts, définition du concept de présentation de la société.
- 2) Phase de démarrage :
révision des statuts en vue de l'augmentation de capital, constitution d'un syndicat de prise ferme, modifications finales du prospectus.
- 3) Phase d'approche :
demande d'introduction à l'avant-bourse auprès du Secrétariat de la Bourse, fixation du prix d'émission, signature du contrat de prise ferme, présentation de la société aux médias et spécialistes financiers.
- 4) Phase d'ouverture au public :

annonce de l'émission, publication du prospectus, début de la période de souscription, première cotation à l'avant-bourse, libération et livraison des titres.

3.3 Fixation du prix

3.3.1 Des intérêts divergents

Lors d'un "Going Public", les intérêts de trois principaux groupes d'acteurs divergent quant au prix d'émission :

- les actionnaires actuels recherchent la maximisation du prix d'émission pour éviter la dilution de leur capital: un prix d'émission élevé permet un placement plus faible en nombre de titres pour atteindre le capital fixé;
- les investisseurs cherchent à obtenir un prix d'achat minimum: à dividende constant, un faible prix d'achat augmente le rendement direct;
- la direction de la société adopte une position intermédiaire, puisqu'elle cherche d'une part à attirer les investisseurs (par un prix d'émission relativement bas) et d'autre part à minimiser le coût du capital (par un prix d'émission relativement élevé).

En définitive le prix résultera d'un accord entre:

- les actionnaires actuels et
- l'institut d'émission qui propose un prix d'émission propre à assurer le succès de l'émission en fonction des conditions du marché boursier et du type d'investisseurs visés et à limiter son risque dans le cas d'une prise ferme.

3.3.2 Les paramètres utilisés lors de la fixation du prix

Pour évaluer le prix d'émission dans le cas d'un "Going Public", l'institut prendra en compte les paramètres suivants:

- estimation de la valeur substantielle et de rendement de la société;
- évaluation du rendement escompté du titre en fonction des dividendes budgétés: ceux-ci seront définis selon une optique conservatrice; un "Pay-Out Ratio"¹ de 50% est à privilégier car il permettra un autofinancement suffisant;
- comparaison avec d'autres entreprises de la branche déjà cotées;
- analyse de la tendance du marché boursier.

¹ Pourcentage de répartition du dividende par rapport aux bénéfices à disposition selon la formule:

$$\frac{\text{Dividendes versés}}{\text{Bénéfices à disposition}}$$

3.3.3 L'appréciation par le marché boursier du prix d'émission

La détermination du prix d'émission ne résultant pas d'une science exacte mais plutôt d'un amalgame des intérêts et paramètres vus ci-dessus, trois situations peuvent résulter à la suite du "Going Public":

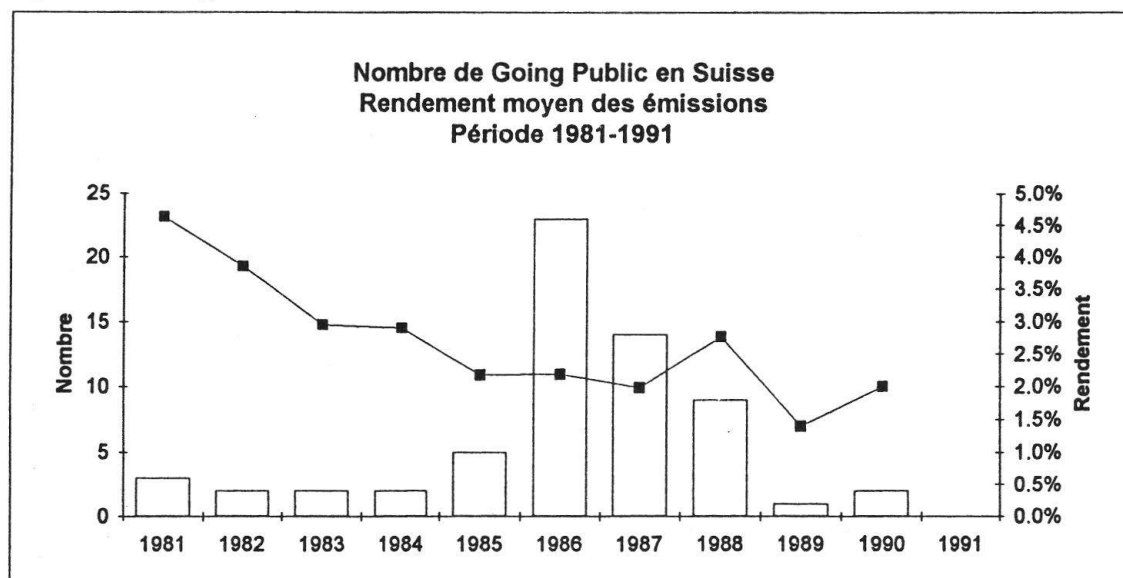
- 1) le cours boursier peu après l'émission est supérieur au prix d'émission:
le "Going Public" est un succès, mais l'entreprise ou les anciens actionnaires souffrent d'un profit non réalisé dans le cas de l'émission d'une nouvelle tranche de capital, respectivement dans le cas du placement d'une part de l'ancien capital; néanmoins la prime offerte aux nouveaux investisseurs permet un succès d'image qui permettra ultérieurement un recours plus facile au marché.
- 2) le cours boursier est inférieur au prix d'émission:
insuccès de l'entrée en bourse, les futures émissions seront préteritées ou même impossibles.
- 3) le cours boursier est proche du prix d'émission:
on considère alors que le marché a estimé de manière identique le prix du titre, bien que la communauté des investisseurs ait de plus en plus tendance à considérer ce cas comme un semi-échec par manque d'intérêt.

4. Environnement suisse du "Going Public"

4.1 Etat du marché

4.1.1 L'euphorie des années 81-87

Comme en témoigne le graphique ci-dessous, la bourse suisse a connu une forte vague de "Going Public" de 1981 à 1987.



Source: Crédit Suisse Corporate Finance

On peut expliquer cet engouement des PME à l'entrée en bourse durant cette époque par différentes raisons:

- la bourse enregistrait une hausse quasiment constante; les Price Earnings Ratios étaient élevés, car les investisseurs étaient optimistes et, en raison de la non-transparence des comptes publiés, avaient tendance à sur-estimer les bénéfices futurs;
- les taux d'intérêts comptaient parmi les plus faibles du monde industrialisé, ce qui rendait les placements en actions attractifs;
- les bonnes perspectives de croissance économique créaient un climat d'euphorie.

Ainsi le marché était-il demandeur de titres de participation présentant une rémunération supérieure aux taux d'intérêt. Le crash boursier d'octobre 1987 mit en lumière le caractère spéculatif de la hausse boursière. En 1988-1989, en raison de la tendance morose de la Bourse, débuta un renversement de tendance du nombre de "Going Public". Les seules opérations effectuées à cette période concernaient des entreprises ayant planifié leur entrée en bourse antérieurement au crash boursier de 1987 et qui avaient persévéré dans leurs intentions.

4.1.2 *L'état actuel du marché*

Le marché boursier suisse n'a connu que deux "Going Public" entre 1990 et 1992, La Vaudoise Assurances et Sihl Papier (il s'agissait pour cette dernière du passage du hors bourse au marché principal). Cette perte soudaine d'intérêt des émetteurs est due à trois types de facteurs :

- 1) Des problèmes conjoncturels pour la bourse:
 - les taux d'intérêt ont atteint des niveaux très élevés, donc attractifs pour les placements en obligations plutôt qu'en actions ou en bons de participation;
 - les perspectives conjoncturelles restent médiocres (récession);
 - un marché boursier médiocre engendre des Price Earnings Ratios relativement bas et en conséquence un coût du capital plus élevé.
- 2) Des problèmes structurels pour la bourse:
 - le marché boursier n'a plus connu de hausse générale et continue depuis 1988. Les "blue chips"¹, qui représentent près des deux tiers de la capitalisation boursière totale, ont en moyenne augmenté de valeur sans que les titres d'importance secondaire ne suivent cette tendance. On peut expliquer cette différence par le désintérêt des investisseurs institutionnels: ceux-ci, alors qu'ils représentent la plus grande part des acteurs en bourse en raison des moyens dont ils disposent, préfèrent les titres les plus liquides; leurs normes de fonctionnement leur permettent aussi de placer plus de fonds sur les mar-

¹ Titre d'une entreprise connue du public et réputée pour la qualité de sa direction, de ses produits et services et pour la stabilité de ses profits et dividendes.

chés financiers internationaux. De plus, les titres d'importance secondaire sont négligés par les investisseurs étrangers qui recherchent les valeurs sûres. Enfin, la non prise en compte des intérêts des actionnaires minoritaires lors de récentes opérations de vente d'entreprises cotées rend ceux-ci moins enclins à investir;

- la population suisse n'est pas encline à investir en bourse, au contraire de celle des pays anglo-saxons, dont une grande partie possède des titres cotés;
- la faiblesse latente de la place financière suisse n'améliore pas cet environnement boursier: droit de timbre sur les transactions boursières, faiblesse du franc, taux d'intérêt alignés sur la moyenne européenne, structures d'accueil insuffisantes, absence de "Market Makers", etc... Il s'en est suivi un désintérêt de plus en plus marqué des investisseurs étrangers;
- enfin, la bourse suisse connaît depuis quelques années une sorte de "consuérisme" financier : suite à quelques expériences désastreuses de la part de petites capitalisations boursières, le marché est devenu plus restrictif quant à ses critères de qualité. De plus, l'influence critique de la presse financière sur les investisseurs a singulièrement augmenté ces dernières années.

3) Des échecs retentissants:

Le marché suisse a connu un certain nombre d'"échecs"¹ d'opérations d'entrée en bourse. Ceux-ci rendent les futurs candidats ainsi que les investisseurs plus circonspects et peuvent s'expliquer par les raisons suivantes:

- la préparation de l'entreprise était insuffisante: désir de s'ouvrir au public trop timide, travail de médiatisation trop restreint, etc...
- le prix d'émission fut plusieurs fois mal évalué;
- l'ouverture au public et la transparence furent parfois insuffisantes;
- certaines entreprises ont choisi des options stratégiques dangereuses (diversification trop rapide, efforts démesurés de conquête de parts de marché, développement de technologies insuffisamment fiables) qui ont hypothéqué le futur de la société, jusqu'à mettre en cause sa survie.

4.1.3 Le futur

Malgré une hausse de 16 % du Swiss Performance Index (SPI) en 1991, la bourse suisse n'a pas connu durant cette année-là de véritable tendance ferme. Il faut rappeler que le SPI reflète en majeure partie les performances des "Blue Chips" et que bien des valeurs secondaires n'ont pas suivi cette tendance. 1992 présente les mêmes aspects

¹ Un cours de 50 % inférieur au prix d'émission, un an après le "Going Public", peut être considéré comme un sérieux échec qui rend toute nouvelle augmentation de capital impossible.

d'incertitude. De plus, les exigences posées actuellement par le marché sont bien plus élevées que celles admises durant la période euphorique de 1981-1987. Toutefois les entreprises qui disposent d'un solide fondement économique et financier recevront toujours un accueil favorable de la part du public. Par ailleurs, une atténuation de la récession actuelle, accompagnée d'une détente des taux d'intérêt, rendrait les émissions en capital propre plus attractives, ceci d'autant plus que leur besoin de fonds propres risque fort d'augmenter à l'avenir.

4.2. Alternatives

A l'opposé du "Going Public", l'option de "Stay Private"¹ permet à l'entreprise d'augmenter ses fonds propres en ne faisant appel qu'à un cercle restreint et privé d'actionnaires. Cette alternative permet à la société de profiter d'avantages proches de ceux d'une entrée en bourse sans devoir en subir les inconvénients ni réunir toutes les conditions. Toutefois, la banque qui se charge de placer le paquet d'actions ou de bons de participation auprès d'investisseurs sélectionnés maintiendra des normes de qualité quasi identiques à celles qui sont exigées lors d'un "Going Public", car elle répond auprès de ses clients du sérieux de l'entreprise. En revanche, le placement dans un cercle restreint réduit la liquidité des titres; en conséquence, les investisseurs exigeront une réduction compensatoire du prix d'émission et seront soucieux de connaître les modalités selon lesquelles ils pourront vendre ou acheter les titres en question. De plus, ce type d'actionariat peut rendre un futur "Going Public" difficile. Les sociétés réunissant les conditions nécessaires à une entrée en bourse ne doivent donc pas considérer ce type de financement comme une étape intermédiaire à leur ouverture au public.

Plusieurs banques suisses, par l'intermédiaire de sociétés affiliées, offrent une alternative aux entreprises nécessitant une base de fonds propres plus importante et ne voulant ou ne pouvant entrer en bourse: le financement en fonds propres. Cette opération peut s'effectuer sous la forme d'un prêt subordonné² ou d'une participation directe. Cette solution permet aux actionnaires actuels de garder le contrôle de l'entreprise, tout en profitant d'un capital propre plus élevé, ou aux dirigeants d'effectuer un Management Buy Out sans posséder les fonds nécessaires.

¹ Littéralement: "rester privé".

² La pratique suisse assimile légalement et fiscalement les prêts subordonnés à des fonds propres. Selon le contrat conclu avec l'institut financier qui a accordé ce prêt, ces fonds portent en général intérêt et sont remboursables à l'échéance définie, soit par les bénéfices retenus par l'entreprise, soit par le bénéfice réalisé lors d'un "Going Public".

5. Conclusion

En définitive, les exigences de base posées par les autorités boursières et par le marché boursier lui-même restreignent le nombre de PME pouvant potentiellement effectuer un "Going Public". En effet, 5 millions de capital préalable, 10 millions de capital à placer en valeur nominale, 100 millions de chiffre d'affaires restent des conditions relativement élevées. Mais l'entrée en bourse ne doit pas être considérée comme une étape obligatoire dans le développement de toute entreprise. D'ailleurs de nombreuses sociétés privilégient le maintien d'un cercle d'actionnaires restreint. On en veut pour exemple des entreprises telles que Rolex, Groupe Maus, André et Cie, Firmenich et autres Castolin, qui semblent avoir préféré renoncer aux avantages du "Going Public" et ainsi préserver un noyau d'actionnaires fort ou un degré de confidentialité élevé.

ANNEXE 1: LISTE PARTIELLE DES "GOING PUBLIC" 1981-1991

1. Entreprises romandes¹ ayant effectué un Going Public

Société	Date d'émission	Type de titre	Valeur nominale en Sfr	Nombre de titres émis	Prix d'émission en Sfr	Rendement par rapport au prix d'émission	Premier cours en % du prix d'émission	Cours en % du prix d'émission environ 1 an après
Surveillance	Octobre 81	BJ	-	22'500	1'300	4.2%	132%	233%
Golay Buchel	Octobre 85	Porteur	300	13'800	2500	2.7%	156%	110%
Kudelski	Avril 86	BP	100	10'000	1'000	-	163%	100%
Inspectorate	Mai 86	Porteur	100	125'000	1'000	2.0%	245%	337%
Lem Holding	Mai 86	BP	100	50'000	425	1.2%	tender offer	
CTA	Juin 86	Porteur	500	15'000	1'500	2.0%	108%	107%
Bondpartners	Juillet 86	BP	100	20'000	1'000	1.8%	128%	94%
Valtronic	Octobre 86	BP	100	15'000	1'250	-	111%	64%
Unigestion	Avril 87	Porteur	500	28'000	1'300	1.5%	146%	100%
Maillefer	Mai 87	Porteur	300	12'000	2'200	2.0%	107%	49%
Ares-Serono	Juin 87	Porteur	250	40'000	1'875	n.a.	136%	136%
Escor	Sept. 87	Porteur	200	20'000	1'300	2.0%	150%	122%
Fotolabo	Juin 88	Porteur	200	18'000	2'900	2.3%	101%	89%
Logitech	Juin 88	Porteur	200	18'000	1'400	n.a.	121%	126%
La Vaudoise	Mars 90	Porteur	500	50'000	2'600	2.3%	98%	72%

¹ Entreprises romandes s'entend ici au sens large, c'est-à-dire ayant leur siège ou leurs activités en Suisse romande. De plus, seules les entreprises dont les titres sont actuellement cotés figurent sur cette liste.

2. Les cinq plus importantes émissions (130 millions et plus)

Société	Date d'émission	Type de titre	Valeur nominale en Sfr	Nombre de titres émis	Prix d'émission en Sfr	Rendement par rapport au prix d'émission	Premier cours en % du prix d'émission	Cours en % du prix d'émission environ 1 an après
Adia	Octobre 79	Porteur	200	15'000	1'800	5.0%	103%	146%
Vontobel	Juin 86	Porteur	500	15'000	10'000	0.8%	158%	132%
CF Richemont	Sept. 88	Port+Bp	-	52'200	5'100	-	100%	135%
Immuno	Octobre 89	Porteur	300	36'000	4'250	1.4%	99%	75%
La Vaudoise	Mars 90	Porteur	500	50'000	2'600	2.3%	98%	72%

3. Les cinq plus faibles émissions (10 millions et moins)

Société	Date d'émission	Type de titre	Valeur nominale en Sfr	Nombre de titres émis	Prix d'émission en Sfr	Rendement par rapport au prix d'émission	Premier cours en % du prix d'émission	Cours en % du prix d'émission environ 1 an après
Michelin	Février 78	Nomin.	100	20'000	175	2.7%	120%	111%
Fuchs Petrolub	Avril 82	Porteur	1'000	7'000	1'050	3.8%	114%	199%
Crossair	Octobre 82	Nomin.	1'000	9'000	1'030	3.9%	102%	149%
Intersport	Mars 86	BP	50	39'000	145	4.1%	224%	290%
Kudelski	Avril 86	BP	100	10'000	1'000	-	163%	100%

ANNEXE 2: BREF EXEMPLE PRATIQUE D'UN "GOING PUBLIC"

1. Court portrait de la société X S.A.

Structure du capital	Nominal	Nombre	Capital	Part du capital	Droits de vote
Actions nominatives	1'000	6'200	6'200'000	100%	100%
Total		6'200	6'200'000		

- moyenne du chiffre d'affaires prévu pour les trois prochaines années : 200 millions Sfr;
- moyenne du bénéfice après impôts prévu pour les trois prochaines années : 4 millions Sfr;
- valeur substantielle : 25 millions Sfr;

2. Mesures préparatoires

- établissement de comptes consolidés, campagne de relations publiques, création d'une holding, etc...;

- split¹ des actions existantes selon le schéma suivant:

Structure du capital	Nominal	Nombre	Capital	Part du capital	Droits de vote
Actions nominatives à droit de vote privilégié	100	31'000	3'100'000	50.0%	83.3%
Actions au porteur	500	6'200	3'100'000	50.0%	16.7%
Total		37'200	6'200'000	100.0%	100.0%

- augmentation de capital de 6 à 8 millions en vue d'améliorer le ratio FE/FP (Fonds étrangers, Fonds propres), totalement souscrite par les anciens actionnaires au prorata de leur participation;

Structure du capital	Nominal	Nombre	Capital	Part du capital	Droits de vote
Actions nominatives à droit de vote privilégié	100	40'000	4'000'000	50.0%	83.3%
Actions au porteur	500	8'000	4'000'000	50.0%	16.7%
Total		48'000	8'000'000	100.0%	100.0%

- acceptation par l'assemblée générale du principe d'effectuer un "Going Public";

3. Vers le "Going Public"

- détermination du prix d'émission: 2'000.- Sfr;
- prise ferme par un consortium de banques d'une émission de 18'000 actions au porteur de 500.- Sfr nominal chacune;

Structure du capital	Nominal	Nombre	Capital	Part du capital	Droits de vote
Actions nominatives à droit de vote privilégié	100	40'000	4'000'000	23.5%	60.6%
Actions au porteur	500	8'000	4'000'000	23.5%	12.1%
Sous-total (anciens actionnaires)		48'000	8'000'000	47.1%	72.7%
Nouvelles actions au porteur	500	18'000	9'000'000	52.9%	27.3%
Total		66'000	17'000'000	100.0%	100.0%

Après une semaine de cotation, le titre se négocie à 2'400.- Sfr. Ce succès permettra à l'entreprise X S.A. de placer par la suite sur le marché un capital-participation de 2.5 millions Sfr et un emprunt obligataire de 15 millions Sfr.

¹ Division du nominal d'un titre.