

Louvain School of Management

Analyse préliminaire de l'introduction en bourse d'une PME

Le cas de BioMan

CONFIDENTIEL

Auteur : Félix Liénart van Lidth de Jeude
Promoteur(s) : Vincent Vanderborght
Année académique 2018-2019

Pour ce travail riche en enseignements, je tiens à remercier avant tout mon promoteur, Mr Vanderborght pour son aide ainsi que sa disponibilité tout au long de mon travail.

Je tiens également à remercier mes parents pour leur soutien et leurs conseils avisés, mais aussi pour leurs relectures attentives.

Ce mémoire n'aurait également pas pu être possible sans les conseils précieux de Monsieur Olivier De Vos qui a pu libérer du temps à plusieurs reprises pour me recevoir.

Table des matières

I.	INTRODUCTION	1
II.	LES DIFFÉRENTS MARCHÉS.....	3
1.	EURONEXT	3
1.1	<i>Historique</i>	3
1.2	<i>Euronext Brussels SA/NV</i>	5
	Marché Réglementé Euronext Brussels.....	5
	Euronext Growth/Euronext Access	6
	Euronext Expert Market	7
1.3	<i>Coûts Euronext de l'introduction</i>	7
2.	NASDAQ	8
2.1	<i>Historique</i>	8
2.2	<i>Nasdaq « Tiers »</i>	9
2.3	<i>Coûts de l'introduction sur le Nasdaq.....</i>	11
III.	ETUDE DU CADRE THÉORIQUE D'UNE ENTRÉE EN BOURSE	11
1.	ENTRÉE EN BOURSE: PRO'S AND CON'S.....	11
1.1	<i>Avantages pour l'entreprise.....</i>	12
1.2	<i>Avantages pour les actionnaires.....</i>	14
1.3	<i>Avantages pour les dirigeants</i>	15
1.4	<i>Inconvénients.....</i>	15
1.5	<i>Alternatives.....</i>	17
	Modèle Licorne.....	17
	Asset Stripping.....	18
2.	LES ÉTAPES CLASSIQUES DANS LE FINANCEMENT D'UNE START-UP.....	19
2.1	<i>Development.....</i>	20
2.2	<i>Start-up.....</i>	20
2.3	<i>Early/Rapid Growth</i>	21
	Les différentes formes de VC.....	22
2.4	<i>Exit</i>	23
3.	LES ÉTAPES PRÉLIMINAIRES À UNE ENTRÉE EN BOURSE	24
3.1	<i>Décision interne</i>	24
3.2	<i>Conditions préliminaires</i>	25
3.3	<i>Les intervenants externes</i>	25
4.	LES DIFFÉRENTS TYPES DE VALORISATION POUR UNE ENTREPRISE	27
4.1	<i>L'approche patrimoniale.....</i>	27
	L'actif net comptable.....	27
	L'actif net corrigé.....	28

4.2 <i>L'approche actuarielle</i>	28
Le modèle de Gordon Shapiro	29
Le modèle de Bates	31
Méthode DCF (Discounted Cash Flows).....	32
Le Taux d'actualisation	33
Limites au modèle actuariel	35
4.3 <i>L'approche comparative</i>	36
L'approche par les sociétés comparables	36
Le Price Earnings Ratio (PER) – Ratio Cours sur Bénéfices.....	37
Le ratio capitalisation sur dividendes	37
Price to Book Ratio (PBR) – Cours sur Actif Net.....	38
Multiple EBITDA.....	38
5. LA POST-INTRODUCTION	39
5.1 <i>Tenue de l'Assemblée Générale</i>	39
5.2 <i>Augmentation de capital</i>	39
5.3 <i>Information périodique et occasionnelle</i>	39
5.4 <i>Offre publique d'acquisition (OPA)</i>	40
5.5 <i>Obligations en matière de gouvernance</i>	41
5.6 <i>Fraudes</i>	43
IV. APPLICATION PRATIQUE: LE CAS DE BIOMAN.....	44
1. PRÉSENTATION DE BIOMAN	44
1.1 <i>Description du business</i>	45
1.2 <i>Analyse SWOT de l'entreprise</i>	45
1.3 <i>L'évolution du capital de BioMan</i>	46
1.4 <i>Subsides en capital et autres financements non dilutifs</i>	48
2. PRÉSENTATION DE L'INTRODUCTION EN BOURSE	49
2.1 <i>Composition de l'actionariat</i>	49
2.2 <i>Objectif et préparation de l'introduction</i>	50
3. COMPARAISON DES MARCHÉS EURONEXT BRUSSELS ET NASDAQ.....	50
4. ANALYSE FINANCIÈRE DE BIOMAN	52
4.1 <i>Restructuration de l'actif</i>	52
Actifs Immobilisés.....	52
Actifs Circulants	53
Total actif.....	53
4.2 <i>Restructuration du passif</i>	54
Capitaux permanents	54
Dettes à court terme	55
Total passif	55
4.3 <i>Restructuration du compte de résultats</i>	55

4.4 Equilibre Ressource-Emploi.....	58
5. ANALYSE DE L'ENTREPRISE	60
5.1 Positionnement.....	60
5.2 Le taux d'actualisation.....	61
Analyse de Sensibilité	63
5.3 Gap analysis.....	66
V. CONCLUSION	67
VI. BIBLIOGRAPHIE	69
VII. ANNEXES	73
ANNEXE 1 : DÉVELOPPEMENT MODÈLE DE BATES (BESSIÈRE ET COISPEAU, 1990)	73
ANNEXE 2 : DÉTAIL DES COÛTS PROPRE AU MARCHÉ D'EURONEXT BRUSSELS	75
ANNEXE 3 : FINANCIAL & LIQUIDITY REQUIREMENTS NASDAQ.....	76
ANNEXE 4 : CORPORATE GOVERNANCE REQUIREMENTS NASDAQ.....	80
ANNEXE 5 : DÉTAIL DES COÛTS PROPRE AUX MARCHÉS DU NASDAQ	82
ANNEXE 6 : INTERVIEW 1 OLIVIER DE VOS, MANAGING DIRECTOR AT DEGROOF PETERCAM CORPORATE FINANCE	84
ANNEXE 7 : TABLES DE BATES.....	97
ANNEXE 8 : BILAN ET COMPTE DE RÉSULTAT BIOMAN	100
ANNEXE 9 : INTERVIEW 2 OLIVIER DE VOS, MANAGING DIRECTOR AT DEGROOF PETERCAM CORPORATE FINANCE	102
ANNEXE 10 : PRÉVISIONNEL PROCURÉ PAR LE MANAGEMENT DE BIOMAN	110
LEXIQUE :	111
BIBLIOGRAPHIE LEXIQUE :	113

I. Introduction

J-1 Demain, BioMan¹ fait son entrée en bourse ! Cela fait quelques temps qu'on en parle et enfin on y est.

C'est un titre qu'on pourrait trouver à la une de la presse financière. Cette petite PME belge créée en 2013 est enfin arrivée à maturité pour s'introduire sur le marché public.

Aujourd'hui nous n'en sommes pas encore là. Le chemin qui mène à une introduction est long, mais on peut essayer de le flécher. Ce travail va nous nous plonger dans ce qui peut être une décision majeure dans la vie d'une entreprise, surtout au niveau de toutes les conséquences qui s'en suivent. Tout au long de ce travail nous analysons les tenants et aboutissants de cette opération stratégique pour une entreprise. Ne connaissant pas personnellement tout ce qu'il y avait à mettre en place, j'ai été ravi de m'y intéresser.

Dans un premier temps nous nous concentrons sur le choix du marché sur lequel une entreprise veut s'introduire. Dans le cas présent on va se concentrer sur le leader européen qui est Euronext et le challenger américain, le Nasdaq. Ces deux marchés bénéficient de certains avantages mais aussi d'inconvénients, ils se déclinent également en quelques variantes avec chacune leurs particularités.

Le choix du marché de cotation exige une réflexion en interne et nécessite en général un accompagnement par des acteurs spécialisés. L'introduction implique un nombre important de mesures et décisions en amont mais également en aval. Nous essayons de détailler tout cela au sein de ce mémoire afin d'avoir un aperçu global ainsi que de savoir comment s'entourer au mieux. Par la suite nous nous concentrons sur le cas précis de la société BioMan.

Un des nerfs de la guerre reste la valorisation de l'entreprise. Dans ce travail, trois approches de valorisation sont proposées avec chacune un certain nombre de variantes. Pour

¹ Nom d'emprunt par souci de confidentialité

appliquer l'ensemble de ces méthodes il faudrait disposer d'une société qui se situe parfaitement sur le marché pour lequel un « peer group » a été établi. La société devrait générer du chiffre d'affaires et du bénéfice, mais aussi verser un dividende à ses actionnaires. Pour tous ces chiffres, le management devrait pouvoir établir des prévisions. Alors, avec tous ces éléments en main, on pourrait estimer la valeur de l'entreprise. On verra que ce n'est pas encore le cas pour BioMan aujourd'hui et qu'il faut donc s'y prendre autrement pour s'en approcher.

Dans cette deuxième partie de travail BioMan est présentée de manière détaillée. On y explique son activité et les marchés sur lesquels elle est active. On y découvre également les méthodes de financement de ces 6 dernières années et une analyse de sa position actuelle sur le marché. Cette première partie retrace la partie plutôt historique de l'entreprise et dans un second temps nous abordons les perspectives futures de BioMan.

Le management de l'entreprise a mis à notre disposition un prévisionnel sur les 10 prochaines années sur base duquel nous essayons de tirer les meilleures analyses possibles. Ceci sur base des éléments présentés dans la partie théorique du travail ou encore en les confrontant à Monsieur De Vos, banquier d'affaire à la Banque Degroof Petercam. Une analyse sur l'équilibre ressource-emploi permet de constater quels sont les besoins indispensables au bon fonctionnement de BioMan.

Par la suite nous effectuons une analyse de sensibilité pour comprendre quelles sont les hypothèses auxquelles il faut être particulièrement attentif pour calculer le taux d'actualisation. Cette partie est complétée par une « gap analysis » éclairant le parcours encore à accomplir.

Enfin, l'ensemble des analyses est synthétisé dans la conclusion.

Il est utile de signaler enfin qu'un lexique est repris à la fin de ce travail pour faciliter la bonne compréhension de certains termes. Celui-ci est classé alphabétiquement.

II. Les différents marchés

Cette première section présente deux grandes places boursières sur lesquelles une société Biotech belge pourrait envisager une entrée en bourse. La première est européenne et se nomme Euronext. Elle dispose d'antennes dans plusieurs pays européens, dont la Belgique. La deuxième, le Nasdaq, est une place américaine basée à New York.

1. Euronext

1.1 Historique

Euronext N.V. est un opérateur de marché paneuropéen créé le 22 septembre 2000 (Le Saout, 2016, p.170) suite à la fusion de 3 opérateurs financiers européens, à savoir les bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam. Aujourd'hui Euronext est également présent à Londres, Lisbonne et Dublin, ce qui en fait la première place boursière européenne. Les principales activités d'Euronext se déclinent comme suit:

- échange d'actions, d'obligations et de fonds
- Exchange Traded Funds (ETFs)¹
- certificats de trésorerie
- flux de cotation en temps réel
- opérations sur dérivés
- services après-vente

Cette fusion de différents opérateurs a été mis en œuvre afin d'apporter une réponse à la globalisation des transactions financières et offrir aux investisseurs mondiaux une position de liquidité renforcée, tout en diminuant en parallèle les coûts liés aux transactions.

¹ Voir Lexique

L'activité d'Euronext est répartie sur différentes plateformes d'échange correspondant aux places financières historiques. Elle est divisée en filiales propres à chaque ville où elle est présente et elle les détient à 100% (Euronext, 2018, p.16). En décembre 2001, Euronext a acquis les actions du « London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) » pour former Euronext.LIFFE. En 2002, Euronext a absorbé la société portugaise « Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP) » qui a été baptisée « Euronext Lisbon ». Ce regroupement de places financières a été rendu possible grâce à la création de la zone euro et l'harmonisation des marchés financiers au sein de l'Union Européenne et l'introduction de l'Euro comme monnaie unique.

En 2017, Euronext a acquis le plateforme d'échange de devises FastMatch et enfin, en mars 2018, elle a également acquis le « Irish Stock Exchange » afin de poursuivre son objectif de principale plateforme boursière européenne.

Au fil des ans, Euronext a développé plusieurs plateformes alternatives telles qu'Alternext (maintenant Euronext Growth) ou EnterNext. On en reparlera ci-après.

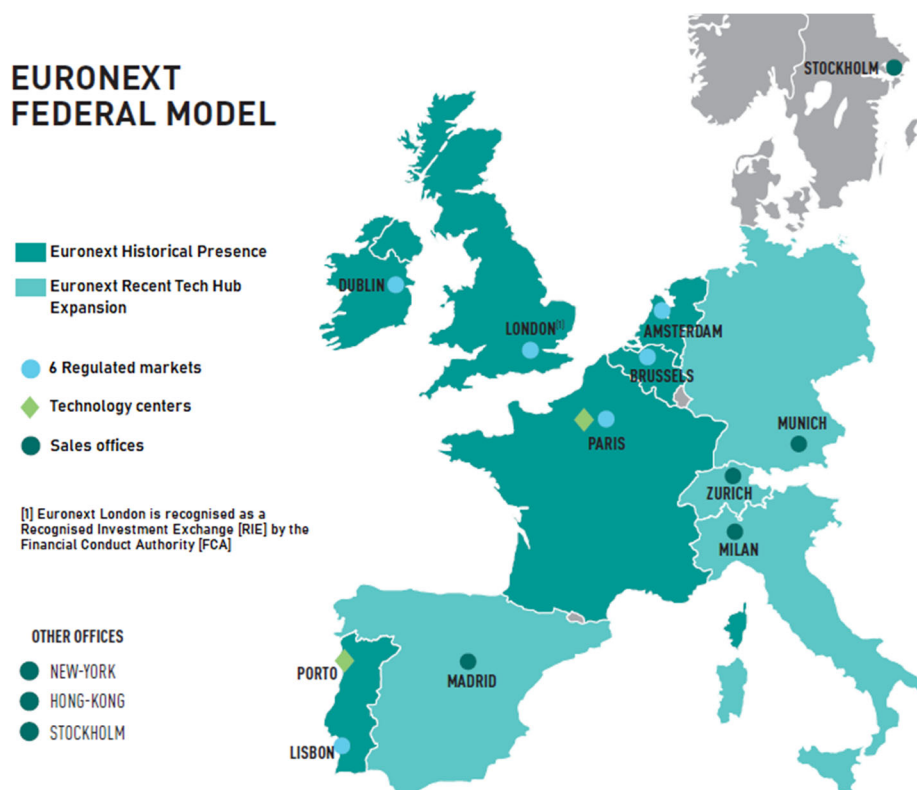


Figure 1: Carte des pays où Euronext est présent (Euronext, 2019b)

1.2 Euronext Brussels SA/NV

Euronext Brussels SA/NV fait partie du groupe Euronext NV, société de droit néerlandais basée à Amsterdam et société mère de toutes les filiales précitées. Euronext Brussels comprend cinq plateformes (Euronext & Laga, 2019), à savoir :

- le marché Réglementé d'Euronext Brussels
- les Multilateral Trading Facilities (MTFs) suivantes
 - Euronext Growth
 - Euronext Access
 - Euronext Expert Market (nom commercial du marché des Ventes Publiques)
 - Trading Facility

Cette diversité de marchés vise à couvrir la totalité des besoins des sociétés désirant entrer en bourse.

Marché Réglementé Euronext Brussels

Le Marché Réglementé est la principale plateforme boursière d'Euronext à Bruxelles et fonctionne comme la plupart des marchés à travers le monde. On y trouve les plus grosses capitalisations boursières belges et notamment, celles qui composent le BEL20. Les entreprises qui s'y trouvent doivent respecter un nombre de critères de transparence, de reporting, de liquidité des titres ainsi que de sécurité. Elles doivent donc respecter les directives européennes ainsi que les lois belges. Afin de veiller au bon fonctionnement et du respect de la loi, la FSMA (Financial Services and Market Authority – Autorité des Services et Marchés Financiers) agit comme autorité responsable des marchés en Belgique. En réalité, l'ensemble des règles de marché sont édictées par Euronext Brussels SA/NV, mais ont été approuvées au préalable par la FSMA.

Dans le cadre du Marché Réglementé, on se trouve sur le marché le plus strict et régulé, comparativement aux autres marchés que propose Euronext Brussels SA/NV. Une des obligations consiste en la publication des comptes consolidés aux normes comptables

internationales (IAS/IFRS – International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards).

Lors de tout processus d'introduction en bourse, la FSMA doit donner son approbation pour le Prospectus et le Document d'Information obligatoire (Euronext, 2019). Ceux-ci seront détaillés plus loin dans ce travail, tout comme certaines obligations permanentes.

Pour entrer sur ce type de marché, une certaine maturité de l'entreprise est nécessaire au vu des obligations imposées et des conditions d'admission. Selon un des rapports d'Euronext, on y trouve des sociétés ayant une capitalisation boursière minimale de 50 à 75 millions d'euros (Euronext & Laga, 2019). Également selon eux, on y trouve 2 niches de marché : les SIR (Sociétés Immobilières Réglementées) et les sociétés Biotechnologiques. Ces dernières nécessitent régulièrement un apport de capitaux frais car n'étant pas ou peu rentable à court terme.

Euronext Growth/Euronext Access

Euronext Growth¹ a été créé en 2006. Ce marché est reconnu comme Multilateral Trading Facility (MTF) de droit belge par la FSMA. Ce marché de proximité a été instauré pour des entreprises qui ne souhaitent pas avoir le même poids de contraintes que sur un marché régulier. Les exigences pour ce marché alternatif sont nettement inférieures et l'accès au marché en est donc simplifié. Les coûts en général sont plus faibles de par la plus petite taille des entreprises qui entrent sur ce marché. La création de Euronext Growth permet à bon nombre d'investisseurs institutionnels et particuliers de participer au financement de ces entreprises.

Euronext Access est un marché semblable à Euronext Growth créé deux ans auparavant sous le nom de Marché Libre. Ce marché vise plutôt les investisseurs institutionnels, belges et internationaux et est soumis à moins de règles de publicité que Euronext Growth. Le régime relatif à l'abus de marché (publication des informations privilégiées, établissement de listes d'initiés, obligation de notification des transactions de

¹ Au départ sous le nom Alternext

dirigeants,...) (FSMA, 2016) reste néanmoins d'actualité sur tous les marchés. Le règlement est à retrouver sous la référence suivante : Règlement (UE) N° 596/2014 du Parlement européen et du conseil.

Euronext Expert Market

Euronext Expert Market est un marché offrant une plateforme transparente et sécurisée, pour la vente aux enchères publiques de titres non cotés en bourse (de Laminne, 2014). On peut également y retrouver des bons de caisse, des obligations d'entreprises, des certificats immobiliers ou des actions de sociétés non cotées. Cette plateforme, étant la première de son genre en Europe a été créé en décembre 2014. On notera que ce marché est relativement peu liquide.

Concrètement, du côté de l'acheteur, on peut consulter la liste des titres qui sont en vente sur le site d'Euronext et puis, par le biais d'un intermédiaire financier, faire offre d'achat. Les prix des titres sont fixés une fois par semaine. Une fois une enchère remportée, on inscrit la cession dans le registre des actionnaires de la société concernée. Le vendeur de son côté, après vérification d'une possible restriction à la vente, passe également par un intermédiaire financier pour mettre ses titres en vente. La société est avertie une fois la transaction conclue.

1.3 Coûts Euronext de l'introduction

Une entreprise est soumise à des frais de cotation lors de son processus d'introduction mais également tout au long de sa vie. On retrouve trois types (Euronext, 2019b) de frais chargés par Euronext SA/NV, sans tenir compte des autres frais en lien avec cette procédure d'introduction:

- les frais d'admission (Type 1). Une fois la société valorisée sur base du prix de l'offre, on calcule une commission dont le taux est dégressif en fonction de la tranche dans laquelle se trouve l'entreprise (frais sur base de la capitalisation);
- les frais annuels de cotation (Type 2). Il s'agit d'un forfait à payer annuellement pour maintenir la cotation de l'entreprise en bourse (frais sur base de la capitalisation);

- les frais relatifs aux émissions secondaires (Type 3). Lors d'une levée de fonds supplémentaire, la société en question doit s'acquitter d'une commission (frais sur base des fonds levés).

En annexe 2, sont reprises les fiches détaillées des prix pour ces 3 types de frais pour les différents marchés Euronext. Ci-dessous (Tableau 1), nous avons repris un tableau reprenant les plafonds de frais par type de frais et par marché. Les frais sont calculés sur base de deux facteurs qui sont le nombre de titres total de la société (dans le cadre de la commission annuelle) et d'autre part la valorisation de l'ensemble de ces titres (pour les premières admissions ou les admissions complémentaires).

Marché:	Type 1	Type 2	Type 3
Access	€300.000	€2.940	€1.250.000
Growth/Brussels	€2.000.000	€55.000	

Tableau 1: Plafond des frais de différents types sur les marchés d'Euronext (Euronext, 2019b)

2. Nasdaq

2.1 Historique

Le Nasdaq¹ est un marché électronique mondial pour l'achat et la vente de titres, il diffuse également l'indice de référence des actions technologiques américaines. Le Nasdaq a été créé par la « National Association of Securities Dealers » pour permettre aux investisseurs de négocier des titres sur un système informatique, rapide et transparent. Celui-ci a été créé en 1971 (Le Saout, 2016, p.169). Le système commercial informatisé du Nasdaq a été le premier de son genre. L'évolution rapide de la technologie a fait du modèle de négociation électronique du Nasdaq la norme pour les marchés mondiaux (Investor Trading Academy, 2014). Positionné en tant que leader de la technologie de négociation, il était donc normal que les géants mondiaux de la technologie aient choisi de s'inscrire au Nasdaq à leurs débuts.

¹ National Association of Securities Dealers Automated Quotation

Alors que le secteur de la technologie gagnait en importance dans les années 1980 et 1990, le Nasdaq devint l'indicateur le plus utilisé pour ce secteur.

Le Nasdaq a grandi à coup d'acquisitions à l'exemple du rachat de la plateforme de négociation « OMX » en 2007 ou encore le rachat du « Boston Stock Exchange » et du « Philadelphia Stock Exchange » (Le Saouet, 2016).

2.2 Nasdaq « Tiers »

On distingue trois marchés au sein du Nasdaq notamment le « Nasdaq Capital Market », le « Nasdaq Global Market » et enfin le « Nasdaq Global Select Market ». Ceux-ci sont connus comme les « Nasdaq Tiers » (Nasdaq, 2019). À chaque segment de marché correspond un panel de conditions différentes. L'entreprise pourra ainsi choisir le segment qui l'agrée le mieux lors de son entrée en bourse. Nous ne développerons pas ici les différents segments mais nous évaluerons brièvement les alternatives offertes. Une liste des différentes combinaisons d'introduction est reprises en annexe 3.

- « Nasdaq Capital Market ». Le « Nasdaq Capital Market », ou autrefois nommé « Nasdaq SmallCap Market », est destiné aux entreprises en phase de démarrage dont la capitalisation boursière est relativement faible. Les exigences en matière de règles d'introduction sont nettement moins strictes pour ce niveau de marché. Son ancien nom illustre parfaitement la volonté de ce marché de permettre aux sociétés ayant une plus petite capitalisation (voir ci-dessous) d'également entrer sur le marché. Même si ce niveau de marché a des conditions d'accès plus favorables, les exigences en matière de gouvernance restent les mêmes pour les trois niveaux de marché (Nasdaq, 2019). Cela comprend entre autres : un code de conduite, un comité d'audit, des administrateurs indépendants, etc. (Investopedia, 2018a). Vous pouvez trouver les détails de cette gouvernance en annexe 4. Les contraintes de liquidité et financières sont les principales différenciations de ces 3 marchés.

- « Nasdaq Global Market ». Il représente le niveau intermédiaire de ces trois marchés. Les actions cotées sur ce marché doivent respecter des exigences aussi bien financières qu'en terme de gouvernance d'entreprise et de liquidité. Néanmoins, il reste plus facile d'accès que le « Global Select Market ».
- « Nasdaq Global Select Market ». Il s'agit ici du niveau ayant les conditions d'accès les plus restrictives au sein du Nasdaq. Une commission évalue chaque année en octobre si une société peut passer du « Global Market » au « Global Select Market ».

Pour chaque introduction, le Nasdaq se réserve le privilège de demander des informations supplémentaires ou tout simplement refuser l'accès à une société afin de protéger les investisseurs et l'intérêt public (Nasdaq, 2019, p.6).

Pour avoir une idée de la taille des sociétés cotées sur le Nasdaq en terme de valorisation boursière, on a pris l'index des 2 marchés extrêmes (Tableau 2) sur lesquels ont été calculés la moyenne, la médiane ainsi que le maximum et le minimum des capitalisation boursières des sociétés cotées.

	Nasdaq Capital Market	Nasdaq Global Select Market
Moyenne	\$182.139.217	\$9.703.392.129
Médiane	\$63.824.488	\$1.263.422.336
Max	\$14.835.469.312	\$1.044.186.660.864
Min	\$1.928.737	\$5.400.281

Tableau 2: Aperçu des valorisations boursières cotées sur le Nasdaq Capital Market et le Nasdaq Global Select Market

(Bloomberg)

2.3 Coûts de l'introduction sur le Nasdaq

On note que les coûts peuvent être divisés en 2 parties. On trouve dans le tableau 3, d'une part, les frais d'entrée (dans lesquels sont compris les frais d'inscription) et d'autre part, les coûts annuels (aussi appelés la cotisation annuelle). Le détail des coûts pour chacun des marchés (établi notamment en fonction du nombre d'actions en circulation) est repris en annexe 5.

Marché	Frais d'entrée (frais d'inscription compris)	Frais d'inscription	Cotisation annuelle
Nasdaq Capital Market	\$75.000	\$5.000	\$75.000
Nasdaq Global (Select) Market	\$295.000	\$25.000	\$155.000

Tableau 3: Plafond des frais sur les différents marchés du Nasdaq

III. Etude du cadre théorique d'une entrée en bourse

1. Entrée en bourse: pro's and con's

Une introduction en bourse est souvent un choix mûrement réfléchi par le management d'une entreprise. Il ne s'agit pas de prendre cette décision sur un coup de tête. En effet, il s'agit d'un long processus nécessitant l'accord des actionnaires ainsi que celui des autorités compétentes. Beaucoup d'acteurs entreront en jeu, ce qui aura pour effet de rendre ce processus long et potentiellement fastidieux. Il faut une forme de détermination pour se lancer dans cette aventure qui apporte bon nombre d'avantages, mais présente également quelques contraintes. Il s'agit pour chaque société, de peser le pour et le contre en fonction de sa situation propre et de ses spécificités. Ci-dessous, une partie des avantages sont présentés par type de partie concerné que ce soit au niveau de la société, des actionnaires, du management ou encore de l'économie locale.

1.1 Avantages pour l'entreprise

Le canevas d'implémentation de cette opération d'introduction en bourse est déjà prédéfini et cela permet d'anticiper la préparation en interne afin de réussir une levée de fond auprès du grand public dans les meilleures conditions, une fois les différentes possibilités épuisées pour lever des fonds de manière privée. Il s'agit d'une manière relativement économique pour lever des fonds (Euronext & Laga, 2019) en évitant de faire appel à des moyens plus traditionnels tel que l'emprunt qui porte intérêt. On pourrait nuancer le terme « économique » car en effet, entrer en bourse présente un certain coût mais lors d'augmentations de capital ultérieures, le coût est nettement moindre. L'estimation de ce coût a été abordé plus haut.

Un autre avantage selon Euronext & Laga (2019) est le renforcement de la structure financière de l'entreprise. En effet, les levées de fonds qui accompagnent l'introduction permettent d'augmenter la quantité de fonds propres de l'entreprise. Ceci aura un effet positif sur le ratio capitaux/dettes. L'entreprise aura ainsi la possibilité d'assainir sa situation financière en remboursant une partie de ses dettes et présenter ainsi une meilleure solvabilité aux yeux du monde extérieur, notamment aux clients et aux fournisseurs. Lorsqu'une entreprise dispose d'une plus grande part de fonds propres, elle sera aussi plus crédible (en termes de capacité de remboursement) au moment de contracter des nouveaux emprunts auprès des organismes bancaires. Cela pourra également être un avantage lors d'une émission d'obligation sur le marché. Une fois introduite en bourse, le grand public a un accès plus large aux informations financières de l'entreprise et chacun peut donc se faire sa propre idée quant à la santé financière de celle-ci.

Un troisième élément positif qui peut être relevé quant à une entrée en bourse est la rigueur et le professionnalisme mis en place au sein de la société. L'introduction induit une série de contraintes en matière de transparence et de présentation de résultats qui exigent un grand niveau de professionnalisme et de rigueur dans le suivi. On va donc retrouver un vent nouveau au sein de l'entreprise en matière de structuration et de coordination interne, ce qui va souder les équipes et renforcer la gouvernance. Cela pourrait également motiver des candidats potentiels à rejoindre l'entreprise (notamment via l'introduction de rémunération

variable sous la forme de stock-options dont le sous-jacent bénéficierait d'une bien meilleure liquidité).

Enfin, une introduction en bourse induit, dans la plupart des cas, un énorme coup marketing pour l'entreprise (« buzz »). C'est d'ailleurs un des objectifs de l'entreprise en vue de convaincre les investisseurs potentiels ainsi que des clients et fournisseurs à se joindre à eux. D'autre part, certaines entreprises privées intéressent beaucoup le grand public de par le fait de leur activité. Récemment, une entrée en bourse d'une société comme Uber a fait la Une de tous les journaux car elle est ou a été l'objet de beaucoup de critiques et de commentaires, apportant un service totalement revisité par rapport à ce qui était connu auparavant et suscitant donc beaucoup d'intérêt. Durant les semaines qui précèdent ce type d'opération, fortement médiatisée, les journalistes financiers s'empressent de publier avis et analyses, ce qui aide le grand public à se forger une opinion quant à l'opportunité d'un investissement potentiel.

Une introduction peut également représenter un gage de maturité de l'entreprise en tant que tel. Avant de penser à cet événement, en général l'entreprises se développe depuis un certain temps et a déjà connu un certain nombre de tours de financement différents. Pour chaque tour de financement (qui seront développés plus loin dans ce travail), celle-ci a dû faire son introspection, mais également bien définir le chemin qu'elle désire prendre à l'avenir (projection) afin de convaincre au mieux des investisseurs potentiels. Ces réflexions multiples contribuent à faire évoluer la maturité de l'entreprise via la cristallisation de sa vision. Le terme maturité peut également se compléter par la crédibilité au vu de ce qui a été dit ci-dessus. Cette crédibilité peut être renforcée avec les partenaires (fournisseurs, clients, distributeurs...) de la société car suite à l'introduction, ces derniers peuvent acheter des parts de la société en portefeuille et dès lors aider à promouvoir son développement (Euronext & Laga 2019), mais également en tant qu'actionnaire exprimer leur souhait pour le développement futur de l'entreprise. Enfin, la bonne tenue du cours de bourse constitue pour tous les ayant droits (banques, clients, fournisseurs..) un gage de qualité qui favorise la collaboration sur le long terme.

L'ensemble des points énumérés ci-dessus font de l'introduction en bourse une évolution positive pour les entreprises, dans la plupart des cas. Les entreprises cotées sont amenées à fonctionner de manière plus professionnelle et transparente de par leur visibilité aux yeux du grand public et veillent aux conséquences potentielles sur le cours de bourse d'une mauvaise décision ou d'une communication malheureuse.

1.2 Avantages pour les actionnaires

L'introduction est tout d'abord considérée comme une meilleure valorisation de l'investissement pour les actionnaires. Ceci peut être expliqué par 4 éléments principaux.

- Les actionnaires vont pouvoir avoir un meilleur aperçu des perspectives et des risques, étant donné la meilleure perception du risque grâce aux différents outils de publication mis en place par les sociétés cotées. Ils pourront dès lors adapter leurs exigences en terme de rendement attendu.
- Comme déjà mentionné ci-dessus, les investisseurs bénéficient d'un management agissant a priori de manière plus rigoureuse et professionnelle comme l'exige la direction d'une société cotée.
- Le risque d'une décote d'illiquidité diminue nettement étant donné qu'une introduction est source de liquidité pour les titres de la société.
- L'augmentation de la part de fonds propres suite à l'introduction entraîne une amélioration des ratios financiers et donc une meilleure valorisation des titres.

Un second élément qui est mentionné dans le guide d'Euronext & Laga (2019) est la liquidité des titres. Les investisseurs qui ont participé aux premières levées de fonds vont pouvoir récupérer une partie de leur mise de départ sans mettre à mal l'équilibre de la société. Les investisseurs qui le souhaitent vont pouvoir revendre leurs parts pour diversifier leur portefeuille. Il n'est en effet pas toujours évident de trouver une porte de sortie (« exit ») pour des participations dans des entreprises non cotées.

Un élément intéressant qui peut également être relevé, est la protection des actionnaires minoritaires. L'entreprise ne sera plus en mesure de prendre des décisions qui mettraient à mal les intérêts d'une minorité d'actionnaires, au risque d'être à la une des

journaux de manière négative. La plupart des décisions prises en interne des sociétés cotées, du moins celles nécessitant l'approbation des actionnaires, sont commentées par les analystes et journalistes spécialisés. Cela est vrai pour la plupart des sociétés cotées mais certaines bénéficient de moins de visibilité et ne sont donc que rarement citées dans les médias.

Un dernier avantage qui pourrait être mentionné est le fait que grâce à une introduction en bourse, les actionnaires historiques peuvent faire appel à du capital extérieur en faisant une augmentation de capital et/ou en cédant une partie de leurs actions. Parallèlement ils pourront conserver suffisamment d'actions pour garder le contrôle de la société. En effet, l'augmentation de capital entraîne une dilution du contrôle des actionnaires préexistants. Les investisseurs ayant souscrit à l'augmentation de capital bénéficient d'un droit de vote à l'assemblée générale dont les actionnaires principaux devront tenir compte.

1.3 Avantages pour les dirigeants

Une introduction en bourse confère une forme de reconnaissance et de prestige à ses dirigeants. A l'inverse, le fait de faire partie des dirigeants d'une société cotée ouvre la voie à des critiques de la part de la communauté financière. Le marché ayant accès à une quantité importante d'informations pourrait dès lors se permettre d'émettre un jugement au niveau de la stratégie de l'entreprise. Il peut s'agir de critiques mais également de suggestions constructives que les dirigeants pourraient prendre en considération.

1.4 Inconvénients

Une introduction en bourse présente donc un grand nombre d'avantages, mais comporte également quelques inconvénients, parfois lourds de conséquence.

Le premier est l'énergie que requiert une opération de ce type. Il s'agit d'une mobilisation de nombreux acteurs internes et externes. Le management, avec l'aide des employés, doivent prévoir minutieusement toutes les étapes mais également faire appel aux bons conseillers extérieurs. Cette démarche nécessite l'aide de conseillers juridiques, d'une banque d'affaires, d'auditeurs ou encore des autorités de contrôle (la FSMA en Belgique). La coordination de tous ces acteurs doit être bien préparée pour que tout se déroule au mieux dans le timing imparti.

Le deuxième élément qui découle du premier est le coût qu'engendre la mobilisation de toutes ces équipes. Il faut également noter qu'une fois l'introduction réalisée, les levées de fonds suivantes seront nettement moins coûteuses car l'entreprise sera déjà sous le régime d'une société cotée et n'aura dès lors plus toutes les démarches préliminaires à faire. Quant au coût de l'opération, le guide Euronext & Laga (2019) l'estime entre 5 et 10% du total des fonds levés, à l'exception des très petites levées de fonds qui verraient ce pourcentage augmenter de manière importante. Il faut également noter qu'une fois la société sur le marché public, il restera une redevance à payer annuellement¹. Il faut donc payer le marché en question, les autorités de contrôle, mais surtout les obligations récurrentes d'information. Le guide d'Euronext part du principe que ces dépenses sont généralement couvertes par la disparition du risque de décote d'illiquidité² qui apparaît régulièrement pour les sociétés non cotées.

Le troisième élément découle également du précédent, ce sont les contraintes administratives et comptables. En fonction du marché choisi, un certain nombre de contraintes peuvent apparaître, notamment lors d'une introduction sur un Marché Réglementé. Celui-ci est soumis à l'adaptation des comptes aux normes IAS/IFRS. Ces normes étant très exigeantes en matière de transparence, elles peuvent avoir un impact dans la décision finale de l'introduction. L'entreprise perd en effet une certaine confidentialité stratégique.

Un élément qui peut également refroidir les dirigeants serait la perte d'une gestion flexible de la société. En effet, quand on ouvre son capital au public, on a des comptes à rendre à beaucoup plus de personnes. Les investisseurs qui achètent des actions espèrent souvent avoir un retour sur investissement rapide. Il apparaît donc plus compliqué pour les dirigeants de mener des politiques d'investissement à long terme étant donné que certains actionnaires cherchent en priorité leur retour sur investissement à court terme.

¹ Voir section : 1.3 Coût Euronext de l'introduction

² Une société non cotée peut perdre 15 à 25% de sa valeur dû à son manque de liquidité, ce qui n'arrive pas pour les sociétés cotées.

Il existe également une autre contrainte pour les dirigeants, à savoir l'obligation de déclarer toutes leurs transactions sur les actions de la société. En pratique, cela veut dire que dès lors qu'un dirigeant voudra acheter ou vendre des actions de son entreprise, il devra avertir la FSMA du nombre d'actions achetées et du prix payé. Celle-ci tient une liste reprenant toutes les transactions d'achat ou de vente des titres et la met à disposition du public sur son site web. Par ailleurs, compte tenu des informations dont le dirigeant dispose, il devra s'assurer qu'il ne dispose pas d'informations privilégiées au moment de la transaction.

En ouvrant le capital au public, les actionnaires et dirigeants ne sont pas à l'abri de certaines surprises, notamment une OPA (offre publique d'acquisition), pour autant que le capital de la société soit suffisamment réparti et que la société ne dispose pas d'actionnaires de contrôle¹. Un offrant tiers aura ainsi la possibilité de racheter l'ensemble des actions d'une société avec l'accord du conseil d'administration (OPA) ou non (OPA hostile). Cela reste une menace réelle pour les sociétés cotées. Néanmoins certaines mesures peuvent être mises en place afin de se protéger contre ce risque. Intuitivement, on pourrait dire qu'en essayant de maintenir le prix de l'action élevé, cela permettrait de décourager l'acheteur potentiel de faire son offre. Un autre élément intuitif serait de dire qu'il faut maintenir le contact avec ses principaux actionnaires afin de rester au courant de leurs objectifs et intentions dans la mesure du possible et de pouvoir anticiper certains mouvements.

1.5 Alternatives

A côté de l'introduction en bourse, il existe néanmoins d'autres moyens pour lever des fonds, poursuivre le financement d'une entreprise et ainsi assurer sa pérennité. Nous allons ici présenter quelques alternatives envisageables.

Modèle Licorne

C'est en 2013 que ce terme a été utilisé pour la première fois dans le monde des affaires. Dans cet article publié par Aileen Lee, fondatrice de Cowboy Ventures (un fond de « seed investing » qui aide les entrepreneurs à réinventer le travail et la vie quotidienne au travers de logiciels spécifiques), elle analyse les particularités qu'on décèle auprès des sociétés

¹ Voir lexique

auxquelles elle a donné le nom de licorne (Lee, 2013). Par licorne, on entend une société privée ayant une valorisation estimée à 1 milliard de dollars. Le terme provient du fait qu'il est (quasi) aussi rare de rencontrer ce type de société que de rencontrer cet animal fantastique.

On entend beaucoup parler de ce type de société. Il s'agit de sociétés qui arrivent à lever des fonds sans être introduit en bourse jusqu'à atteindre une valorisation d'un milliard d'euros. Ces sociétés ne génèrent pas toutes pour autant des bénéfices. On les retrouve souvent dans le milieu des nouvelles technologies là où la croissance peut être fulgurante.

Asset Stripping

Le modèle présenté ici n'est pas une réelle alternative à l'introduction en bourse. En effet, celui-ci est considéré comme un événement de liquidité pour les actionnaires. On pourrait également parler de stratégie d'exit. Prendre la décision d'un asset stripping est avant tout une décision au niveau stratégique et non pas au niveau financier.

L'« Asset stripping » est le processus d'achat d'une société sous-évaluée dans le but de vendre une business unit autonome afin de générer un profit pour les actionnaires (Investopedia, 2018b). Certaines entreprises sont composées de différentes business unit qui sont autonomes les unes des autres. Une autre entreprise peut décider d'acheter cette première entreprise en vendant chaque business unit individuellement. Le produit de la vente sera supérieur à la valeur initiale d'achat de l'entreprise. On dira qu'il y avait une opportunité d'« Asset Stripping ».

Ce processus peut également avoir lieu en interne de l'entreprise. Celle-ci peut avoir plusieurs business units. Le résultat de toutes ces activités vont constituer le résultat de l'entreprise. Il y a donc souvent des activités qui fonctionnent très bien et d'autres nettement moins. Lorsqu'une entreprise cherche à obtenir un financement pour une de ces activités, elle peut être amenée à décider de vendre une de ses filières. Le produit de la vente permettra dès lors de rémunérer les actionnaires et/ou financer les autres business units.

2. Les étapes classiques dans le financement d'une start-up

La vie d'une start-up peut être divisée en 5 phases principales (Smith et al., 2011), « Development stage », « Start-up stage », « Early Growth stage », « Rapid Growth stage » et enfin « Maturity stage » (voir figure 2 ci-dessous).

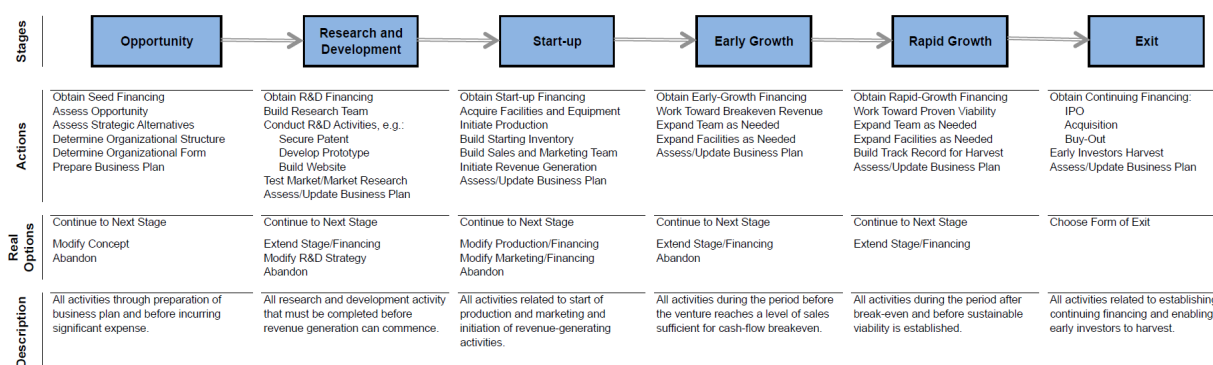


Figure 2: Les différentes étapes du financement d'une Startup. (Smith et al., 2011)

Chaque stade (voir figure 3 page suivante) représente une étape de la vie de l'entreprise et à chacune d'elles, l'entreprise a des choix propres à faire. Il s'agit de choix à propos de l'avenir de l'entreprise ou au niveau du financement. Dans notre cas, nous allons nous concentrer sur le financement à chacune de ces étapes. Le graphique ci-dessous permettra d'avoir une idée de l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat ou encore des cash-flows¹ au fil des étapes de la vie d'une entreprise depuis ses débuts.

¹ Cash-flow des frais d'exploitation après taxes et avant intérêts.

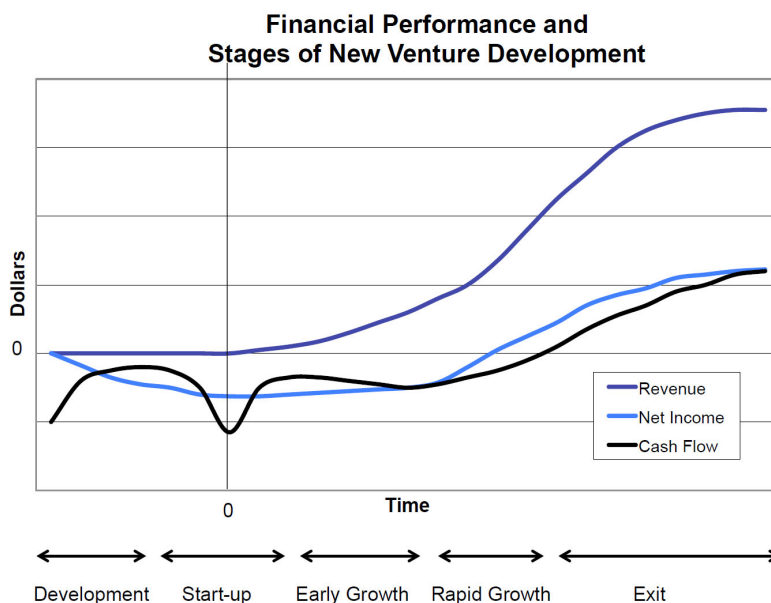


Figure 3: Evolution des indicateurs financiers au cours de la vie d'une start-up (Smith et al., 2011)

2.1 Development

A ce stade, l'entreprise n'est qu'à ses débuts et cherche encore son positionnement. Il faut encore développer le concept de base et essayer de le rendre attractif pour des investisseurs potentiels. À ce stade, les entreprises ne bénéficient pas encore d'une confiance suffisante pour accéder facilement à des financements. Il faut dès lors faire appel à ce qu'on appelle les 3F's, notamment les Family, Friends and Fools. Il s'agit de proches des fondateurs de l'entreprise qui ont confiance en ces derniers et sont prêts à investir de l'argent au risque de tout perdre. L'avantage de cette approche est que le management ne perd à priori pas le contrôle de la start-up. Il est important de noter que parfois ces start-ups peuvent également bénéficier de subsides publics (financement dit « non-dilutif ») ou encore de l'aide de structures de type « incubateurs ».

2.2 Start-up

A ce stade l'entreprise doit commencer à développer quelque chose de plus concret, avec, par exemple, les premiers prototypes. Il doivent avoir en ligne de mire les premières ventes de leur produit ou de leur service (Smith et al., 2011).

Pour accéder à cette étape, les moyens financiers vont devoir également passer à un autre niveau. Certains moyens de financement restent d'application comme les aides gouvernementales ou encore le crowdfunding, mais il faudra également faire appel à des investisseurs privés qui seront prêts à mettre plus d'argent sur la table et qui dès lors, exigeront également des rendements plus élevés. On verra également apparaître le concept de « Business Angel ». Ce sont des investisseurs privés expérimentés qui peuvent faire bénéficier les start-ups de leur expérience. Ils agissent comme des mentors et s'impliquent dès lors, dans le développement de l'entreprise. Leur présence peut se faire au sein de comités spéciaux créés pour soutenir le conseil d'administration: comité stratégique, comité d'audit ou encore comité de rémunération. Certains croient simplement en l'idée et décident d'investir en vue d'un rendement futur sans s'impliquer dans la gestion de l'entreprise au quotidien. Ces personnes investissent souvent des montants limités de l'ordre de €25.000 à €500.000 (Smith et al., 2011). Ils sont généralement là pour assurer que les entreprises soient éligibles à un financement formel extérieur ou encore faire le lien entre l'investissement familial et l'investissement par des tiers investisseurs.

L'argent récolté servira dès lors à lancer des prototypes et ensuite le produit, mais servira également à investir dans l'infrastructure et le personnel nécessaire à la mise au point et au bon déroulement des premières ventes du produit.

2.3 Early/Rapid Growth

Dans cette phase de vie de l'entreprise (la frontière entre ces 2 étapes n'est pas toujours très nette), les premières ventes ont eu lieu et le produit/service a réussi à s'implanter sur le marché. Les entrepreneurs sont donc confiants sur la suite du développement. Les levées de fonds qui vont suivre seront souvent plus conséquentes et feront donc également appel à des investisseurs disposant de moyens supplémentaires. L'entreprise aura également acquis une certaine crédibilité quant à son projet et obtiendra ainsi plus rapidement la confiance des investisseurs. Dans le cas de prêts, ils auront également déjà une base plus ou moins solide grâce aux investissements précédents et les banques seront donc plus enclin à leur prêter de l'argent à des conditions acceptables.

Une autre possibilité qui pourrait être explorée sont les fonds de « Venture Capital » ou « VC » (i.e. capital-risque). Les montants perçus par ce biais sont souvent conséquents. Dès lors, les membres du fond d'investissement désirent prendre une part active dans la gestion de l'entreprise. Cette part active se traduit par une place d'administrateur ou d'observateur au conseil d'administration (De Vos, 2019). En effet lors de la négociation entre l'entreprise visée et le « VC », des engagements sont pris afin que les investisseurs aient leur mot à dire dans la gestion (notamment toute une série de décisions stratégiques). Au plus important le financement, au plus lourdes peuvent être les contraintes.

Les différentes formes de VC

- « Venture Capital ». Le « Venture Capital » est le financement octroyé par des investisseurs aux entreprises dont un fort potentiel de croissance a été estimé à long terme. Des investisseurs aisés, des banques d'investissement ou tout autre institution financière investissent de gros montants, mais cela peut également être fait sous forme d'expertise technique et/ou de gestion. Etant donné le profil risqué du projet, les investisseurs espèrent un rendement élevé. La principale contrainte est que les investisseurs obtiennent généralement des capitaux propres dans la société et ont dès lors leur mot à dire au niveau décisionnel de la société.
- « Corporate Venture Capital ». Une variante du « Venture Capital » est le « Corporate Venture Capital », il s'agit là de grandes entreprises qui décident d'affecter une partie de leurs bénéfices à un fond qu'ils créent eux-mêmes. Ce fond servira à investir dans des sociétés en phase de développement. La tendance sera d'investir dans des sociétés qui de par leur objet seront peut-être des concurrents ou des partenaires potentiels dans les années à venir. De par leur investissement dans la société, ils pourront être au courant de ce qui se développe ainsi que prendre part aux discussions stratégiques. Cela présente néanmoins un gros inconvénient pour la start-up, amenée à partager bon nombre d'informations confidentielles et stratégiques. Mais il s'agit parfois du prix à payer pour obtenir un financement à un stade précoce de développement.

2.4 Exit

Une fois un certain stade de maturité atteint, certains investisseurs désirent récupérer tout ou partie de leur investissement de départ. Il existe alors différentes options pour parvenir à cette fin, tel qu'un « Leverage Buy-Out » (LBO) ou un « Management Buy-Out » (MBO)¹. Une autre solution envisageable est l'entrée en bourse ou « Initial Public Offering » (IPO) décrite plus haut. Notons néanmoins que l'entreprise a à priori acquis suffisamment de fonds à ce stade pour ne plus avoir besoin de financement extérieur. Elle aura suffisamment de cash-flow pour rémunérer ses investisseurs et s'autofinancer (Smith et al., 2011).

Le tableau ci-dessous (figure 4) reprend les 5 étapes de la vie d'une entreprise nouvellement créée ainsi que les méthodes de financement les plus adaptées pour chacune d'elle.

Sources of New Venture Financing					
	R&D	Start-up	Early Growth	Rapid Growth	Exit
Entrepreneur					
Friends and Family					
Angel Investors					
Corporate Strategic Partner					
Venture Capital					
Asset-Based Lender					
Venture Leasing					
Government Programs					
Trade Credit/Vendor Financing					
Factoring					
Franchising					
Commercial Bank Lending					
Mezzanine Lender					
Public Debt					
IPO					
Acquisition, LBO, MBO					

Figure 4: Type de méthode de financement utilisé en fonction de l'étape de financement de la société (Smith et al., 2011)

¹ Voir lexique pour LBO & MBO

3. Les étapes préliminaires à une entrée en bourse

L'introduction en bourse est un long processus qui ne s'improvise pas et demande l'implication de nombreux acteurs.

3.1 Décision interne

Deux organes au sein de la société ont une importance prépondérante lors d'une introduction en bourse. Le premier étant l'assemblée générale, qui est la clé maitresse du processus décisionnel. En effet, elle doit marquer son accord¹ pour que les démarches puissent être entreprises. D'une part, en approuvant la modification des statuts, car la société va faire publiquement appel à l'épargne. D'autre part, en validant l'accord des actionnaires pour toute augmentation de capital (Euronext & Laga, 2019). Le conseil d'administration, 2^{ème} organe, sera ensuite chargé du suivi de toutes les démarches nécessaires au bon déroulement de l'introduction. On parle en particulier de l'approbation du Prospectus ou encore de la nomination des conseillers externes.

Certaines décisions importantes doivent être prises préalablement à l'initiation du processus. Tout d'abord il s'agit de choisir le marché adéquat (marché Réglementé ou une autre alternative moins contraignante). Ensuite, il faudra déterminer la date à laquelle se ferait l'introduction. Il est en effet important que l'entreprise ait eu le temps de faire toutes les démarches nécessaires qui sont relativement conséquentes et requièrent souvent plusieurs mois (Euronext & Laga, 2019). Ce temps comprend la rédaction du prospectus et autres documents d'information. Il faudra également s'atteler à l'exercice de valorisation de l'entreprise et fixer le montant des capitaux à lever (et donc la part des actions que l'on met sur le marché). Il faudra également être attentif à la conjoncture boursière. Si cette dernière est en berne, il est conseillé de postposer son entrée en bourse.

¹ Selon l'article 7 :153 de la Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations (2019), pour une modification des statuts il faut la présence des associés représentant au minimum la moitié du capital social et l'augmentation doit être adoptée avec une majorité des trois quarts sans tenir comptes des abstentions au numérateur ou au dénominateur.

3.2 Conditions préliminaires

La société doit également s'adapter aux conditions requises pour une IPO. La société doit être constituée sous la forme d'une société anonyme, société à responsabilité limitée, d'une société en commandite par action ou alors d'une société européenne. Ces formes seront amenées à changer suite à la réforme du Code des Sociétés mais sont toujours en application pendant la période transitoire pour les sociétés existantes. La société ne respectant pas un de ces trois critères devra faire les adaptations en conséquence. Certaines adaptations peuvent également être faites au niveau organisationnel (structure juridique), notamment si l'entreprise en question a des filiales (le processus pouvant donc impliquer de regrouper plusieurs sociétés et/ou de se séparer de celles qui n'auraient plus leur place dans le groupe).

Il y aura également des éléments à modifier au niveau des statuts. Le code des sociétés reprend une série de règles qui doivent y apparaître (différentes selon le niveau de réglementation du marché).

Être cotée sur un Marché Réglementé induira également des contraintes supplémentaires au niveau de la comptabilité, notamment l'adoption de comptes consolidés correspondant aux normes européennes (IAS/IFRS) ou équivalentes selon les principes de la Commission Européenne. Les marchés qui ne sont pas réglementés sont libres quant à l'adoption de ces normes. Ils doivent simplement respecter les normes en vigueur dans le pays où se trouve le siège social.

3.3 Les intervenants externes

Certains choix doivent également être faits, portant notamment sur des intervenants externes (avocats, banquier d'affaires...) qui guideront l'entreprise dans les nombreuses opérations préalables à l'introduction. Des contrats doivent être signés avec ces intervenants, sur base d'estimations du coût de leurs prestations dans le cadre de ces démarches. Ces intervenants devront être en contact fréquent avec l'autorité de contrôle, ainsi que l'opérateur de marché choisi.

L'autorité de contrôle (par exemple FSMA en Belgique) en tant que telle a un rôle de surveillance à jouer. En effet, lors de la remise du Prospectus par une entreprise qui serait désireuse d'entrer en bourse, la FSMA doit contrôler le contenu réglementaire ainsi que la cohérence de celui-ci. Par la suite, elle sera également compétente pour contrôler l'information diffusée et pour protéger les droits des investisseurs.

L'opérateur de marché (dans ce cas-ci Euronext SA/NV) est un choix propre à l'entreprise, qui peut dépendre du pays d'origine de l'entreprise ou encore de la taille du marché recherché. L'opérateur est là pour accompagner l'entreprise qui désire entrer en bourse dans toutes ses démarches afin de vérifier entre autres si toutes les dispositions légales sont respectées, notamment au niveau de l'autorité de contrôle. Celui-ci s'occupera également par la suite du bon déroulement des séances de ventes de titres.

L'Agent Introduceur (pour Euronext Brussels) ou Listing Sponsor (pour Euronext Growth et Euronext Access) est un autre intervenant important. Il s'agit d'un intermédiaire financier qui est choisi par l'Emetteur pour l'aider tout au long de son opération (due diligence, sélection de partenaires, assistance à la rédaction du Prospectus, gestion des contacts avec les autorités...). L'intermédiaire peut également être un cabinet d'avocat, une société spécialisée ou un cabinet d'audit quand il s'agit d'un Listing Sponsor. L'Agent Introduceur a quant à lui une particularité, celle de devoir être un membre des marchés Euronext, contrairement au Listing Sponsor. Être membre signifie d'avoir un accès direct aux plateformes de transactions.

Des conseillers financiers couvrent ou complètent régulièrement le travail dont l'Agent Introduceur ne pourrait pas s'acquitter dans sa totalité. L'entreprise pourra également faire appel à un conseiller juridique qui l'accompagnera dans la réalisation du Prospectus, mais surtout dans la vérification de son contenu. Ces conseillers pourront également accompagner l'entreprise dans la validation de l'impact juridique qu'aurait une IPO sur toutes leurs activités/contrats en cours ainsi que dans l'adaptation des statuts de l'entreprise si cela s'avère nécessaire (avant et/ou après l'IPO). Ces modifications doivent être actées devant notaire. Dans le cadre d'une introduction sur un Marché Réglementé, il sera nécessaire de faire appel à un cabinet d'audit car le Prospectus nécessite une analyse des états financiers de

l'entreprise, qui sera accompagnée par une lettre de confort (rapport élargi à destination des intermédiaires financiers et des autorités de contrôle) pour expliquer les travaux réalisés.

Enfin, un rôle qui a toute son importance est celui du conseiller en communication. Ce rôle peut également être repris par l'Agent Introduceur et couvre la promotion de l'introduction, notamment auprès de la communauté financière tout au long de la préparation de l'IPO (voire au-delà).

4. Les différents types de valorisation pour une entreprise

Une entreprise peut être évaluée sur trois dimensions temporelles différentes: le passé, le présent et le futur. C'est pourquoi trois approches seront présentées dans cette partie du travail. L'approche patrimoniale permettra de se baser sur les performances passées de l'entreprise. L'approche actuarielle quant à elle permettra d'estimer les prévisions futures de l'entreprise et enfin l'approche comparative permettra, si possible, de jauger par rapport à des entreprises comparables qui sont déjà cotées.

Il faut être conscient que lors de l'application de ces méthodes à un cas précis, il s'agira de recouper les résultats avec une bonne dose d'esprit critique, afin de dégager le meilleur équilibre pour la (fourchette de) valorisation finale.

4.1 L'approche patrimoniale

L'actif net comptable

Cette première méthode permet de donner un aperçu de la valeur théorique de l'entreprise grâce à un calcul très simple, prenant le total de l'actif duquel on soustrait l'ensemble des dettes. En d'autres mots cela correspond aux fonds propres de l'entreprise.

$$\text{Actif net comptable} = \sum \text{actif} - \sum \text{total des dettes}$$

L'actif net corrigé

Cette seconde méthode vient mesurer l'actif de l'entreprise de manière plus précise. On prend dès lors l'actif net comptable ajusté par le montant des plus et moins-values latentes non enregistrées en comptabilité. Le but étant d'apporter plus de réalisme aux chiffres comptables de l'entreprise.

$$\text{Actif net corrigé} = \sum \text{Actif corrigé} - \sum \text{total des dettes}$$

Il s'agit de méthodes relativement simples, mais il peut être intéressant d'analyser l'évolution de ces valeurs au fil des années de l'entreprise. On pourra ainsi donner une valeur de l'entreprise si elle agit dans la continuité de ce qu'elle a fait jusqu'à présent.

4.2 L'approche actuarielle

Comme dit précédemment, cette approche va mettre en avant les perspectives futures de l'entreprise et la valeur de cette dernière dépendra donc de sa capacité à générer des flux de trésorerie futurs. On considère ici que « la valeur de l'entreprise pour un investisseur est la somme actuelle de son rendement futur (Simonet, 2007) ».

Dans la formule d'Irving-Fisher on actualise les montants futurs distribués aux investisseurs. La formule est la suivante :

$$V_0 = \sum \left(\frac{D_i}{(1+t)^i} \right) + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

- V_0 = la valeur actuelle de l'entreprise
- D = le dividende perçu pour i , de 1 à n
- V_n = le prix de revente à l'année n
- t = le taux d'actualisation

Le nombre important d'inconnues que comporte cette équation ne permet pas d'utiliser cette formule facilement. Si une inconnue est manquante, nous ne parviendrons pas à calculer la valeur exacte de la société via cette formule. Il est par exemple très difficile d'estimer à long terme le montant du dividende distribué par l'entreprise. Ceci dépendra des

conditions économiques du marché mais également des performances de l'entreprise. Il en va de même pour la valeur de revente de l'entreprise, difficile à estimer dans la grande majorité des cas de figure en termes de valeur et d'horizon.

Le modèle de Gordon Shapiro

Ce modèle, nommé d'après ses auteurs, a été élaboré en 1956 (Gordon & Shapiro, 1956) et est basé sur le modèle d'actualisation des dividendes. Il est le plus connu avec le modèle de Bates qui sera présenté ci-dessous.

Les auteurs ajoutent certaines hypothèses (ActuFinance, n.d.) restrictives à leur modèle afin d'être le plus réaliste possible dans la valorisation de l'entreprise:

- les dividendes augmentent à un taux constant (g), année après année (hypothèse de croissance perpétuelle des bénéfices)
- le pay-out ratio (taux de distribution des bénéfices) est identique tous les ans
- la période de distribution des dividendes est infinie

On obtient ainsi la valorisation de la société grâce à la formule d'actualisation des dividendes suivante:

$$V = \frac{D}{(r - g)}$$

Avec:

- V = valorisation théorique de l'action
- D = dividende de l'année retenue (généralement le dernier exercice)
- r = taux de rentabilité attendu par les actionnaires
- g = taux de croissance des bénéfices/dividendes

Il est important de noter que pour le bon fonctionnement du modèle, r doit être strictement supérieur à g .

Le g peut être calculé de différentes manières, notamment en regardant son évolution par le passé ou en se basant sur les formulations des analystes quant à son avenir. On peut illustrer cela de manière très simple, notamment en partant du principe qu'une entreprise X

veut tripler son résultat d'ici 10 ans. Les actionnaires exigent une rentabilité de 25% et le dernier dividende (« D ») a été payé pour une valeur de 15.

Nous allons commencer par calculer g et D_0 , le dividende actuel et D_1 le dividende dans 10 ans. Comme le dividende doit tripler d'ici 10 ans, on a $D_1 = 3 * D_0$.

$$D_0 * (1 + g)^{10} = D_1$$

$$g = 3^{(1/10)} - 1 = 11,61\%$$

Dès lors on peut calculer le prix théorique de l'action qui est de 74,68.

$$V = \frac{10}{(0,25 - 0,1161)} = 74,68$$

En réalité, cette méthode est souvent critiquée car elle repose sur des hypothèses trop simplistes (ActuFinance, n.d.). Premièrement, le fait que le taux de rentabilité exigé par les actionnaires soit supérieur au taux de croissance des dividendes ($r > g$) n'est pas une évidence. Ensuite, il semble peu réaliste de garantir un dividende en perpétuel augmentation tout au long de la vie de la société. De plus, au cours de la vie de la société, le capital ainsi que le nombre d'actions ne reste pas constant et nécessite dès lors de nouveaux calculs car le dividende par action est amené à évoluer. Enfin, une société agit différemment lors de la distribution de son dividende en fonction des conditions économiques. Une année de croissance amènera à priori une plus large distribution de dividendes qu'une année en demi-teinte.

Enfin, ce modèle reste soumis à la décision de distribution de dividende de la part de l'entreprise. Si celle-ci n'en distribue pas, le calcul peut se baser sur une estimation de ceux-ci. Ainsi, ce modèle apporte souvent un bon complément d'analyse à d'autres modèles existant et présentés par la suite.

Le modèle de Bates

Le modèle de Bates est également une approche de valorisation actuarielle pour les entreprises. Il est dans la lignée du modèle ci-dessus mais est plus réaliste étant donné qu'il ne tient pas compte des hypothèses contraignantes du modèle de Gordon-Shapiro, mais bien d'autres facteurs comme les bénéfices futurs ou encore le payout-ratio. Un autre avantage réside dans le fait de pouvoir diviser la période d'observation en intervalles réguliers, ce qui permet de solutionner le problème de constance des données qui était un obstacle dans le cas du modèle de Gordon-Shapiro. Cet avantage lui permet de tenir compte de l'évolution économique du marché et d'adapter concomitamment les paramètres de la formule.

Ce qui rend ce modèle si particulier est son approche comparative. On note la relation suivante: l'entreprise fait partie d'un secteur dont on connaît les données principales, notamment le Price Earning Ratio (PER), le Pay-out ratio, le taux de croissance des bénéfices sur un temps n et la rentabilité exigée par les actionnaires. L'ensemble de ces données permettent de définir le PER à l'issue de l'année n. Au-delà de cet horizon, l'information est considérée comme trop lointaine et Bates affirme que le PER du secteur et de l'entreprise peuvent se confondre. On a donc:

$$PER_{n\text{secteur}} = PER_n \text{ entreprise}$$

Avec tous ces paramètres en main, on pourra dès lors calculer la valeur de l'entreprise pour les années 1 à n. La présentation mathématique peut être vue comme suit :

$$PER \text{ entreprise} = \frac{\left(PER_n + \left[\left(\frac{\text{payout année en cours}}{0,1} \right) B \right] \right)}{A}$$

A et B sont des paramètres de calcul (leur valeur se calcule dans les tables de Bates qui sont disponibles à l'annexe 7) et sont fonction de 3 variables, le taux de croissance des bénéfices sur la période considérée, le taux de rentabilité exigé par les actionnaires et la durée n de la période.

Méthode DCF (Discounted Cash Flows)

Dans cette approche, afin de valoriser l'entreprise, on ne tient pas compte de ses bénéfices comptables, mais bien des flux de trésorerie disponibles, plus communément appelés les Free Cash Flows (FCF).

Cette méthode complète bien la méthode d'actualisation des bénéfices. Elle est notamment utilisée pour l'évaluation d'entreprises innovantes, ayant des projets à long terme et dès lors n'engrangeant pas de bénéfices au cours des premières années (l'actualisation de ceux-ci n'aurait donc pas de sens). Cette théorie préconise donc l'actualisation des flux de trésorerie, qui sont considérés comme une représentation plus réaliste du potentiel de la société et de ses perspectives futures. Ils représentent la capacité de l'entreprise à réinjecter ceux-ci dans de projets futurs.

Trois éléments sont pris en compte dans le calcul proprement dit, notamment le cash-flow initial, le coût du capital et enfin les cash flows à long terme de la société. En pratique, les FCF_i peuvent se calculer à l'aide de l'excédent brut d'exploitation:

EBE (EBITDA)

-Variation du besoin en fonds de roulement

-Variation des provisions

+/-Autres produits/charges non décaissés

= Cash-flow d'exploitation brut

-Intérêts nets payés

-Impôts

=Cash-flow net d'exploitation

-Dépenses d'investissement

=Free Cash-flow (FCF_i)

Quant aux FCF_n , le calcul est plus simple et l'on s'accorde sur un taux de croissance (g) à l'infini pour les FCF en utilisant la formule suivante:

$$FCF_n = \frac{FCF}{(t - g)}$$

En actualisant les CF à un taux au moins égal au coût du capital, on évalue le bénéfice supplémentaire généré par l'entreprise et donc son accroissement de valeur. La formule mathématique de cette méthode de valorisation par les free cash-flows est la suivante:

$$V = \sum \left(\frac{FCF_i}{(1 + t)^i} \right) + \frac{FCF_n}{(1 + t)^n}$$

- FCF_i = Free Cash-Flow de l'année i
- t = taux d'actualisation (coût moyen pondéré du capital)
- FCF_n = Free Cash-Flow de l'année n (dernière année de la période considérée)

Une fois les prévisions validées en main, il est donc possible d'estimer la valeur de l'entreprise sur base de ses perspectives futures.

Le Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation pour une entreprise donnée se calcule à l'aide de la formule du Weighted Average Cost of Capital (WACC) ou, en français, Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Celui-ci a été défini comme suit par Berk et DeMarzo (2013): la moyenne du coût des fonds propres et du coût des capitaux empruntés après impôts, pondérée par la fraction de la valeur de l'entreprise correspondant aux fonds propres et à la dette. L'actualisation des flux de trésorerie disponibles à l'aide du CMPC détermine leur valeur, en tenant compte de la déductibilité fiscale des intérêts.

On a donc la formule suivante:

$$r_{WACC} = \left(\frac{E}{E + D} \times k_E \right) + \left(\frac{D}{E + D} \times k_D \times (1 - \tau) \right)$$

- E = Montant en capital (equity)
- D = Montant de la dette (debt)
- k_E = coût du capital
- k_D = coût de la dette
- τ = taux d'imposition des sociétés

Le coût de la dette sera calculé ainsi :

$$\text{Coût de la dette} = \frac{\text{charge d'intérêt}}{\text{dette totale}} \times (1 - \tau)$$

Le coût du capital est calculé à l'aide du CAPM (Capital Asset Pricing Model) qui est la formule suivante :

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

- R_f = Taux sans risque (Risk free Rate)
- R_m = Taux du marché (Market Rate)
- β = coefficient de mesure de volatilité

Aujourd'hui le taux sans risque est autours de 0%. La différence entre R_m et R_f équivaut à la prime de risque du marché. On note également que l'impôt a un rôle important dans le calcul du WACC et certains outils permettent de diminuer la base taxable comme exposé ci-dessous.

Pour promouvoir les sociétés innovantes en Belgique, le gouvernement a décidé de mettre en œuvre certaines mesures fiscales qui sont avantageuses pour les sociétés active en Recherche & Développement (R&D). Les entreprises cherchent à protéger leurs innovations à l'aide de brevets. C'est sur cet élément précis que le gouvernement belge a décidé d'introduire une déduction fiscale. En effet les revenus générés par les innovations protégées par un brevet belge ne seront imposées qu'à 5.1% (Brantsandpatents, n.d.).

Ce modèle a été remplacé par l'innovation box mais reste valable sous certaines conditions jusqu'au 30 juin 2021. Le tableau 4 reprend ces différences.

	Patent Box	Innovation Box
Base de calcul	Revenus bruts	Revenus nets (imputation des frais de R&D)
Pourcentage déductible	80%	85%
D'autres corrections ?	L'imputation des licences payées ou des amortissements comptabilisés pour brevets acquis	Fraction Nexus (part des dépenses R&D «part » dans le dépenses R&D totales)
Fiscalement cessible ?	Non	Oui (illimité)
Autres droits de propriété intellectuelle ?	Non	Oui: droits d'obteneur pour les plantes, médicaments orphelins, exclusivité de marché et de données logiciels protégés par le droit auteur

Tableau 4: Différences entre la Patent Box et l'innovation Box (Ayming, 2019)

Limites au modèle actuariel

Comme mentionné par Bessière et Coispeau (1990), la principale difficulté dans ce type d'évaluation reste la définition du taux d'actualisation sur lequel on va se baser pour notre valorisation. Dans la plupart des cas, chaque investisseur est libre de faire varier le taux d'actualisation qu'il utilise pour valider sa décision d'investir ou non. Mais dans le cas d'une entrée en bourse le choix revient aux investisseurs en fonction de la valorisation qu'ils font de la société. En effet, vu qu'il s'agit d'un équilibre entre l'offre et la demande, les investisseurs vont estimer le prix qu'ils sont prêts à payer pour acquérir une part de l'entreprise.

Ces mêmes auteurs portent également leur attention sur l'horizon (ou la durée) d'investissement. Le taux d'actualisation représente une part du calcul, mais la durée d'actualisation a également son importance et pèse lourd dans le résultat final.

Un élément sur lequel bons nombres d'erreurs et approximations peuvent être faites réside dans la prévision des flux futurs, exercice complexe mais indispensable car il paraît incohérent de valoriser une entreprise sans faire une projection de flux sur les années à venir. Bessière et Croispeau (1990) proposent dès lors que le risque d'erreur soit incorporé dans le taux d'actualisation. Un plus grand taux d'actualisation permettra dès lors d'incorporer une part de ce risque dans ce même taux d'actualisation.

4.3 L'approche comparative

Cette approche clôturera les trois types d'approches possibles. Il va s'agir de trouver certaines sociétés qui présentent un profil similaire à celle analysée, et ce à différents niveaux. Ces méthodes paraissent intéressantes pour compléter une estimation comme celle basée sur les DCF.

L'approche comparative se base sur quelques éléments clés (ActuFinance, n.d.) pour valoriser une entreprise:

- des transactions comparables (sur quelle valorisation ont-elles été réalisées et/ou sur base de quels multiples des sociétés similaires ont-elles été cédées?)
- des sociétés présentant un profil similaire en termes de taille, marchés, risques,...
- des indices de références comme le BEL20, Eurostoxx50, ou tout autre indice représentant le secteur d'activité de l'entreprise en question
- un secteur d'activité si l'on considère que l'entreprise présente des caractéristiques représentatives d'un secteur particulier (on se basera alors sur les analyses et données de celui-ci pour évaluer la société)

L'approche par les sociétés comparables

Il sera intéressant durant notre travail de sélectionner certaines entreprises qui ont des caractéristiques en commun avec l'entreprise que nous allons analyser. On pourra ainsi faire des comparaisons et analyser les similitudes, par exemple dans l'évolution des levées de fonds. On comparera aussi les ratios de ces différentes entreprises. L'idéal est de trouver des entreprises ayant déjà été introduites en bourse pour avoir accès à un plus grand nombre d'informations. La constitution d'un « peer group » homogène sera d'une importance capitale pour crédibiliser cette approche comparative.

Le Price Earnings Ratio (PER) – Ratio Cours sur Bénéfices

Ce ratio est couramment utilisé dans le monde de la finance. Pour le calculer il suffit de prendre la valeur de l'action estimée divisée par le bénéfice net par action. Pour les sociétés cotées, cela reviendrait à prendre la capitalisation boursière divisée par le bénéfice net total.

$$PER = \frac{\text{valeur de l'action}}{\text{bénéfice par action (BPA)}}$$

Tout l'intérêt de ce ratio se situe dans le fait de pouvoir comparer le PER de l'entreprise avec le PER sectoriel ou celui du « peer group ». On va ainsi pouvoir situer l'entreprise par rapport à ses concurrents directs. Ce ratio représente en fait le délai théorique de récupération d'une mise de départ pour un investisseur. On dira dès lors que le PER d'une société est bas, que cela représente une entreprise relativement « bon marché ». Cet outil nous permet donc de juger de la valeur d'un titre sur le marché.

L'intérêt du PER s'accroît dès lors qu'il existe un PER sectoriel moyen ou celui d'un groupe de sociétés semblables. Cette valeur pourrait donc être multipliée par le bénéfice par action (BPA) de l'entreprise afin de connaître la valeur de l'action de la société en question. À long terme, le PER de l'entreprise a tendance à se confondre avec le PER sectoriel.

Il y a néanmoins certains aspects à tenir en compte dans l'utilisation de cette méthode. C'est une méthode qui est un bon complément aux autres méthodes car, isolée, elle ne donne pas une information totalement correcte sur la valeur de l'entreprise. Une utilisation exclusive de cet indice voudrait dire qu'on part du principe que le bénéfice par action de l'entreprise reste constant au fil du temps. Le climat économique et la vie de l'entreprise ne peuvent en aucun cas garantir cela. Néanmoins, cette méthode est idéale pour comparer deux entreprises à un moment donné, même si en fin de compte il s'agit uniquement d'un ratio composé de 2 valeurs, ce qui ne lui vaut qu'un apport assez pauvre selon Bessière et Coispeau (1990, p.189).

Le ratio capitalisation sur dividendes

Ce ratio est une version plus précise du ratio précédent car il prend en compte non pas le bénéfice par action, mais bien la part de ces bénéfices qui est réellement distribuée aux actionnaires (les dividendes de l'entreprise). Grâce à ce ratio, les investisseurs vont pouvoir

calculer la durée réelle de recouvrement de leur investissement. Le PER décrit plus haut est donc une variante se plaçant dans le meilleur des cas du point de vue de l'actionnaire (taux de distribution des bénéfices de 100%).

$$\text{Ratio de capitalisation sur dividendes} = \frac{\text{valeur de l'action}}{\text{dividende par action}}$$

Comme la plupart des ratios, il ne peut être utilisé isolément et vient donc en support des autres indicateurs retenus. Ici aussi, il s'agit d'une estimation au temps t car le dividende par action peut être amené à évoluer au fil du temps, parfois indépendamment de la valeur intrinsèque de l'entreprise en question.

Price to Book Ratio (PBR) – Cours sur Actif Net

Ce ratio correspond à la valeur d'une action divisée par l'actif net comptable (Clermont, 2017) par action. L'ANC peut se calculer ainsi :

$$ANC = \text{actifs réels} - \text{dettes} - \text{provisions}$$

Si ce ratio est inférieur à 1, on dit que la société est sous-évaluée car sa valorisation boursière est inférieure à sa valeur comptable. Ce phénomène est relativement rare. Il est également intéressant de comparer le PBR de cette société avec un groupe de sociétés comparables.

Multiple EBITDA

Le multiple EBITDA est un ratio financier qui compare la valeur d'une entreprise à son EBITDA annuel (qui peut être un chiffre historique ou une prévision/estimation). Ce multiple sert à déterminer la valeur d'une entreprise (son potentiel) et à la comparer ainsi aux autres entreprises similaires. Le multiple EBITDA d'une société fournit un ratio normalisé pour la comparaison de diverses sociétés présentant des structures de bilan différentes. Le ratio prend la valeur de l'entreprise et la compare au bénéfice avant intérêts, impôts, amortissements et réductions de valeurs (EBITDA) pour une période donnée.

5. La post-introduction

Une fois la société admise sur un marché, elle devient soumise à des contraintes légales. Bien évidemment, elle a du temps pour s'y adapter avant l'introduction.

5.1 Tenue de l'Assemblée Générale

Selon l'article 7 :128 §1^{er} de la Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations (2019), une société cotée doit convoquer son assemblée générale de plusieurs manières. Tout d'abord la convocation doit être publiée au Moniteur belge, ensuite elle devra aussi être publiée dans un organe de presse ayant un rayonnement national (électronique ou papier). Celle-ci doit également être publiée dans un média ayant une diffusion efficace dans l'ensemble de l'Espace économique européen et enfin sur le site web de l'entreprise. Le délai est de 30 jours avant la date de l'assemblée. Il existe certaines exceptions, notamment lorsque le quorum de présence n'a pas été atteint lors de la première assemblée. Le délai de convocation sera dès lors réduit pour la deuxième convocation.

5.2 Augmentation de capital

Une fois introduite en bourse, l'entreprise aura plus facilement accès à des fonds en vue de réaliser des augmentations de capital. Si l'augmentation n'est pas faite lors de l'introduction, cela peut être réalisé par la suite.

5.3 Information périodique et occasionnelle

La nécessité de communiquer pour une entreprise ne s'arrête pas une fois l'introduction effectuée. Après la campagne marketing et les *road shows*, l'entreprise se doit, en effet, de continuer à informer ses actionnaires de manière régulière.

Les entreprises faisant partie des marchés d'Euronext Brussels ainsi que ceux de Euronext Growth doivent mettre à disposition des rapports annuels et semestriels. Ceux-ci sont réglementés suivant les modalités imposées par la FSMA. Les entreprises présentes sur Euronext Growth bénéficient de conditions plus souples que ceux sur le Marché Réglementé.

Néanmoins, dans les deux cas, les entreprises restent libres de publier des informations supplémentaires.

Quant aux Emetteurs présents sur Euronext Access (Segment Standard), ils doivent simplement publier leurs comptes annuels sur leur site web, sous la forme qu'exige la loi. Les entreprises qui émettent sur Euronext Access + doivent ajouter à leur rapport annuel un rapport semestriel.

On remarque que les informations financières, notamment les informations qui sont réglementées, doivent être distribuées de manière spécifique via les médias et/ou le site web de l'entreprise, tandis que certaines informations doivent être transmises à l'autorité de contrôle (FSMA).

5.4 Offre publique d'acquisition (OPA)

Comme évoqué précédemment dans le point portant sur les contraintes d'entrer en bourse, cette opération éveille le risque d'OPA. Il existe deux types d'OPA: l'OPA volontaire et l'OPA obligatoire. La première se présente lorsqu'un offrant désire obtenir les titres d'une société, de manière hostile ou amicale. Celle-ci peut être lancée sous certaines conditions dès approbation reçue par la FSMA. La deuxième est donc l'OPA obligatoire. Le régulateur stipule que quand une entreprise franchit le seuil de 30% (Euronext Brussels) d'une entreprise cotée, elle est dans l'obligation d'effectuer une OPA et donc de proposer à l'ensemble des actionnaires de racheter leurs titres de l'entreprise, pour un prix fixé selon des règles précises¹. Ceci offre en quelque sorte une possibilité de liquidité rapide aux autres actionnaires. Sur Euronext Access ou Growth, ce seuil est de 50%.

Certains mécanismes peuvent évidemment être mis en place pour éviter ce phénomène ou du moins décourager ceux qui voudraient entreprendre cette action de manière hostile. Tout d'abord, si moins de 50% des actions sont sur le marché, les lanceurs d'OPA ne seront pas encouragés à l'entreprendre car ils n'auront pas le contrôle final. Dans le

¹ Le prix doit être le plus élevé des 2 propositions suivantes, à savoir le prix le plus élevé qui a été payé au cours des 12 derniers mois de transactions avant l'annonce, soit la moyenne des prix pondérés sur le plus liquide des marchés au cours des 30 derniers jours précédant l'annonce d'OPA obligatoire.

cas où l'entreprise a la possibilité de faire une augmentation de capital à l'aide de capital autorisé¹, cela va également lui permettre de partiellement se protéger d'une OPA. En effet, l'OPA est rendue plus coûteuse par l'émission de nouveaux titres sur le marché.

Un moyen qui paraît naturel, à tout le moins en théorie, est de maintenir la valeur de l'action à la valeur la plus élevée (Kutscher, 2016). Une entreprise qui est bien gérée par le management aura un cours de bourse qui reflètera la juste valeur de l'entreprise. Ceux qui voudraient lancer une OPA sur une entreprise ont souvent pour principale motivation que le management n'exploite pas toutes les ressources de l'entreprise. Le cours de bourse ne reflèterait donc pas la vraie valeur de l'entreprise. Certains pourraient également y voir une possibilité de coûts d'échelle par l'acquisition de la société cible. Une action ayant une valeur sous-estimée sera donc plus facilement la cible d'une OPA.

5.5 Obligations en matière de gouvernance

Les sociétés cotées sur Euronext Brussels doivent suivre un certain nombre de règles émanant des dispositions du Code des sociétés ainsi que du Code belge de gouvernance des entreprises, le « Code 2009² ». Ces dispositions sont vivement conseillées pour les autres marchés offerts par Euronext en Belgique, mais restent facultatives.

On trouve certaines obligations de publication, notamment le rapport détaillé des rémunérations joint au rapport de gestion. Il est également demandé de fournir une Charte de gouvernance de l'entreprise. Si une entreprise emploie plus de 500 salariés, il lui sera également demandé de joindre une déclaration non financière³ à ses publications.

¹ Voir Lexique

² Le Code 2009 participe à une logique d'autorégulation fondée sur le principe « se conformer ou expliquer » (« comply or explain ») en vertu duquel les sociétés sont censées suivre les dispositions préconisées mais ont la possibilité de déroger à une ou plusieurs de ces dispositions lorsque leurs spécificités le justifient ; dans ce cas, elles doivent exposer dans leur rapport de gestion, dans une section spéciale relative à la bonne gouvernance, les circonstances ou les raisons expliquant cette pratique divergente.

³ Voir Lexique

Un autre point de gouvernance important appliqué uniquement à Euronext Brussels est l'égalité des genres au sein du Conseil d'Administration. A partir du premier jour suivant le 6^{ème} exercice social depuis sa première entrée en bourse, l'entreprise doit présenter un ratio de minimum un tiers de chaque genre au sein de cet organe de décision.

Les Conseils d'Administration des entreprises faisant parti du Marché Réglementé doivent avoir en leur sein 3 comités. Ces comités seront là pour aiguiller ainsi que conseiller le conseil d'administration. Ceux-ci peuvent ne pas voir le jour selon certaines conditions énumérées par Euronext¹. Les comités en question sont les suivants:

- comité d'Audit
- comité de Nomination
- comité de Rémunération

Enfin certaines contraintes sont également d'application pour la rémunération des dirigeants tout comme en matière d'audit. Celles-ci s'appliquent dans ce cas-là plus au réviseur lui-même.

¹ La constitution de ces comités n'est pas obligatoire lorsque les sociétés répondent, sur une base consolidée, à au moins deux des trois critères suivants :

- nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice concerné,
- total du bilan inférieur ou égal à 43.000.000 euros,
- chiffre d'affaires net annuel inférieur ou égal à 50.000.000 euros.

Dans ce cas, les fonctions qui leur sont attribuées doivent alors être exercées par le conseil d'administration dans son ensemble, à condition que ces sociétés disposent d'au moins un administrateur indépendant et que, au cas où le président du conseil. (Euronext & Laga, 2019)

5.6 Fraudes

Selon Euronext, toute information privilégiée doit être rendue publique le plus rapidement possible. L'information privilégiée est définie par 4 critères (Euronext & Laga, 2019) qui sont les suivants:

- cette information est non publique
- elle est précise
- elle a un impact (in)direct sur un instrument financier ou sur son Emetteur
- si elle était rendue publique, elle serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui lui sont liés

Les sociétés ont également l'obligation de tenir une liste reprenant toutes les personnes ayant accès à des informations privilégiées, qui devra pouvoir être transmise à la FSMA sur demande. Ces personnes peuvent être des employés de l'entreprise, tout comme des personnes externes ayant accès aux informations privilégiées dans le cadre de leur activité.

Un autre point sur lequel la FSMA est attentive, concerne les transactions d'initiés. Les dirigeants de l'entreprise ou du moins les gens ayant un large accès à des informations privilégiées sont priés de déclarer leurs transactions boursières. Si le CFO, par exemple, d'une société cotée décide d'acheter des actions de sa société, il devra faire une déclaration auprès de la FSMA en précisant le nombre d'actions achetées et le prix. La FSMA tient un registre sur son site web qui permet de voir toutes les transactions qui ont été effectuées par les dirigeants d'entreprises cotées.

IV. Application pratique: le cas de BioMan

1. Présentation de BioMan

BioMan est une entreprise active dans le domaine des (bio)technologies. Cette entreprise a été créée par 2 entrepreneurs ayant déjà de nombreuses années d'expérience dans ce domaine en plein essor en Belgique. Hadelin Bourgouin et Jean Caillot¹ ont lancé BioMan en 2013 après déjà avoir travaillé ensemble pour d'autres projets. Hadelin Bourgouin a notamment été actif en tant que CEO dans plusieurs boîtes biotechnologiques par le passé. Jean Caillot bénéficie également d'une vingtaine d'années d'expérience dans le domaine des biotechnologies et des biotraitements. Il a notamment travaillé chez un acteur majeur de l'industrie pharmaceutique belge par le passé.

6 ans plus tard, l'entreprise emploie plus d'une centaine de personnes sur trois sites en Belgique. Le premier site est dédié au développement d'une gamme de produits biologiques ainsi qu'à l'assemblage d'équipements, le second s'occupe du développement du processus de fabrication pour d'autres types de produits biologiques et le troisième est quant à lui consacré à l'administration, mais également au développement stratégique et commercial. BioMan est également active aux Etats-Unis et en Inde. Ces sites étrangers sont des antennes commerciales pour un développement potentiel futur de l'entreprise dans ces régions.

Le conseil d'administration (qui s'appuie sur plusieurs comités comme le comité stratégique, le comité d'audit, le comité de rémunération...) est composé de 5 membres, dont les 2 fondateurs. On y trouve également 7 membres observateurs. L'équipe de management est composée de 9 membres (voir figure 5). Les équipes opérationnelles et de support composent le reste du personnel de l'entreprise.

¹ Il s'agit de noms et prénoms d'emprunts par soucis de confidentialité comme tous les autres présents au sein de ce mémoire.

Hadelin Bourgoïn (CEO)	Victor van Braam (CFO)	Dorsan Lavallée (CHRO)
Jean Caillot (CTO)	Charles Bernier (COO)	Samuel Plourde (CQO)
Max Gernet (CCO)	Damien Sennet (CLO)	Patricia King (CPO)

Figure 5: Présentation du management de BioMan (Source : Document confidentiel reçu de BioMan)

1.1 Description du business

L'entreprise développe des procédés de production innovants pour certains produits biologiques en Belgique. En effet, pour différentes raisons (notamment de prix trop élevé et/ou de quantités insuffisantes sur le marché), ces produits sont inaccessibles à une grande partie de la population mondiale. C'est dans cette fenêtre de marché que BioMan a décidé d'être active. Elle développe donc des solutions de production, considérablement plus compactes et moins coûteuses que les méthodes traditionnelles.

Aujourd'hui les premiers prototypes fonctionnent, mais bon nombre d'étapes et d'autorisations sont encore requises avant d'envisager une commercialisation à échelle industrielle. Ceci prendra encore plusieurs années.

1.2 Analyse SWOT de l'entreprise

	Forces & Opportunités (Strengths & Opportunities)	Faiblesses & Menaces (Weaknesses & Threats)
Marchés	<ul style="list-style-type: none"> - Marché robuste pour chaque Business Unit - L'innovation technologique gagne du terrain 	<ul style="list-style-type: none"> - Obligation d'obtenir une licence de l'OMS (Organisation mondiale de la santé) - Capacité d'accélérer le développement clinique - Absence certification GMP
Business model	<ul style="list-style-type: none"> - Soutien fort des leaders d'opinion clés - Mise en place d'un double business model unique - Possibilité de mettre en place des partenariats stratégiques 	<ul style="list-style-type: none"> - Gamme de produits incomplète - Stratégie de fabrication ou d'achat non définie à ce stade pour certains composants/produits

Compétition	<ul style="list-style-type: none"> - Avantage concurrentiel fort grâce à une technologie supérieure et à un déficit structurel confirmé d'offre par rapport à la demande - Pénétration accélérée du marché en raison de la réduction du cycle d'adoption de la technologie 	<ul style="list-style-type: none"> - Intensification de la concurrence sur certains segments
Processus	<ul style="list-style-type: none"> - Solide expérience des fondateurs - Processus et méthodologies établies (NPDI) - Fort moteur d'innovation - Soutien de l'écosystème belge 	<ul style="list-style-type: none"> - Capacité à attirer des talents - Manque de compétences spécifiques (clinique, réglementaire, accès au marché...)

Figure 6: Analyse SWOT de BioMan (Source : Document confidentiel reçu de BioMan)

1.3 L'évolution du capital de BioMan

BioMan a été fondée en 2013¹ comme dit précédemment. Trois membres ont ainsi apporté €63.000 comme fonds de départ. Il s'agit d'une part des 2 fondateurs encore actifs : Hadelin Bourgouin et Jean Caillot, et d'autre part de Grégoire de la Vergne, qui lui aussi a participé au lancement de la société. La première augmentation du capital a eu lieu la même année pour un montant de €387.000. Celle-ci a également été financée par ses fondateurs à hauteur de 47% chacun, le solde étant apporté par Grégoire de la Vergne. Le montant du capital est alors de €450.000.

En 2015, soit la 3^{ème} année, le capital est augmenté de €2.235.000 via l'intervention d'un Fonds de « Corporate Venture Capital » (CVC). Il s'agit là des premières actions de catégorie A émises. Auparavant, il s'agissait d'actions dites ordinaires. Le prix de chaque nouvelle action a été fixé à €20, €1 étant affecté au capital et les €19 restant à un compte de réserve indisponible nommé prime d'émission. Des obligations convertibles sont également souscrites par ce CVC pour un montant de €765.000. Un plan de warrants est également mis sur pied en vue de rémunérer certains collaborateurs.

¹ Les dates utilisées dans ce paragraphe sont les dates des actes publiés au moniteur belge.

En 2017, des investisseurs privés (essentiellement du réseau professionnel et personnel des fondateurs) accompagnent les fondateurs et participent à une augmentation de capital (extension de la précédente, via émission de nouvelles actions de catégorie A à un prix inchangé de €20) à hauteur de €3.092.500. Les obligations du CVC sont également converties en actions

Courant de l'été 2018, l'entreprise va encore bénéficier d'un apport de la part de 24 nouveaux actionnaires (institutionnels et privés) qui souscrivent 241.898 nouvelles actions de catégorie B au prix de €33 (incluant une prime d'émissions de €13 suite à une revalorisation de l'entreprise). Le capital de la société va donc augmenter d'un montant de €7.982.634 (prime d'émission incluse). Notons également que BioMan prévoit, à cette occasion, une nouvelle émission de warrants.

La dernière augmentation de capital a eu lieu en avril de cette année (2019) avec le même apport que huit mois auparavant (mêmes montants, mêmes actionnaires). Après incorporation des pertes reportées et des primes d'émission au capital, ce dernier s'élève à une valeur de €7.452.362.

Aperçu des Augmentations de Capital



Figure 7: Aperçu des augmentations de capital à l'aide de financement dilutif (Source : Document confidentiel reçu de BioMan)

1.4 Subsidés en capital et autres financements non dilutifs

À côté du financement dilutif, on trouve également une grande part de financement non dilutif. Celui-ci a été mis à disposition par 3 acteurs principaux distincts.

Le premier financement provient d'une entité régionale à hauteur de €0,5m, reçu en 2013. Le deuxième a été reçu trois ans plus tard de la part d'un acteur étranger de premier. Celui-ci a décidé de libérer un montant de \$12m pour soutenir le développement de la première preuve de concept (prototype).

Une autre association étrangère a décidé de participer à un montant de €2,3m en mai 2017. Fin 2017 on retrouve l'entité régionale belge qui accorde un financement (avance récupérable) à hauteur de €2,4m pour un programme spécifique. En 2018, la fondation étrangère décide de libérer un montant complémentaire de l'ordre de \$4m et plus récemment un montant de près de \$16m pour un second programme complet de développement.

Notons que, au contraire des subventions de la fondation étrangère, les subsides régionaux sont en réalité des avances. En effet, celles-ci doivent être remboursées dans le cas d'une commercialisation fructueuse de la recherche financée. Si l'entreprise décide de ne pas poursuivre la commercialisation, elle s'engage à céder tous les droits intellectuels provenant de la recherche en question.



Figure 8: Aperçu des subsides reçus au fil des ans (Source : Document confidentiel reçu de BioMan)

2. Présentation de l'introduction en bourse

2.1 Composition de l'actionnariat

Au 31 décembre 2018 (date des derniers comptes annuels déposés) nous dénombrons 45 actionnaires différents, particuliers, sociétés ou fonds institutionnels. Notons qu'une nouvelle augmentation de capital a eu lieu en avril 2019, comme indiqué ci-dessus. Cette dernière opération ne change pas le nombre d'actionnaires, mais bien la manière dont sont réparties les actions entre catégories d'actionnaires. On notera que la part des fondateurs diminue au profit des investisseurs institutionnels. Cela s'explique principalement par le montant des levées de fonds.

Définissons maintenant les termes employés. On nomme « Founders » Hadelin Bourguin, Jean Caillot et Grégoire de la Vergne. Tandis que « Investment Fund » est un terme représentant les investisseurs institutionnels. Enfin, on retrouve le terme « Private Investor » qui représente tous les particuliers qui ont décidé, à titre personnel, d'investir dans BioMan.

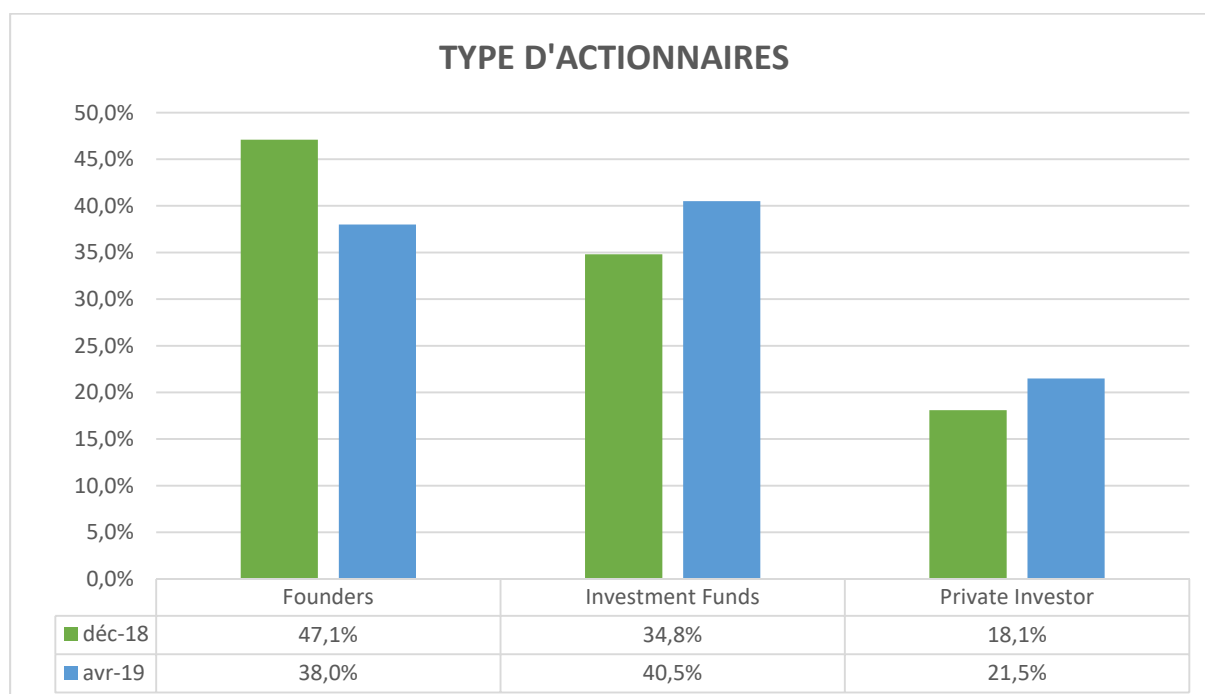


Figure 9: Répartition du capital entre actionnaires en fonction de leur type (Source : Document confidentiel reçu de BioMan)

2.2 Objectif et préparation de l'introduction.

On constate que les premières motivations pour une entreprise pour entrer en bourse sont de l'ordre financier. L'introduction permet à l'entreprise d'accéder plus facilement à des fonds, mais apporte également de la liquidité aux actionnaires existants. La vente d'actions pour les sociétés non cotées est liée à plusieurs contraintes administratives, mais aussi au fait de trouver la bonne valorisation de la société, ce qui peut compliquer ces opérations de sortie. Un autre élément qui pourrait être mis en avant est la visibilité qu'offre une introduction en bourse pour les entreprises. N'oublions pas que l'objectif premier dans ce cas-ci reste évidemment l'accès aisé à des fonds pour l'entreprise en vue de financer ses projets.

L'entreprise note évidemment les contreparties de cette introduction en termes de perte de confidentialité et de risques liés à un effritement de contrôle de l'entreprise. Ces éléments expliquent d'ailleurs pourquoi certaines entreprises ne désirent pas rentrer en bourse, ou à tout le moins retardent cette décision.

3. Comparaison des marchés Euronext Brussels et Nasdaq

La présentation ci-avant de ces deux places boursières, souligne quelques similitudes, mais aussi quelques différences. En effet, que ce soit sur le Nasdaq ou sur Euronext Brussels on dénombre des sous-marchés différents, du point de vue de la taille et de leur contrainte. Du côté d'Euronext on a le marché d'« Euronext Access », « Euronext Growth » et puis le Marché Réglementé. Ces marchés offrent des alternatives aux entreprises en fonction de la taille de l'introduction et les contraintes engendrées. On remarque le même phénomène du côté du Nasdaq avec le « Nasdaq Capital Market », le « Nasdaq Global Market » et enfin le « Nasdaq Global Select Market ». Dans ce cas précis, les mêmes règles en matière de gouvernance sont exigées, c'est du point de vue des exigences financières et de liquidité qu'elles se distinguent.

Des informations complémentaires ont été recueillies auprès d'un banquier d'affaires (De Vos, 2019) pour deux points précis. Le premier était de savoir si les entreprises commençaient régulièrement leur introduction par un plus petit marché comme « Euronext Growth » pour évoluer après quelques temps vers le Marché Réglementé. Notre expert nous

a affirmé que ce pallier n'était pas du tout courant en Belgique et que le marché d' « Euronext Growth » n'avait pas du tout rencontré le succès voulu. En effet on ne trouve que 10 sociétés sur le marché d' « Euronext Growth Brussels » et 7 sociétés sur le marché d' « Euronext Access Brussels » (Euronext, 2019a). Quand on regarde du côté français, les plus petits marchés ont, par contre, eu du succès mais cela s'explique plus par certaines dispositions fiscales avantageuses mises en place par le gouvernement.

L'autre point évoqué avec notre interlocuteur (De Vos, 2019) porte sur les raisons qui motivent les sociétés belges à s'introduire en bourse sur le Nasdaq. Pour lui, la principale raison qui peut être invoquée est d'être cotée parmi ses pairs. Certaines entreprises dans un secteur particulier (les biotechs, ainsi que les sociétés technologiques) cherchent à être sur un marché similaire que leurs pairs afin de bénéficier du même type d'analyse et de valorisation que les autres. Ceci n'est pas impossible si l'entreprise est cotée sur Euronext, mais cela rend la chose en tous cas moins intuitive. « On trouvera toujours des analystes qui feront le lien entre les deux marchés » nous a-t-il assuré.

La situation qu'on observe le plus souvent pour les sociétés belges est une première cotation sur Euronext et le pas vers le Nasdaq quelques années plus tard. Il faut quand même noter que cela rend le travail de reporting extrêmement lourd et qu'il est indispensable d'avoir déjà acquis une certaine taille pour entreprendre ces démarches.

On a également posé la question de savoir si certaines entreprises, une fois la deuxième cotation acquise sur le Nasdaq, essayaient de mettre fin à la cotation sur Euronext. Monsieur De Vos nous a répondu que cette démarche était compliquée car le régulateur de marché (la FSMA dans le cas présent) n'acceptait pas la chose aisément, et ce en vue de protéger le petit porteur. La situation serait également compliquée d'un point de vue technique pour le transfert des titres d'un marché à l'autre.

4. Analyse financière de BioMan

Regardons à présent de plus près la situation financière actuelle de l'entreprise. Nous disposons des comptes annuels BNB¹ de 2013 à 2017 et des comptes 2018 mis à disposition par la société. Ces comptes ont été certifié par un cabinet d'audit.

Dans cette section nous analysons les différentes parties du bilan pour bien comprendre la santé financière de l'entreprise et son évolution depuis ses débuts. Le bilan et le compte de résultat sont repris dans à l'annexe 8.

4.1 Restructuration de l'actif

Actifs Immobilisés

<i>(en millier d'euros)</i>	2018	2017	2016	2015	2014
ACTIFS IMMOBILISES	8.766,60	3.332,51	1.397,09	964,16	317,58
<i>Immo Incorporelles</i>	5.560,40	2.400,20	1.009,82	596,09	291,15
<i>Immo Corporelles</i>	3.132,04	899,40	353,85	344,06	21,54
<i>Immo Financières</i>	74,16	32,91	33,43	24,01	4,89

Tableau 5: Détail des comptes annuels: actifs immobilisés (Source: BNB)

Pour les actifs immobilisés (tableau 5), on constate une augmentation considérable des immobilisations incorporelles. En effet, son montant a quasi doublé tous les ans. Ces montants proviennent de la capitalisation des dépenses de recherche et développement de l'entreprise.

Quant aux immobilisations corporelles, on constate une nette augmentation en 2018. La société a, en effet, investi dans l'aménagement de locaux et l'acquisition d'équipements.

Enfin pour les immobilisations financières, elles sont relativement négligeables par rapport au reste. Elle proviennent de garanties bancaires essentiellement.

¹ Banque National de Belgique

Actifs Circulants

(en millier d'euros)	2018	2017	2016	2015	2014
Actifs Circulants	13.138,28	8.558,11	12.424,33	1.728,82	215,72
Créances à plus d'un an	3.858,67	0,00	0,00	0,00	0,00
Stocks	535,95	165,41	172,98	178,69	0,00
Créances à un an au plus	3.930,40	3.447,33	7.664,06	1.050,69	194,06
Valeurs Disponibles	2.106,70	1.942,92	3.123,38	495,98	21,67
Compte de régularisation	2.706,56	3.002,45	1.463,91	3,46	0,00

Tableau 6: Détail des comptes annuels : actifs circulants (Source: BNB)

Dans ce tableau 6 on trouve les actifs circulants, et notamment la trésorerie de l'entreprise qui sera discutée plus loin dans ce travail.

La chose principale que l'on constate est l'apparition d'une créance à plus d'un an qui n'était pas présente pendant les années antérieures et qui correspond à la part des subsides régionaux non encore libérée.

Une portion importante du poste de compte de régularisation est liée à la prise en charge différée de prestations effectuées par certains sous-traitants à qui des acomptes sont versés.

Total actif

(en millier d'euros)	2018	2017	2016	2015	2014
TOTAL DE L'ACTIF	21.904,88	11.890,62	13.821,42	2.692,98	533,30

Tableau 7: Détail des comptes annuels : total actif (Source: BNB)

En analysant l'évolution de l'actif de l'entreprise BioMan (tableau 7), on constate qu'elle est en lien avec le développement progressif de celle-ci.

4.2 Restructuration du passif

Capitaux permanents

<i>(en millier d'euros)</i>	2018	2017	2016	2015	2014
Capitaux Propres	6.972,72	1.487,22	(576,00)	1.376,17	(150,31)
<i>Capital</i>	3.692,68	1.624,09	561,80	561,80	450,00
<i>Primes d'émission</i>	3.144,67	0,00	2.123,20	2.123,20	0,00
<i>Bénéfice/Perte reportée</i>	(7.367,63)	(2.179,31)	(3.501,26)	(1.654,89)	(616,23)
<i>Subside en capital</i>	7.457,99	2.042,44	240,26	346,06	15,93
Provision & Impôts différés	10,72	29,45	35,90	40,00	0,00
Dettes à plus d'un an	3.483,86	1.143,19	1.163,18	771,00	0,00

Tableau 8: Détail des comptes annuels : capitaux permanents (Source: BNB)

Le capital évolue (tableau 8) au fil des augmentations de capital (et réductions via apurement des pertes reportées) comme discuté précédemment dans ce travail. A la fin de l'année 2019, on devrait trouver une valeur de €7.452.362,25.

On constate également que le montant de la perte augmente significativement d'année en année, en ligne avec le stade de développement de la société et nettement compensé par les subsides en capital et autres subventions. Ceci permet aux capitaux propres d'augmenter progressivement.

Les capitaux permanents sont la somme des capitaux propres, des provisions & impôts différés ainsi que la dette à plus d'un an. On constate que le montant des emprunts est en nette augmentation, ce qui s'explique par des financements bancaires (prêts à l'investissement et leasing) en support à l'installation de nouveaux locaux et à l'achat d'équipements.

Dettes à court terme

(en millier d'euros)	2018	2017	2016	2015	2014
Dettes à un an au plus	3.605,23	1.628,62	1.490,87	504,11	683,60
Dettes à plus d'un an échéant dans l'année	704,16	105,45	68,19	0,00	0,00
Dettes commerciales	1.989,07	1.137,74	1.039,42	470,34	288,78
Dette fiscale, sociale et salariale	907,60	379,98	177,76	29,32	0,29
Autres dettes	4,41	5,44	205,50	4,45	394,53
Comptes de régularisation	7.922,35	7.602,14	11.707,47	1,70	0,00

Tableau 9: Détail des comptes annuels : dettes à court terme (Source: BNB)

On constate (tableau 9) un début de dette commerciale qui semble logique car on verra plus loin que le chiffre d'affaires a commencé à augmenter.

L'essentiel du poste de compte de régularisation est lié à la comptabilisation d'un revenu différé. Celui-ci est destiné à la reconnaissance progressive du produit des subventions non remboursables, au fil de la vie des projets financés.

Total passif

(en millier d'euros)	2018	2017	2016	2015	2014
TOTAL DU PASSIF	21.904,88	11.890,62	13.821,42	2.692,98	533,30

Tableau 10: Détail des comptes annuels : total passif (Source: BNB)

4.3 Restructuration du compte de résultats

(en millier d'euros)	2018	2017	2016	2015	2014
Ventes & Prestations	9.106,75	6.818,62	1.501,27	1.236,81	197,54
Coût des Ventes et Prestations	16.689,50	10.938,31	3.322,62	2.277,37	429,30
Bénéfice (Perte) d'exploitation	(7.582,75)	(4.119,69)	(1.821,35)	(1.040,56)	(231,77)

Tableau 11: Détail des comptes annuels : compte de résultat partie I (Source: BNB)

Les ventes et prestations de l'entreprise se développent (tableau 11), mais bien entendu de façon largement insuffisante pour compenser le montant des dépenses

nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise. Nous allons ainsi regarder comment sont composées les ventes et prestations de BioMan.

<i>(en millier d'euros)</i>	2018	2017	2016	2015	2014
Ventes & Prestations	9.106,75	6.818,62	1.501,27	1.236,81	197,54
<i>Chiffre d'affaires</i>	1.173,32	922,62	928,59	854,79	180,85
<i>Production immobilisée</i>	4.148,16	1.838,75	306,94	131,54	0,00
<i>Autres produits d'exploitation</i>	3.762,23	4.025,91	265,73	250,48	16,68
<i>Produit d'exploitation non récurrents</i>	23,04	31,35	0,00	0,00	0,00

Tableau 12: Détail des comptes annuels: compte de résultat partie II (Source: BNB)

On voit ici nettement les débuts de croissance du chiffre d'affaires (tableau 12). La production immobilisée est également en nette augmentation, en lien avec la capitalisation des dépenses de recherche et de développement. Les autres produits d'exploitation reflètent la reconnaissance progressive du produit des subventions non remboursables, au fil de la vie des projets financés.

<i>(en millier d'euros)</i>	2018	2017	2016	2015	2014
Coût des Ventes et Prestations	16.689,50	10.938,31	3.322,62	2.277,37	429,30
<i>Approvisionnement et marchandise</i>	4.983,96	4.710,89	499,93	248,39	0,10
<i>Service et bien divers</i>	6.106,96	3.026,89	1.372,65	1.061,19	387,13
<i>Rémunérations</i>	3.983,84	2.166,60	671,64	279,07	0,00
<i>Amortissement Incorporel</i>	1.220,06	744,02	318,23	216,04	26,23
<i>Amortissement Corporel</i>	407,60	292,03	127,18	96,44	15,40
<i>Réduction de Valeur sur stocks</i>	0,00	0,00	335,81	335,81	0,00
<i>Provision pour Risques & Charges</i>	-18,73	-6,45	-4,10	40,00	0,00
<i>Autres charges d'exploitation</i>	5,81	4,34	1,27	0,44	0,44

Tableau 13: Détail des comptes annuels: compte de résultat partie III (Source: BNB)

Etant donné l'augmentation des ventes et prestations et de l'activité de recherche et développement, les approvisionnements augmentent avec la croissance de l'entreprise. Le graphique suivant (figure 10) nous permet de comparer ces tendances au fil des ans. La tendance est en effet confirmée.

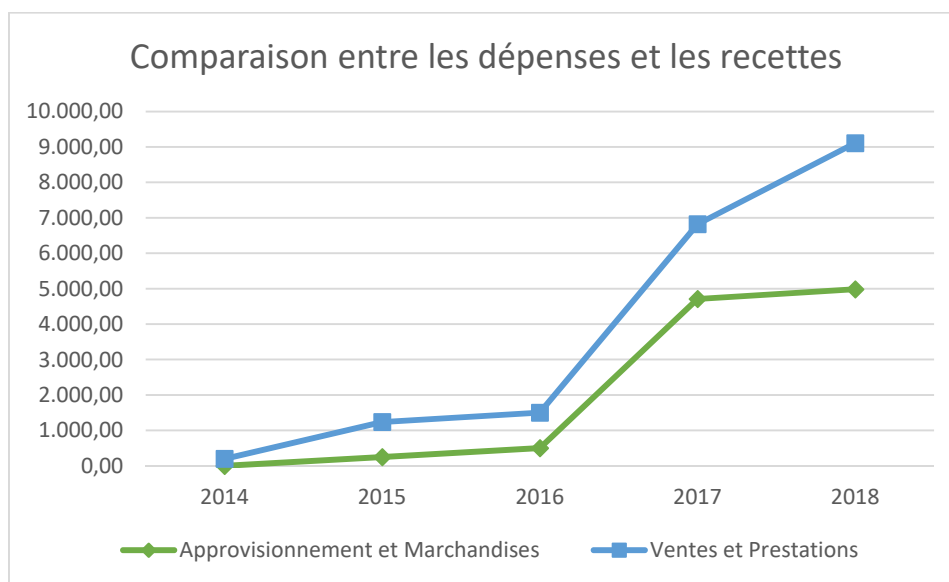


Figure 10: Comparaison entre les dépenses et les recettes de BioMan (Source : Document confidentiel reçu de BioMan)

Une autre conséquence du développement de l'entreprise est l'augmentation des services et bien divers ainsi que la rémunération du personnel de manière proportionnelle (figure 11)

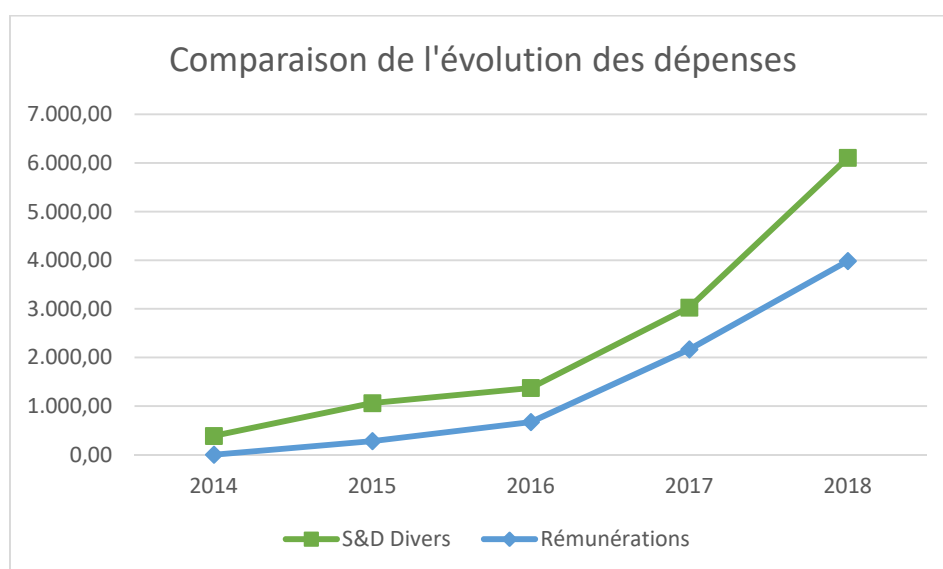


Figure 11: Comparaison de l'évolution des dépenses de BioMan (Source : Document confidentiel reçu de BioMan)

4.4 Equilibre Ressource-Emploi

Il est intéressant d'analyser comment l'entreprise se finance d'une année à l'autre et comment elle consomme ce financement. C'est pour cela que nous analysons ici l'équilibre ressource-emploi présenté ci-dessous (tableau 14). Le total emploi représente le montant consommé dans divers postes comme le besoin en fond de roulement (BFR), les cash-flows ou encore les charges en recherche et développement (R&D) activées. Etant donné que le résultat de l'exercice de BioMan est négatif, il se retrouve également dans les emplois (si celui-ci était positif, on le retrouverait dans les ressources). Le BFR quant à lui, est composé de toutes les variations entre les années n et $n-1$, au niveau des créances, des dettes commerciales ou fiscales ou encore du stock. Le troisième élément qui compose le total emploi sont les investissements. Ces investissements sont en réalité des charges de R&D qui ont été activées.

Le total ressource représente, quant à lui, la source des financements. On note ici que la majorité des financements proviennent des augmentations de capital ainsi que des subsides obtenus. Les emprunts permettent d'équilibrer le reste.

On retrouve la somme de l'équilibre au bas du tableau, celui-ci représente la différence en trésorerie d'une année à l'autre. On constate qu'au cours de la dernière année on a augmenté le coussin de trésorerie, au contraire de l'année précédente. Ceci est en ligne avec le développement de l'entreprise qui consomme, de manière récurrente, de plus en plus de valeurs disponibles au fil du temps. Ce calcul est indispensable pour pouvoir estimer le temps que la société peut encore poursuivre ses activités avant de devoir faire à nouveau appel à du financement.

Cash flow statement	2018	2017	2016	2015	2014
Résultat de l'exercice	-7.957.686	-3.596.461	-1.846.370	-1.038.656	-228.571
Amortissement	1.627.666	1.036.046	445.412	312.481	41.635
Provision	-18.733	-6.451	-4.100	40.000	0
Cash flow	-6.348.753	-2.566.866	-1.405.058	-686.175	-186.936
BFR					
Créances à plus d'un an	-3.858.668	0	0	0	0
Stockage	-370.539	7.573	5.712	-178.692	0
Créances à < 1 an	-483.069	4.216.730	-6.613.376	-856.633	-144.772
Cpte de régul.actif	295.887	-1.538.546	-1.460.445	-3.460	0
Cpte de régul.passif	320.208	-4.105.326	11.705.768	1.698	0
Dettes commerciales (fournisse	851.325	98.329	569.080	181.559	165.097
Dette fiscale, sociale et salaria	527.615	202.220	148.444	29.027	293
Autres dettes	-1.036	-200.056	201.049	-390.083	393.852
Investissement en BFR	-2.718.277	-1.319.076	4.556.232	-1.216.584	414.470
Investissement					
Investissement Incorporel	-4.380.257	-2.134.407	-731.964	-520.979	-234.031
Investissement Corporel	-2.640.240	-837.581	-136.967	-418.964	-35.279
Investiss. Immob. Fin.	-41.256	523	-9.416	-19.120	-4.892
Montant Investi	-7.061.753	-2.971.465	-878.347	-959.063	-274.202
TOTAL EMPLOIS	-16.128.783	-6.857.407	2.272.827	-2.861.822	-46.668
Capitaux propres					
Augmentation de capital	7.982.634	3.857.500	0	2.235.000	0
Subsides en capital	5.415.555	1.802.179	-105.801	330.133	15.928
Capitaux propres & assim.	13.398.189	5.659.679	-105.801	2.565.133	15.928
Dettes L.T.					
Dettes à plus d'un an	2.295.670	-19.988	392.182	771.000	0
Dettes à plus d'un an échéant dans l'année	598.709	37.255	68.192	0	0
Financement L.T.	2.894.379	17.267	460.374	771.000	0
TOTAL RESSOURCES	16.292.568	5.676.946	354.573	3.336.133	15.928
Variation de trésorerie	163.785	-1.180.461	2.627.400	474.311	-30.740
Trésorerie dispo début d'année	1.942.916	3.123.377	495.977	21.666	52.406
<u>Trésorerie dispo fin d'année</u>	<u>2.106.701</u>	<u>1.942.916</u>	<u>3.123.377</u>	<u>495.977</u>	<u>21.666</u>
Différence	163.785	-1.180.461	2.627.400	474.311	-30.740

Tableau 14: Equilibre ressource-emploi établi sur bases des comptes annuels de 2013 à 2018

5. Analyse de l'entreprise

Dans cette partie nous allons essayer de mettre en forme les informations que nous avons pu rassembler jusqu'ici. Nous évaluerons alors quelles sont les premières analyses que nous pourrions réaliser, le business restant incertain et n'ayant pas encore atteint un seuil de maturité suffisant.

On notera tout d'abord le positionnement de la société sur le marché. Cela permettra de défendre les arguments qualitatifs auprès d'investisseurs intéressés. Il s'agit donc d'une analyse qualitative qui devra néanmoins être appuyée par l'analyse quantitative par la suite.

Ensuite ce sera au taux d'actualisation d'être discuté. Celui-ci pourra nous donner une première approche quant à la valorisation de l'entreprise à l'aide de l'analyse de sensibilité qui a été faite. En effet, suite au prévisionnel sur 10 ans mis à disposition par le management de l'entreprise, on peut estimer la Valeur Actualisée Nette de l'entreprise à l'aide de certaines hypothèses. Un prévisionnel sur un horizon de 10 ans et plus reste malgré tout incertain. Les prévisions sont logiquement plus fiables sur un horizon de 3 ans.

Il faut également noter que l'entreprise a encore besoin d'évoluer avant de pouvoir être suffisamment mature pour envisager une potentielle entrée en bourse. Cet aspect sera analysé à l'aide d'une « gap analysis ». Pendant cette période transitoire, la société continuera à se développer au gré des levées de fonds, des levées de subsides et autres sources de financement.

5.1 Positionnement

Bon nombre de calculs de valorisation tout comme des analyses se basent sur un ensemble de comparables propres à l'entreprise BioMan. Après discussion avec le management, il a été reconnu que l'ensemble des comparables n'est pas facile à établir. Monsieur De Vos (2019, part II) nous a ainsi suggéré de décrire le groupe de comparables. Il s'agit donc de décrire le positionnement de l'entreprise sur le marché sur base de plusieurs facteurs. On pourrait analyser le marché avec le positionnement de l'entreprise, sa technologie, les marges pratiquées et ses prévisions de revenu. BioMan est une société active

dans le domaine biotechnologique. Celle-ci met au point une technologie particulière, à savoir un procédé de production innovant pour des produits biotechnologiques permettant d'opérer à des coûts nettement moindres. L'unité de production aura donc un coût d'utilisation très faible et le prix de cette unité sera également très intéressant. Il y a réellement de la place sur le marché car les unités de production traditionnelles n'arrivent pas à répondre à la demande actuelle. Cette analyse pourrait faire l'objet d'une étude en tant que telle et nous ne l'élaborerons pas plus avant dans ce travail.

5.2 Le taux d'actualisation

Comme énoncé dans la théorie, afin d'avoir un taux d'actualisation pertinent en vue de faire une DCF, la règle est en général de prendre le WACC. Dans ce type de d'entreprise, on pourrait dire que l'utilisation du WACC n'est pas forcément pertinente. On aurait plutôt tendance à utiliser simplement le « cost of equity ». Cela peut s'expliquer par le fait que la mentalité actuelle de l'entreprise est de lever du cash en promettant certains milestones aux investisseurs dans un délai raisonnable. Si ce milestone est atteint, l'entreprise pourra ainsi faire à nouveau appel aux investisseurs pour un nouveau round de financement. Dans le cas de BioMan, l'entreprise fait également beaucoup appel à des subsides et par moment aussi à de la dette. Ceci pourrait donc nous pousser à utiliser le WACC¹.

Certains, dont notamment Monsieur De Vos (2019, part II) dirait qu'il est préférable de se limiter au « cost of equity » tant que la société n'a pas atteint un certain seuil de maturité. Le WACC est là pour les sociétés qui sont stables et qui cherchent à structurer durablement leur modèle de financement. De plus, celui-ci, a moins d'intérêt pour les sociétés encore déficitaires.

Dans le prévisionnel qui a été fourni par BioMan, un taux d'actualisation différent a été utilisé pour chacune des 3 BU (business units). Cette méthode de calcul peut être utilisée en interne, mais est moins pertinente pour être présentée à des investisseurs (De Vos, 2019

¹ Pour le calcul du WACC dans leur prévisionnel, l'entreprise utilise un coût du capital très élevé de 35%. C'est ce qui nous pousse à utiliser le « cost of equity » parce que in fine le taux d'actualisation pratiqué est le même dans les deux cas (à savoir entre 15 et 20%).

part II). En effet, ceux-ci n'ont généralement pas le choix d'investir dans une business unit en particulier, ce qui les intéresse sera donc le WACC global. Toutefois, cette hypothèse de différenciation de WACC a du sens si à terme l'entreprise pense à filialiser ses activités. C'est envisageable dans le cas de BioMan.

Le management a défini un WACC de 19,7%. Pour analyser l'impact de celui-ci nous avons décidé de procéder à une analyse de sensibilité. Celle-ci est décrite dans le point suivant.

Avant d'attaquer ce point, jetons un œil sur le prévisionnel fourni par le management de BioMan (annexe 10). Les hypothèses qui y ont été retenues sont un WACC de 19,7% et un taux de croissance de 8,3%. L'analyse de sensibilité au point suivant portera sur les variations de celles-ci.

La première chose que l'on remarque est la durée qu'il faut pour obtenir un « operating result » positif (2025). Dans la lignée, les premiers cash-flows positifs liés aux activités d'exploitation apparaissent en 2024. Les investissements quant à eux ne diminuent significativement qu'à partir de 2026 et représentent surtout les frais de R&D qui sont activés comme actifs intangibles (notamment les essais cliniques préalables à la commercialisation des produits biologiques).

Pour le calcul de la Valeur Actualisée Nette (VAN) du projet, les FCFs sont actualisés et additionnés. Le calcul est détaillé jusqu'en 2028. Après cette date, le management a fait une hypothèse de valeur sur un horizon infini en calculant sa valeur avec un taux de croissance de 8,3% (valeur terminale). Avec ces hypothèses on obtient une valeur pour l'horizon de €3,48Md qui, une fois actualisée, s'élèvera à €716m. Le projet ayant une VAN de €693m, on constate que cette valeur d'horizon représente plus de 100% de la VAN finale. C'est un élément important à prendre en compte, mais justifié dû au temps nécessaire au développement d'un produit avant que la première dose ne puisse être commercialisée.

Analyse de Sensibilité

Dans cette partie, nous allons procéder à une analyse de sensibilité sur le prévisionnel que la société BioMan nous a procuré. Il s'agit là d'un modèle assez complexe pour essayer de calculer la Valeur Actualisée Nette (VAN) de l'entreprise sur un horizon infini. Le modèle est détaillé de l'année 0 (2019) à l'année 9 (2028) et ensuite une hypothèse est faite sur la valeur à l'horizon.

L'analyse de sensibilité est basée sur 3 facteurs différents qui semblent pertinents:

- Le premier est le coût du capital utilisé, celui-ci prendra trois valeurs différentes (15% - 17,5% - 20%). Les trois tableaux ci-dessous représentent ces évolutions. Suite aux discussions avec Monsieur De Vos, celui-ci nous a suggéré un « cost of equity » compris dans l'intervalle 15-20%, propre au secteur des biotechnologies.
- Le deuxième facteur sur lequel on prêtera attention est le taux de croissance utilisé pour le calcul de la valeur de l'horizon. En effet, pour le calcul, la société utilise la valeur en année 9 et celle-ci est multipliée par $(1+g)/(K_e-g)$. Ce calcul permettra d'actualiser la valeur de l'horizon à l'année 9. Pour l'analyse, nous avons décidé de nous concentrer sur quatre taux de croissance différents qui varient de 4 à 10%.
- Enfin dans le tableau initial de calcul, suivant les prévisions établies par le management, on peut calculer l'Operating Margin (OM) sur les 4 dernières années. Les OM des années 8 et 9 nous semblent relativement élevées, nous avons décidé d'analyser la diminution de ces 2 valeurs par un pourcentage constant. L'hypothèse a été prise de voir l'impact avec une diminution de 15%, 10%, 5% et 0%.

Ces trois hypothèses prises permettent d'obtenir les trois tableaux suivants. Les pourcentages établis représentent l'impact entre deux valeurs. La formule du pourcentage $(V_1-V_0)/V_0$ a été appliquée verticalement et horizontalement au niveau des tableaux.

Baisse d'OM sur les années 8 et 9

Ke = 15%		-15%	-10%	-5%	0%			
Taux de croissance à l'infini	4%	433.578	19,7%	519.161	16,5%	604.743	14,2%	690.325
		26,8%		25,7%		24,8%		24,2%
	6%	549.976	18,6%	652.390	15,7%	754.805	13,6%	857.220
		33,3%		32,1%		31,2%		30,6%
	8%	732.886	17,6%	861.751	15,0%	990.617	13,0%	1.119.483
		44,9%		43,7%		42,8%		42,2%
10%	1.062.123	16,6%	1.238.601	14,2%	1.415.079	12,5%	1.591.557	

Tableau 15: Analyse de Sensibilité ayant pour hypothèse Ke = 15%

Dans ce premier tableau (tableau 15) on a donc fait l'hypothèse que le coût du capital s'élève à 15%. On constate qu'avec un taux de croissance et une OM relativement faible, la VAN reste largement positive. Ce constat est non-négligeable compte tenu des investissements très significatifs consentis durant la période de développement. D'ailleurs, dû au faible coût du capital utilisé, le tableau ci-dessus présente des VAN plus élevées que les tableaux ci-dessous avec un Ke de 17,5 et 20%. En partant d'un Ke de 15%, la valorisation a une grande sensibilité (approximativement proportionnelle) au taux de croissance. Par ailleurs, une diminution de l'OM de 15% fait baisser la VAN de 33 à 37%. La sensibilité est donc élevée et plus de deux fois proportionnelle à la diminution de l'OM. Une diminution de 10% de l'OM sur les années 8 et 9 du prévisionnel entraîne une diminution de 25% de la VAN (sous l'hypothèse de $g = 4\%$).

Baisse d'OM sur les années 8 et 9

Ke = 17,5%		-15%	-10%	-5%	0%			
Taux de croissance à l'infini	4%	332.149	21,1%	402.167	17,4%	472.185	14,8%	542.202
		22,8%		21,6%		20,7%		20,1%
	6%	407.987	19,8%	488.972	16,6%	569.957	14,2%	650.942
		26,4%		25,2%		24,4%		23,7%
	8%	515.757	18,7%	612.326	15,8%	708.896	13,6%	805.466
		32,0%		30,9%		30,1%		29,4%
10%	681.003	17,7%	801.470	15,0%	921.936	13,1%	1.042.403	

Tableau 16: Analyse de Sensibilité ayant pour hypothèse Ke = 17,5%

Cette deuxième matrice de sensibilité (tableau 16) part d'un coût du capital de 17,5%. Ceci a un impact direct sur les VAN qui sont toutes au moins 20% moins élevées (par rapport à un Ke de 15%). En doublant le taux de croissance (de 4 à 8%), on constate une augmentation de 55% de la VAN (de 332k à 515k dans l'hypothèse de -15% de l'OM). Concernant la première ligne du tableau ci-dessus, une diminution de 15% de l'OM ($g = 4\%$) entraîne une diminution

de 38,7% de la VAN. Si on fait le même exercice pour un taux de croissance de 10%, la VAN diminue de 34,7%, ce qui est assez stable comparé au dernier calcul.

		<i>Baisse d'OM sur les années 8 et 9</i>						
Ke = 20%		-15%		-10%		-5%		0%
Taux de croissance à l'infini	4%	261.388	22,6%	320.338	18,4%	379.288	15,5%	438.238
		20,5%		19,2%		18,2%		17,6%
	6%	315.068	21,2%	381.781	17,5%	448.494	14,9%	515.207
		22,7%		21,5%		20,6%		19,9%
	8%	386.642	19,9%	463.705	16,6%	540.768	14,3%	617.832
		25,9%		24,7%		23,9%		23,3%
10%	486.844	18,8%	578.398	15,8%	669.952	13,7%	761.506	

Tableau 17: Analyse de Sensibilité ayant pour hypothèse Ke = 20%

Dans cette dernière matrice (tableau 17), le coût du capital a été fixé à 20%. Intuitivement on constate également une diminution des VAN en gardant les deux autres hypothèses constantes. Celles-ci varient dans un intervalle de -19,7% et -28,5% par rapport à Ke = 17,5% et de -36,5% et -54,1% par rapport à Ke = 15%. Concernant l'hypothèse de croissance on constate une augmentation de 47,9% pour g passant de 4 à 8% (pour OM = -15%) et 40,9% pour OM = 0%. Enfin la VAN diminue de 40,3% pour OM passant de 0 à -15% (g = 4%) et de 36% pour g = 10%.

Le choix de ces 3 hypothèses est donc prépondérant pour une bonne valorisation du projet tel qu'il est proposé ici. La VAN variant de €261m à €1.592m (soit un multiple de 6 entre ces 2 VAN extrêmes).

Sur base de cette analyse on peut déterminer que la variable la plus sensible est tout de même le coût du capital. Vient ensuite la baisse d'OM et enfin le taux de croissance.

Un constat qui peut également être fait est le poids qu'a le calcul à l'horizon sur la VAN totale. On constate que celui-ci a souvent un poids de plus de 70% sur la VAN finale. Il sera donc important de choisir minutieusement le taux de croissance à l'infini qui déterminera cette valeur finale. On peut également s'interroger sur le taux de croissance à l'infini de 10% qui semble énorme. Durant les premières années de production ou de commercialisation, ce taux semble raisonnable, mais il semble moins réaliste pour un horizon à l'infini (même si l'actualisation de ces valeurs en modère la contribution).

5.3 Gap analysis

Aujourd'hui, pour atteindre un stade de maturité supérieur, il faut que la société poursuive encore plus avant son développement et la validation complète de sa technologie innovante pour envisager une commercialisation à plus grande échelle et un démarrage de la production biologique en interne. Plusieurs années et des investissements significatifs seront encore nécessaires pour arriver à cette fin, notamment en raison des étapes réglementaires indispensables (essais cliniques dans certains cas, et approbation par les autorités). Une fois le stade des premières commercialisations atteint, l'entreprise commencera à générer du chiffre d'affaires et pourra dans la foulée penser à rémunérer ses actionnaires.

Concernant une potentielle entrée en bourse à un horizon de 3 ou 4 ans, certains éléments peuvent déjà être mis en place, comme décrit précédemment dans ce travail. On pense notamment à une politique de rémunération pour le management. Celle-ci doit idéalement être mise en place au moins 1 an avant l'introduction en bourse, sinon la valorisation estimée à ce moment-là (par exemple lors de l'attribution de warrants ou stock-options) pourrait être confondue avec celle lors de l'introduction et cela présenterait un risque fiscal pour le management (impôt personne physique). La plupart des autres éléments peuvent être mis en place graduellement lorsqu'on lance le processus d'introduction avec un banquier d'affaires ou un autre acteur. Mettre des éléments déjà en place, qui seront nécessaires lors de l'introduction, permet à l'entreprise de crédibiliser la société lors de futures levées de fonds. On pense ici notamment à la mise en place des différents comités mentionnés auparavant ainsi qu'aux adaptations en matière de reporting. Pour ces adaptations, l'expertise de l'accompagnateur (banquier d'affaire) est souvent primordiale.

V. Conclusion

Ce travail a été l'occasion de passer en revue bon nombre de tenants et aboutissants relatifs à l'introduction en bourse d'une société. Une brève description des marchés cibles potentiels a été présentée, avec une focalisation particulière sur deux d'entre eux (l'un européen, l'autre américain) et leurs variantes qui peuvent être des alternatives valables en fonction de ce que la société recherche, ou encore de son stade de maturité.

Dans un second temps, nous nous sommes attachés aux conséquences d'une décision d'introduction en bourse sur les principaux acteurs et intervenants. Il s'agit d'une décision hautement stratégique, mais pas forcément obligatoire, dans la vie d'une entreprise.

Ce travail s'est attardé également sur les différentes étapes de financement de la société. Chaque étape a ses spécificités et ses propres intermédiaires financiers spécialisés.

L'introduction nécessite de mettre un grand nombre d'éléments et de processus en place au sein de la société, mais également de bien se faire accompagner par les experts adéquats. Une liste, ainsi qu'une brève description de ces derniers, est présente au sein de ce travail.

Lorsqu'on a déjà parcouru tout ce chemin, il reste une étape à franchir, et non des moindres: la valorisation de la société. Dans ce travail sont présentés trois types d'approche: l'approche patrimoniale (qui est assez basique), l'approche actuarielle (qui nécessite plusieurs variables afin de s'assurer de la cohérence des calculs) et l'approche comparative (qui consiste en une comparaison avec ses concurrents directs). Certains des modèles actuariels présentés peuvent avoir quelques faiblesses de par leur caractère relativement théorique. Il se peut également que l'information ne soit pas assez complète pour être utilisée.

Une fois l'introduction effectuée, certaines obligations et contraintes subsistent, comme présenté dans la dernière section de la partie théorique.

Le travail se concentre ensuite sur le cas particulier d'une entreprise, que nous nommerons BioMan. Cette entreprise belge, constituée en 2013, a pour vocation de créer des

processus innovants pour produire des produits biologiques à faible coût. L'entreprise est aujourd'hui toujours en développement et ne réalise pas encore de bénéfices. Nous avons passé en revue son business model, ses forces et faiblesses, l'historique de son financement et réalisé une première analyse financière. La composition de l'actionnariat est également décrite, ainsi que les objectifs d'une potentielle ouverture du capital au grand public.

Sans surprise, nous avons constaté que l'entreprise n'est actuellement pas encore prête pour une entrée en bourse. Néanmoins, une analyse effectuée sur les projections à 10 ans, fournies par le management, nous ont permis d'approcher un modèle de valorisation. La sensibilité à une série de paramètres clés comme le coût du capital ou le taux de croissance espéré a complété notre analyse. La conclusion de cette analyse est que le taux d'actualisation des cash-flows futurs (dans ce cas-ci le coût du capital) est la variable la plus sensible sur la valorisation. Ensuite, viennent la variable relative à la variation des marges opérationnelles et celle portant sur le taux de croissance attendu.

Cette analyse a été complétée par une courte « gap analysis » quant aux étapes encore à parcourir et aux jalons encore à atteindre préalablement au lancement du processus d'introduction en bourse, si BioMan devait à terme choisir cette voie.

Enfin, un grand nombre d'annexes ont été ajoutées, notamment à l'attention du management de BioMan, concernant différents aspects plus techniques liés à une entrée en bourse.

VI. Bibliographie

- ActuFinance. (n.d.). *Quelles sont les techniques de valorisation d'une entreprise*. En ligne <https://actufinance.fr/fusions-acquisitions/techniques-valorisation.html>
- ayming. (2019). *Patent box ou Innovation box ?* En ligne <https://www.ayming.be/fr/insights/livresblancs/patent-box-ou-innovation-box/>
- Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2013). *Corporate finance* (3rd, global ed.). Harlow: Pearson.
- Bessière, V., & Coispeau, O. (1990). *L'évaluation des entreprises*. Paris: Séfi.
- Brantsandpatents. (n.d.). *Belgian patent Box*. En ligne <http://patentbox.be/en#we-all-innovate>
- Clermont T. (2017). *L'actif net comptable: définition, calcul et intérêt*. En ligne <https://www.compta-facile.com/actif-net-comptable-anc-definition-calcul-interet/>
- de Laminne, I. (2014). *Qu'est-ce qu'Euronext Expert ou Expert Market*. En ligne <https://moneystore.be/2014/construction-portefeuille/questce-queuronext-expert>
- Euronext. (2018). *Registration Document including the Annual Financial Report*. En ligne <https://www.euronext.com/en/investor-relations/financial-information/financial-reports>
- Euronext. (2019a). *Stocks Brussels*. En ligne <https://live.euronext.com/markets/brussels/equities/list>
- Euronext. (2019b). *Brochure Tarifaire Listing 2019*. En ligne www.euronext.com/en/listing-fees
- Euronext, Laga. (2019). *IPO & Listing Guide - Comment introduire ses actions sur les marchés organisés par Euronext Brussels*. En ligne <https://www.laga.be/lg/en/pages/about-laga/articles/Laga-and-Euronext-publish-new-IPO-Guide.html>

FSMA. (2016). *Entrée en vigueur du règlement relatif aux abus de marché le 3 juillet 2016*. En ligne <https://www.fsma.be/fr/news/entree-en-vigueur-du-reglement-relatif-aux-abus-de-marche-le-3-juillet-2016>

Gordon, M.J and Eli Shapiro (1956) "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit," *Management Science*, 3,(1) (October 1956) 102-110. Reprinted in *Management of Corporate Capital*, Glencoe, Ill.: Free Press of, 1959

Investopedia. (2018a). *Nasdaq Capital Market* En ligne <https://www.investopedia.com/terms/n/nasdaq-smallcap-market.asp>

Investopedia. (2018b). *Asset Stripping* En ligne <https://www.investopedia.com/terms/a/assetstripping.asp>

Kutscher, R. (2016). Des moyens simples pour combattre les OPA hostiles. *Le Temps*. En ligne <https://www.letemps.ch/economie/moyens-simples-combattre-opa-hostiles>

La finance pour tous. (2018). *Introduction en bourse*. En ligne <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/entreprise/bourse-et-actionnaires/introduction-en-bourse/>

Lee, A. (2013). Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups. En ligne <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>

Le Saout, E., & Théodore, J. (2016). *Introduction aux marchés financiers* (5e éd. ed.). Paris: Economica.

Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 4 avril 2019

Nasdaq. (2019). *Initial Listing Guide*. En ligne <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>

Simonet N., *L'approche actuarielle* En ligne <http://pagefinance.over-blog.com/article-11724514.html>

Smith, J. K., Smith, R. L., & Bliss, R. T. (2011). *Entrepreneurial finance: Strategy, valuation, and deal structure*. Stanford (Calif.): Stanford Economics and Finance.

Investor Trading Academy. (2014). *What is the Nasdaq Stock Exchange*. En ligne
<https://www.youtube.com/watch?v=MgIXhvi8Djk>

Lexique :

- **MTF:** Le système multilatéral de négociation (MTF) est un terme européen désignant un système commercial facilitant l'échange d'instruments financiers entre plusieurs parties. Les systèmes multilatéraux de négociation permettent aux participants au contrat éligibles de rassembler et de transférer une variété de titres, en particulier d'instruments ne disposant pas d'un marché officiel. Ces installations sont souvent des systèmes électroniques contrôlés par des opérateurs de marché agréés ou de grandes banques d'investissement. Les commerçants soumettent généralement leurs commandes par voie électronique, où un moteur logiciel correspondant associe les acheteurs aux vendeurs. (Investopedia, 2019a)
- **ETF:** Un Exchange Traded Fund (ETF) est un ensemble de titres, tels que des actions, permettant de suivre un indice sous-jacent. L'exemple le plus connu est le SPDR S&P 500 ETF (SPY), qui suit l'indice S&P 500. Les ETFs peuvent contenir de nombreux types de placements, y compris des actions, des obligations ou un mélange de types de placements. Un ETF est un titre négociable, ce qui signifie qu'il a un prix associé qui permet de l'acheter et de le vendre facilement. (Investopedia, 2019b)
- **Certificats de trésorerie :** obligation à très court terme
- **MBO:** Management Buyout : Un Management Buyout est une transaction par laquelle l'équipe de gestion d'une entreprise achète les actifs et les activités de l'entreprise qu'elle gère. Un rachat par la direction est attrayant pour les employés cadres en raison des bénéfices à devenir propriétaire de l'entreprise plutôt que salarié. (Investopedia, 2019c)
- **LBO:** Leveraged Buyout : Un Leveraged Buyout est l'acquisition d'une autre société par emprunt pour faire face au coût de l'acquisition. Les actifs de la société en cours d'acquisition servent souvent de garantie aux emprunts, ainsi que les actifs de la société acquérante.
- **Société en commandite par action:** A l'instar de la société en commandite la SCA est composée d'associés passifs (bailleurs de fonds) et d'associés gérants. Par contre, ses actions sont librement transférables. En d'autres termes, la SCA

conjugue les avantages de la société de personnes (stabilité de l'administration) et ceux de la société de capitaux (facilité de transfert des actions). (KBC Groep, n.d.)

- **Capital autorisé** : Une augmentation de capital d'une société anonyme est normalement décidée par l'assemblée générale. Toutefois, les statuts peuvent autoriser le conseil d'administration à augmenter en une ou plusieurs fois le capital social souscrit à concurrence d'un montant déterminé. Il existe néanmoins certaines limites à son utilisation. (Notaire.be, n.d.)
- **CEO** : Chief Executive Officer
- **CTO** : Chief Technical Officer
- **CCO** : Chief Operating Officer
- **CFO** : Chief Financial Officer
- **COO** : Chief Operating Officer
- **CLO** : Chief Legal Officer
- **CHRO** : Chief Human Resource Officer
- **CPO** : Chief Project Officer
- **CQO** : Chief Quality Officer
- **NPDI** : Non-Proliferation and Disarmament Initiative
- **Déclaration non-financière** : Toute déclaration supplémentaire aux tableaux de chiffres déposés auprès de la BNB.
- **Actionnaire de contrôle** : Un actionnaire détenant une part significative de l'entreprise. Il est représenté au conseil d'administration et participe à ce titre aux orientations stratégiques de l'entreprise.

Bibliographie Lexique :

Investopedia. (2019a). *Multilateral Trading Facility (MTF)*. En ligne
https://www.investopedia.com/terms/m/multilateral_trading_facility.asp

Investopedia. (2019b). *Exchange Traded Funds (ETF)*. En ligne
<https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp>

Investopedia. (2019c). *Management Buyout (MBO)*. En ligne
<https://www.investopedia.com/terms/m/mbo.asp>

KBC Groep. (n.d.). *Qu'est-ce qu'une société en commandite par action ?*
<https://www.kbcbrussels.be/entreprendre/fr/articles/formes-entreprises%20/types/societe-commandite-par-actions.html>

Notaire.be. (n.d.). *Le 'capital autorisé'*. En ligne <https://www.notaire.be/societes/capital-de-la-societe/le-capital-autorise>

