
 Le Temps
 1211 Genève 2
 022/ 799 58 58
 www.letemps.ch

 Medienart: Print
 Medientyp: Tages- und Wochenpresse
 Auflage: 45'506
 Erscheinungsweise: 6x wöchentlich

 Themen-Nr.: 660.4
 Abo-Nr.: 1067777
 Seite: 16
 Fläche: 41'975 mm²
L'invité

La sortie par «dual track», «IPO», ou vente?

Jerome Groetenbriel*
et Jérôme Vial**

Entre des marchés agités et un besoin de solder des participations, la tentation pourrait être grande pour le private equity d'étudier en parallèle des projets d'introduction en bourse (IPO) et de ventes en secondaire (dual track). Le cas de Pets at Home en est un exemple très récent: Bridgepoint prévoyait d'introduire en bourse le distributeur britannique. Finalement, il l'a vendu fin janvier à KKR pour 955 millions de livres. En France, la banque d'affaires Goldman Sachs, qui travaille régulièrement avec Sebia, a exploré elle aussi une de ces deux voies de sortie pour cette société pour finalement vendre Sebia à la société de private equity Cinven en mars dernier. En Allemagne, des discussions similaires ont eu lieu pour la sortie

Le private equity peut étudier en parallèle des projets d'introduction en bourse (IPO) et de ventes en secondaire (dual track)

du capital de Kabel Deutschland, actuellement détenu par l'américain Providence. Ces discussions ont débouché sur une introduction à la bourse allemande le 22 mars dernier.

Même si, officiellement, aucune opération de ce genre n'est encore connue en Suisse, il ne serait pas surprenant que des opérations similaires se préparent car les exemples suisses de Cablecom et SR Technics il y a quelques années en sont de belles illustrations.

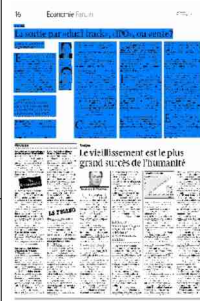
Ce processus de vente «dual-track» (double voie) a été développé durant les précédents booms de fusions/acquisitions et la montée en puissance des fonds de «private equity». Exploitant l'optimisme ambiant des marchés, ces fonds trouvent par là un moyen efficace d'assurer une maximisation du prix de vente.

Lorsque les marchés sont moroses et les acquéreurs disciplinés, les transactions sur les marchés et les secteurs les mieux connus se

trouvent favorisées. Le déficit d'information inhérent à toute transaction peut pousser les acquéreurs à inclure une décote importante dans leurs offres de prix. Dans ce contexte, le processus de dual-track peut combler certaines lacunes d'information, et aussi rassurer les investisseurs potentiels et crédibiliser une transaction. En effet, une introduction en bourse exige des entreprises qu'elles apportent une transparence beaucoup plus grande que lors d'un processus de vente classique. Elle nécessite en outre une structure de management et un plan de croissance clairs et avaisés par une, voire plusieurs banques d'affaires, ce qui renforce d'autant plus le crédit de l'entreprise à vendre. Le dual-track permet dès lors d'attirer un plus grand nombre d'investisseurs potentiels.

Ce processus de dual-track permet d'avancer parallèlement dans deux processus de nature différente et de basculer vers le plus pertinent au moment opportun. Toutefois, mener ces deux processus parallèlement revêt certains risques, est difficile à gérer et implique des coûts importants. Si le processus d'IPO venait à échouer, l'image de l'entreprise pourrait être endommagée auprès des investisseurs financiers et industriels. De plus, le dual-track implique naturellement la prise de contact avec plus d'investisseurs potentiels, et de ce fait il devient plus difficile de conserver le secret de l'intention de vente. Un signal négatif pourrait avoir été envoyé à plus d'acteurs différents, endommageant ainsi d'autant plus l'image de l'entreprise en cas d'échec. Or, il faut parfois plusieurs années avant de pouvoir recommencer un processus de vente tenu en échec, le dual-track est donc plus risqué.

Il est donc évident que bluffer est un jeu dangereux dans ce contexte, et bien mal en prendraient certains de se lancer dans une double voie dans le seul et unique but de faire gonfler le prix. Même si l'une des voies peut a priori sembler plus intéressante, il faut être prêt à devoir basculer vers l'alternative. Si l'on écarte l'option d'une vente à un «private equity», l'entreprise doit être capable de continuer son développement seule, mais égale-



Le Temps
 1211 Genève 2
 022/ 799 58 58
 www.letemps.ch

Medienart: Print
 Medientyp: Tages- und Wochenpresse
 Auflage: 45'506
 Erscheinungsweise: 6x wöchentlich

Themen-Nr.: 660.4
 Abo-Nr.: 1067777
 Seite: 16
 Fläche: 41'975 mm²

ment de s'intégrer dans une autre structure. Quelle que soit l'issue du dual-track, l'entreprise doit être prête à la cotation, ce qui suppose qu'elle soit prête à respecter des dispositions particulières du point de vue du management, du reporting financier et de la législation.

Il s'agit dès lors de préparer ces changements éventuels en s'entourant d'experts financiers et légaux compétents. Les implications sur la structure et les voies ultérieures de financement sont également fondamentalement différentes. Tout d'abord, une introduction boursière n'implique pas forcément la vente de la totalité des actions tandis qu'une vente classique le suppose souvent. Par ailleurs, une cotation boursière permet l'accès aux marchés mondiaux des capitaux alors que les sources de financement seront parfois plus restreintes dans le cadre d'une vente privée. La manière dont les actionnaires sont rémunérés sera affectée différemment selon l'issue du dual-track.

Si se lancer dans une vente par dual-track implique certains risques et coûts additionnels, ces derniers peuvent être réduits si les deux processus sont menés parallèlement dans les règles de l'art.

En effet, quel que soit le vecteur de vente, il est nécessaire de fournir une information de qualité aux investisseurs. Il n'y a aucune raison qu'une information de moindre qualité soit fournie aux investisseurs potentiels d'une vente classique qu'à ceux d'une IPO. Dès lors, lorsqu'une entreprise est correctement préparée à la vente, le dual-track ne devrait pas être plus contraignant qu'une vente classique en termes de qualité d'information. Dans ce

cadre, les rapports de «Vendor Due Diligence» et autres informations mises à disposition des investisseurs industriels sont en principe facilement transposables dans l'information nécessaire au processus d'IPO. De même, l'information requise à une IPO pourra également être utilisée dans le cadre de la vente classique.

Enfin, le dual-track nécessite un investissement conséquent, qui ne peut être rentable qu'à partir d'une certaine taille (au moins 100 millions de francs). S'y engager est donc également l'occasion de signaler aux marchés la confiance du management et de l'actionnariat en l'avenir de leur entreprise. Vu la situation actuelle, nous attendons que cette option reste très populaire dans les mois à venir en Europe, mais aussi en Suisse.



*Consultant
 senior,
 Ernst & Young



**Manager
 senior,
 Ernst & Young