

*Georges Edouard*

*Hamiane Fariza*

*Mansen Thibault*

## *Investissement & Finance d'Entreprise*

*Quelles sont les raisons avancées en faveur de l'introduction en bourse d'une société ?*

*Quels sont les problèmes qui sont associés à cette opération ?*

*Comment expliquer la tendance à la sous-évaluation des titres lors de l'introduction ?*

*Cours de Mme Nathalie Mourgues*

*M.S.G. 2 option Finance*

*Université Paris XII – Val de Marne*

## *Introduction*

L'introduction en Bourse est un des moyens de financement à la disposition de l'entreprise. Ce choix est approprié lorsque l'entreprise bénéficie d'une bonne réputation auprès des investisseurs et lorsque le marché est porteur. On constate d'ailleurs que les introductions sont réalisées à l'issue de périodes de croissance et d'investissement élevés et au cours de pics boursiers.

Toutefois, s'introduire en Bourse n'est pas une chose simple, ni une décision à prendre à la légère. C'est pourquoi nous allons tenter de voir dans un premier temps les raisons qui poussent une entreprise à s'introduire en bourse. Puis, nous nous pencherons sur les problèmes que l'introduction pose à l'entreprise. Enfin, nous verrons que dans la plupart des cas les titres d'une entreprise s'introduisant en bourse sont sous-évalués et nous tenterons d'expliquer les raisons de ce phénomène

### *Les raisons poussant une entreprise à s'introduire en bourse.*

L'introduction en bourse, étape majeure dans la vie d'une entreprise, peut répondre à plusieurs objectifs :

Le premier, évident, est de lever les moyens de financement initiaux lors de la constitution d'une société.

Puis lors de l'évolution d'une société, apparaissent presque inévitablement de nouvelles raisons à l'introduction en bourse :

- *Extérioriser la valeur d'une filiale.*
- *Accroître la notoriété de la société*

Entre autres avantages, la notoriété donne à l'entreprise une plus grande crédibilité par rapport à ses partenaires commerciaux et par rapport à ses salariés. De fait, une entreprise non cotée aura plus de mal à attirer des collaborateurs de haut niveau, ou à entrer dans des relations de long terme avec de grandes entreprises.

Ce gain de notoriété a d'autant plus de valeur que la société introduite en Bourse est jeune et se trouve dans un secteur de pointe.

Enfin, la publicité faite autour d'une opération d'introduction est importante et la présence d'une entreprise à la cote lui assure une visibilité permanente.

Le professeur Merton, prix Nobel d'économie, a formalisé cette idée simple dans un modèle d'évaluation où le prix des titres augmente avec le nombre d'investisseurs conscients de leur existence.

- *Profiter d'avantages financiers*

Trois situations se présentent :

- L'entreprise souhaite procurer une liquidité potentielle aux actionnaires

Si les actionnaires d'une société en sont aussi les dirigeants, ils peuvent ainsi chercher à récolter le fruit de leur travail. Le succès de l'introduction en Bourse pourrait leur permettre un enrichissement personnel par la vente d'une partie de leurs parts.

S'introduire en bourse facilite également la pérennité de l'entreprise, en particulier dans le cas de grosses sociétés familiales. En effet, lors des successions, soit les héritiers conservent 100 % du capital, mais sont soumis à des droits élevés, soit ils vendent la société et en perdent le contrôle. De fait, la cotation permet de garder le contrôle en acquittant les droits de succession grâce à la vente d'une partie des actions et en outre, une fois la liquidité assurée par le marché financier, le désengagement total est simplifié.

Dans ce cas, l'introduction se traduit surtout par la vente d'actions anciennes.

- L'entreprise souhaite se financer

C'est notamment le cas lors de la mise en œuvre de projets d'envergure qui dépassent la capacité de financement de ses bailleurs de fonds habituels (actionnaires actuels et banquiers)

- L'entreprise réduire son endettement

Cela a pour effet de transformer la relation de l'entreprise avec son banquier. En effet, la cotation rassure le banquier, qui devient moins exigeant. Mais, de fait, l'introduction permet surtout d'acquérir une meilleure position de négociation, en faisant jouer la concurrence entre les banques, ce qui se traduit concrètement par une baisse du coût du crédit après introduction.

Selon une étude récente réalisée en Italie, cette baisse se situe en moyenne entre 0,4 % et 0,7 %, elle est directement attribuable pour partie à l'assainissement de la structure financière due à l'apport d'argent frais, mais elle est également, et ce, pour une portion non négligeable (de 0,3 % à 0,55 %) liée au simple « effet d'introduction en Bourse ».

Dans ces deux derniers cas, l'essentiel des actions proposées lors de l'introduction sont des actions nouvelles.

- *Optimiser l'intéressement des salariés*

L'introduction en Bourse facilite aussi la mise en place d'un système d'intéressement des salariés à fort potentiel de résultat, par exemple sous la forme de stock-options.

Certes, rien n'interdit à une entreprise non cotée de distribuer des stock-options à ses salariés, mais l'absence d'un prix de marché clair et la difficulté de céder les titres en diminuent l'intérêt pratique.

Toutefois, au-delà de ces avantages, participer à une introduction en bourse peut être un exercice complexe et nécessite dans tous les cas une bonne connaissance des procédures d'introductions, de la motivation des entreprises, mais aussi des conditions d'admission. La vie boursière peut être influencée pendant plusieurs mois ou années si l'introduction n'a pas été réalisée dans de bonnes conditions.

Nous allons maintenant étudier quels sont les problèmes liés à l'introduction en bourse d'une entreprise.

## *Les problèmes inhérents à l'introduction en bourse d'une entreprise*

Les principaux problèmes que posent l'introduction en bourse d'une entreprise sont des problèmes règlementaires (conditions requises à l'introduction) ainsi que le coût de cette opération, c'est ce que nous allons voir ci-après.

### 1. Les Problèmes règlementaires

Il faut suivre un parcours assez complexe pour s'introduire en bourse, ce parcours est différent selon le lieu de cotation, nous allons ici décrire celui correspondant aux marchés de la place de Paris.

Il convient de distinguer trois catégories, les valeurs Eurolist, les valeurs AlterNext et les valeurs du Marché Libre, auxquelles correspondent trois ensembles de conditions différents (des plus aux moins contraignantes).

#### ➤ *Les valeurs de l'Eurolist*

L'Eurolist est le principal lieu de cotation de la place de Paris, il rassemble les anciens Premier, Second et Nouveau Marchés.

Afin de se faire coter sur l'Eurolist, la société doit faire appel à un établissement introducteur, généralement une banque, qui doit être membre d'Euronext et dont la mission est d'accompagner la société en vue de sa cotation, faisant le lien entre Euronext et le régulateur et coordonnant l'intervention des autres conseillers (avocats, commissaires aux comptes, agence de communication financière).

Elle doit également produire les états financiers requis, qui doivent être établis aux normes IFRS ou tout autre norme reconnue par les autorités de réglementation locales.

Et enfin, elle doit suivre la procédure de demande d'admission, qui se déroule en deux parties.

D'une part auprès d'Euronext afin d'obtenir l'admission des titres à la négociation sur le marché. Cette décision sera prise dans un délai maximal de 90 jours pour une première admission (30 jours dans les autres cas) à partir de la date où Euronext a reçu la totalité des documents et informations que la société doit fournir et d'autre part

D'autre part l'entreprise doit déposer auprès du régulateur (l'AMF), un prospectus lorsqu'il s'agit d'un appel public à l'épargne. Ce prospectus doit obtenir le visa de l'AMF, c'est un document à la fois commercial et juridique, présentant la société, ses métiers et sa stratégie.

Il doit impérativement comprendre les éléments suivants :

- Profil de la société
- Composition de sa direction
- Stratégie de l'entreprise
- Composition de l'actionnariat « pré-introduction »
- Synthèse des performances passées et perspectives
- Rapports financiers des trois exercices précédents sous forme d'un état comparatif et d'un rapport de gestion sur les comptes
- Motifs de l'introduction en bourse
- Investissements programmés et leur financement
- Profil de risque de la société
- Rapport du commissaire aux comptes.

Ces deux démarches doivent être menées en parallèle. L'admission officielle sera prononcée lorsque que les procédures de demande d'admission auront été menées à terme.

Par ailleurs, outre ces démarches, il existe des conditions d'admission, qui sont les suivantes :

- La diffusion d'au moins un quart du capital, avec certaines dérogations possibles en cas d'un nombre élevé de titres, sans que ce pourcentage ne puisse être inférieur à cinq pourcents, ni représenter une valeur inférieure à cinq millions d'euros sur la base du prix d'introduction. Il n'y a aucun critère exigé relatif à la capitalisation boursière.
- Au moment de l'admission, l'émetteur doit disposer pour les trois derniers exercices précédant la demande d'admission, d'états financiers annuels, consolidés le cas échéant, audités, publiés ou déposés, ou de comptes pro-forma audités.

Si le dernier exercice a été clos plus de neuf mois avant la date d'admission, la société devra publié ou déposé des comptes semestriels audités. Toutefois, il existe des possibilités de dérogation à cette clause

- Les états financiers doivent être établis conformément aux normes IFRS

### ➤ *Les titres cotés sur AlterNext*

AlterNext a été créé pour offrir une alternative de cotation aux petites et moyennes entreprises souhaitant accéder au marché financier dans des conditions allégées et adaptées à leurs besoins et à leurs enjeux.

AlterNext est adapté aux besoins des petites et moyennes entreprises, quel que soit leur secteur d'activité, à la recherche de sources de financement par le marché boursier avec des conditions d'accès à la cote simplifiées et moins coûteuses.

Les sociétés candidates doivent répondre aux critères d'admission suivants :

- Avoir sélectionné pour leur cotation et tout au long de leur parcours boursier sur AlterNext un listing sponsor agréé par Euronext,
- Disposer d'un historique financier de deux ans,
- Proposer des titres librement négociables et transférables.

AlterNext offre deux modes d'accès : une cotation avec appel public à l'épargne et une cotation à la suite d'un placement privé.

Les sociétés souhaitant faire appel public à l'épargne, doivent :

- Disposer d'un flottant minimum de deux millions et demi d'euros
- Produire, lors de l'introduction, un prospectus d'appel public à l'épargne visé par le régulateur.

Les sociétés ayant fait l'objet d'un placement privé préalable peuvent demander une inscription à la cote d'AlterNext si elles peuvent :

- Justifier d'un montant de placement privé préalable à l'introduction d'au moins cinq millions d'euros répartis entre un nombre suffisant d'investisseurs (cinq au minimum)
- Fournir lors de l'introduction un document d'information offering circular (prospectus non visé par le régulateur), rédigé sous la responsabilité du listing sponsor et de la société.

A noter que ces sociétés n'ont pas l'obligation de faire appel public à l'épargne.

### ➤ *Le Marché Libre*

Le Marché Libre, créé en 1996, est un marché non réglementé mais organisé par Euronext.

Il s'adresse aux PME françaises et étrangères qui souhaitent venir en bourse, sans pour autant satisfaire aux critères d'admission des autres marchés d'Euronext.

Ainsi il n'est pas imposé de pourcentage minimal de diffusion des titres dans le public et 2 ans de comptes ne sont demandés que si l'ancienneté le permet.

La première négociation d'une valeur sur le Marché Libre s'effectue à l'initiative et sous la responsabilité d'un membre des marchés réglementés de titres gérés par Euronext Paris SA.

Ce marché est souvent présenté comme une première étape boursière.

## 2. Le coût de l'introduction

### ➤ *Les coûts directs*

Les coûts directs comprennent les dépenses engagées par l'entreprise avant l'introduction pour répondre aux exigences liées à la cotation (information, mise aux normes comptables, restructuration), la rémunération des intermédiaires financiers (banques et sociétés de Bourse), les frais administratifs (AMF, EuroNext NV) et de publicité (notice au « Balo », encarts dans les médias) liés à l'introduction.

De plus, une fois cotée, l'entreprise doit remplir deux obligations principales qui ont un coût.

- D'une part, une obligation d'information périodique, car les sociétés cotées doivent communiquer les comptes et rapport annuels audités, les comptes semestriels, et dans certains cas, le chiffre d'affaires trimestriel, le tout dans les délais légaux.
- D'autre part, une obligation d'information permanente, car ces entreprises doivent communiquer en temps utile toute information relative à des opérations affectant les titres de l'entreprise, en fournissant tous les documents juridiques et sociaux qui concernent ces opérations. et les frais postérieurs à l'introduction (obligations d'information, contrôle des comptes...).

Etant donné qu'une part non négligeable de ces coûts est fixe, cela alourdit le coût d'introduction pour les entreprises de petite taille, ce qui constitue une véritable barrière à l'introduction en bourse.

### ➤ *Les coûts indirects*

Différents coûts indirects viennent s'ajouter aux coûts directs que nous avons évoqués ci-dessus.

De fait, les règles de transparence qui s'appliquent aux entreprises cotées les obligent à fournir des informations qui ont une valeur stratégique (par exemple la politique marketing, les projets de R&D).

Or, lorsque la confidentialité est un élément essentiel de l'avantage concurrentiel, il peut être préférable de limiter les sources de financement en gardant des relations privilégiées avec un banquier ou un petit nombre d'investisseurs.

De plus, on peut citer deux autres coûts indirects, liés à ce que les économistes appellent des problèmes d'« antisélection » et de « risque moral ».

En effet, l'entreprise, mieux informée que le marché, choisit des périodes de survalorisation pour s'introduire en Bourse. Conscient de ce biais, le marché ne considérera pas toujours comme un bon signal le choix d'une introduction, ce phénomène peut faire hésiter de bonnes entreprises à se faire coter (en particulier les petites entreprises encore jeunes et moins bien connues).

Le second problème vient du fait que les anciens propriétaires-dirigeants sont moins directement intéressés aux profits de l'entreprise après cession de tout ou partie de leurs titres et peuvent être tentés d'orienter la gestion en fonction de leurs intérêts, différents de ceux des actionnaires.

Ainsi, l'introduction en Bourse est l'occasion d'une mutation dans le système de « corporate governance » de l'entreprise. Elle implique au minimum une transparence des comptes de l'entreprise, et plus largement un effort de communication financière dirigé vers des investisseurs externes, actuels ou potentiels. Elle conduit aussi à la mise en place de systèmes modernes de contrôle interne et à une professionnalisation des instances d'administration et de surveillance.

Ces mutations sont parfois vécues, à court terme, plus comme un coût que comme un avantage de l'introduction. A long terme, elles ne peuvent toutefois que conforter la solidité de l'entreprise. Toutefois, si le marché anticipe ce problème de gouvernement d'entreprise à venir, cela se traduira par un prix d'introduction plus faible que celui correspondant à la valeur de l'entreprise avant cotation.

Ainsi, la fixation du prix d'introduction est délicate : ce prix doit satisfaire à la fois la clientèle, l'intermédiaire et l'entreprise émettrice. Un prix trop bas représente une perte de revenus pour la société, un prix trop élevé met en danger l'opération

Le constat d'une sous-évaluation quasi systématique appelle cependant des éclaircissements, que nous allons tenter d'apporter ci-après.

### *Les raisons de la tendance à la sous-évaluation des titres lors de l'introduction*

Ibbotson (1975) a été le premier à mettre clairement en évidence l'idée selon laquelle les introductions en Bourse réalisent des rentabilités initiales positives à l'introduction.

Les études, qui ont succédé aux Etats-Unis et dans d'autres pays du monde, ont montré que ces rentabilités initiales positives ne sont pas spécifiques aux Etats-Unis mais constituent un phénomène d'envergure internationale.

La plupart des études théoriques attribuent ces rentabilités initiales positives à une sous-évaluation telles que celles de Baron (1982), Rock (1986), Allen et Faulhaber (1989), Grinblatt et Hwang (1989), Welch (1989), Tinic (1988),

Les premières explications théoriques justifiant l'hypothèse de sous-évaluation ont été l'œuvre de Baron (1982) et de Rock (1986).

Dans le modèle de Baron (1982), la sous-évaluation des titres des entreprises introduites est attribuée à l'asymétrie informationnelle entre la banque d'investissement et l'entreprise à introduire. La sous-évaluation découlerait, selon Rock, de l'asymétrie informationnelle entre un groupe d'investisseurs informés et un groupe d'investisseurs non informés.

Ainsi, l'intermédiaire, mieux informé que l'émetteur des conditions de marché, favoriserait un prix relativement bas pour que l'opération soit un succès. L'entente éventuelle entre intermédiaires aux dépens des émetteurs et au profit des investisseurs fournit une autre explication.

Pour d'autres, la sous-évaluation serait un moyen de se protéger d'éventuelles poursuites des investisseurs (cela est d'ailleurs peu pertinent dans le cas français)

Finalement, le souvenir d'une bonne opération inciterait les investisseurs à souscrire à des augmentations de capital ultérieures.

Si aucune de ces explications n'est réellement convaincante, l'achat de titres cotés pour la première fois est en moyenne un bon investissement à court terme, ce qui n'est toutefois plus vrai à moyen terme, comme le montrent les résultats obtenus par Jay Ritter en 1991, et confirmés dans une étude réalisée en 1995 par Doughran et Ritter.

Parallèlement, différents auteurs ont analysé le comportement des entreprises au cours des trois années suivant l'introduction en Bourse. Entre autres modifications (désendettement et baisse du coût du crédit), ils font ressortir une diminution du taux d'investissement et de la profitabilité, moins marqués toutefois lorsque les dirigeants et actionnaires fondateurs conservent une participation importante dans l'entreprise.

Des travaux plus récents sur la sous-évaluation des titres des sociétés nouvellement introduites en Bourse tels que ceux de Allen et Faulhaber (1989), et de Grinblatt et Hwang (1989), suggèrent que la sous-évaluation produise un signal instructif sur la valeur intrinsèque de la firme qui s'introduit.

Pour tenter d'expliquer ce phénomène de sous-évaluation, on peut également en revenir au risque « d'infortune du dernier enchérisseur ». Pour un même montant, les investisseurs se retrouveront avec une faible quantité d'actions par rapport à leur demande dans le cas d'une émission grand public (sous-évaluée), et avec une plus grande quantité d'actions dans le cas de l'émission « réservée » (et surévaluée). La société préférera donc sous-évaluer le prix moyen d'émission pour éviter que les acheteurs ne subissent cette infortune.

Toutefois, la décote d'un titre lors d'opérations d'introduction en Bourse peut trouver d'autres explications : insuffisance de concurrence entre établissements membres des syndicats, volonté de dédommager l'investisseur pour les coûts engagés pour recueillir lui-même les informations qui lui permettront d'évaluer correctement la société concernée.

## *Conclusion*

L'introduction d'une entreprise en bourse est donc un enjeu majeur pour la vie de celle-ci et ne saurait être pris à la légère. De nombreux facteurs peuvent expliquer pourquoi les entreprises souhaitent s'introduire en Bourse. Toutefois, il existe de nombreux obstacles, tant règlementaires que financiers, ces contraintes pesant sur les mécanismes de cotation ont amené les opérateurs de marché à développer des marchés où la cotation est plus souple (AlterNext, Marché Libre). Concernant la sous-évaluation fréquente des titres faisant l'objet d'une introduction, elle est contestable. L'actualité récente a d'ailleurs pu le démontrer avec deux exemples.

Tout d'abord celui de Gaz de France, dont tous les professionnels des marchés reconnaissent la sous-évaluation et qui a vu son cours grimper de plus de 27 % à la première séance, mais également celui d'Electricité de France qui était évalué de manière plus juste et a rencontré la défiance des institutionnels, et par là même une stagnation des cours dans les premières séances.

De manière générale, les introductions en Bourse sont sursouscrites par les petits actionnaires, et la marge d'ajustement se fait via les institutionnels, ce qui peut expliquer une sous-évaluation pour entraîner un arbitrage opportuniste de la part de ces professionnels.

## Bibliographie & Webographie

- Gillet R., Jobard J.-P., Navatte P., Raimbourg P.  
*Finance*  
Editions Dalloz, collection Précis Gestion
- Vernimmen P. et alii.  
*Finance d'Entreprise*  
Editions Dalloz
- Ben Naceur S. & Ghazouani S.  
*Soutien des cours et sous-évaluation des introductions sur le Nouveau Marché*  
Working Paper de l'Economic Research Forum
- *IPO : la nouvelle donne (Réforme de la cote, mode d'emploi et partage d'expériences)*  
Conférence de l'IE-Club (17 Novembre 2005)  
<http://www.ie-club.com/calendrier/deroule-GS171105..ppt>
- [www.edubourse.com](http://www.edubourse.com)
- [www.euronext.fr](http://www.euronext.fr)
- [www.les-echos.fr](http://www.les-echos.fr)
- [www.lesclesdelabanque.com](http://www.lesclesdelabanque.com)
- [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)