

Les introductions en bourse (IPO)

Isabelle Martinez
Master 2 CCA

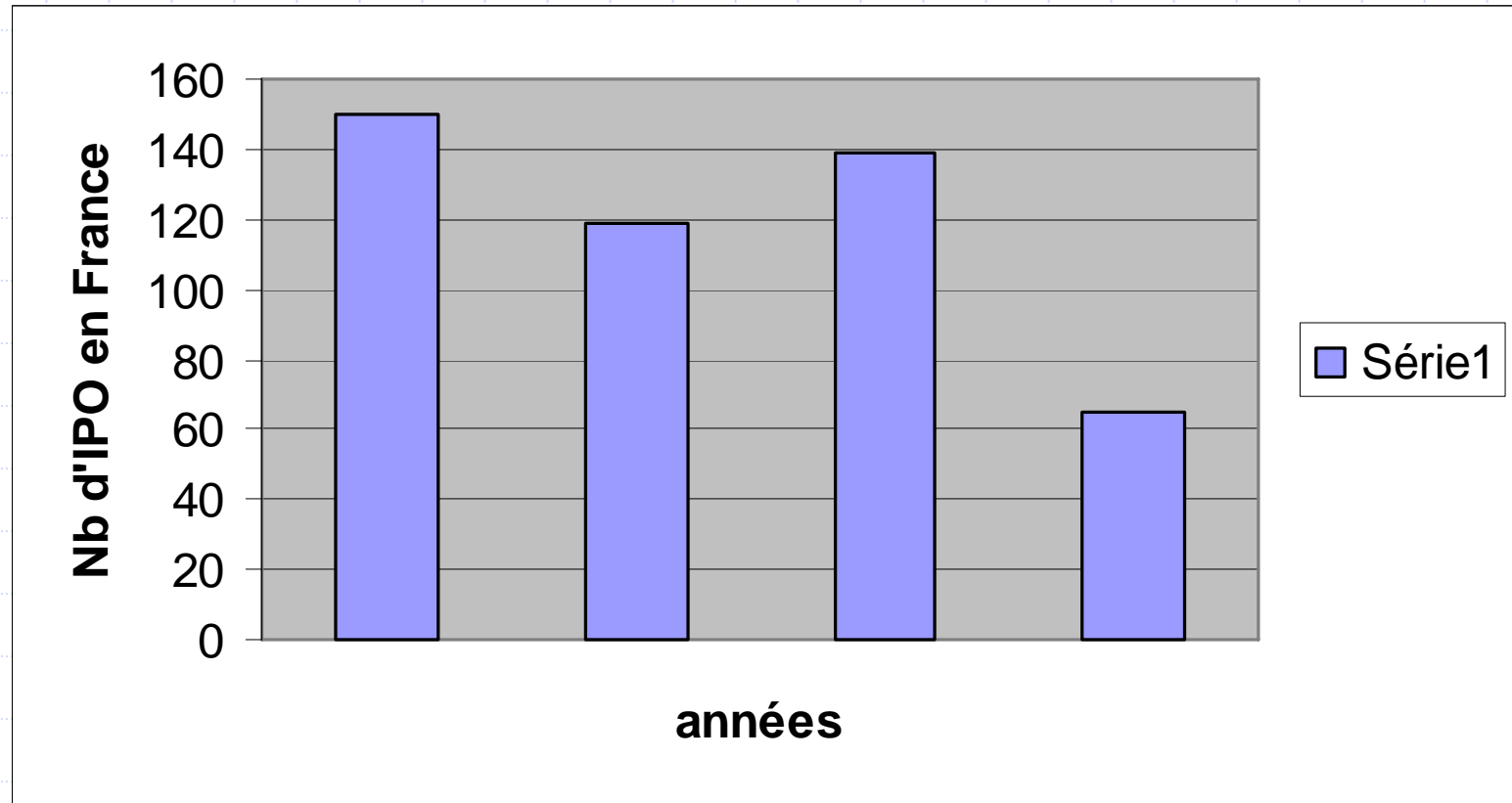
Les cycles d'introduction

Van Bommel et al. (2000) : vagues d'IPO

En France : [1985-1987] et [1998-2000]

- ✓ Évolution du secteur des services et du secteur des NTIC
- ✓ Évolution des procédures d'introduction
- ✓ Place croissante du capital risque
- ✓ Rôle croissant des institutionnels américains en Europe

Le nombre d'IPO en France 1998 - 2000



Les études empiriques

- ◆ décote d'introduction \Rightarrow pourquoi sous-évaluation initiale ? Quelques jours après l'IPO, +10% ou 15%
- ◆ réaction du marché à LT \Rightarrow sous-performance ? (*The new issues puzzle*; Loughran et Ritter, JOF 1995)

Nombreuses problématiques

- ✓ Faut-il faire coter ou non son entreprise ?
- ✓ Quel est l'impact sur la richesse des actionnaires ?
- ✓ Sur quel(s) marché(s) faut-il s'introduire en bourse ?
- ✓ Avec quelle procédure ?
- ✓ A qui vendre les titres ? (institutionnels / public)
- ✓ A quel prix et quand s'introduire en bourse?

Plan

- 1) Les raisons et conséquences des IPO
 - ✓ *Avantages / inconvénients*
 - ✓ *Décote d'introduction et impact sur la richesse des actionnaires*

- 2) Les aspects techniques des IPO
 - ✓ *Procédures d'introduction*
 - ✓ *Marché de cotation*
 - ✓ *Prix d'introduction (cf. chapitre évaluation)*
 - ✓ *Timing de l'introduction*

1. Les raisons et conséquences des IPO

IPO = opération complexe ; passage d'une société fermée à une société ouverte ⇒ permet de bénéficier des avantages de la cotation mais entraîne des coûts et risques supplémentaires

- ✓ Quels sont les avantages et inconvénients de la cotation ?
- ✓ Quel est l'impact de la cotation sur la richesse des actionnaires ?

1.1 Avantages / inconvénients

IPO = extériorisation valeur de l'entreprise

⇒ avant tout un problème d'actionnaires à la fois pour les majoritaires et minoritaires

Les avantages attendus de la cotation en bourse

- ✓ facilite les transactions et accroît la liquidité des titres ⇒ permet de sortir du capital et de réaliser une PV en raison de la décote d'introduction (ex: capital risque)
- ✓ facilite les opérations de croissance externe (ex: Google mars 2003)
- ✓ facilite l'accès aux ressources financières (émissions de titres)
- ✓ facilite l'intéressement des collaborateurs (programme de stock options) ⇒ fidélisation

Les avantages attendus (suite)

- ✓ accroît la notoriété de l'entreprise (importance de la communication financière)
- ✓ constitue un avantage pour les minoritaires car exigences de transparence et surveillance des marchés financiers (contrôle externe)

Les inconvénients de la cotation

Coûts et risques supplémentaires

- ✓ coûts directs : opération onéreuse dont le coût dépend de la procédure choisie (garantie bancaire), du marché et des exigences d'informations, ...
- ✓ coûts indirects : obligation d'information, sous-évaluation initiale, coûts d'agence
- ✓ risque de dilution si IPO s'accompagne d'une augmentation de capital
- ✓ risque de perte de contrôle à terme (OPA/OPE).

1.2 Décote d'introduction et impact sur la richesse des actionnaires

L'IPO se traduit généralement par une hausse du cours de l'action par rapport au prix d'introduction (10 à 15% en moyenne selon les pays) \Rightarrow décote d'introduction

Les justifications théoriques de la décote d'introduction

- Asymétrie informationnelle entre le vendeur et les outsiders (cf. Akerlof 1970 « Lemons Problem »)
- Asymétrie informationnelle entre les investisseurs informés / non informés
- Sacrifice sur le prix (par rapport à la valeur réelle) pour s'assurer de la bonne fin du placement

La performance à LT des entreprises nouvellement cotées

- aux États-Unis : sous-performance à LT de 1 à 5 ans Ritter (1991)
- en France : résultats non homogènes Degeorge et Derrien (Banque & Marchés, 2001)

2. Les aspects techniques des IPO

IPO = opération complexe et lourde qui nécessite préalablement une étude approfondie

- ✓ Sur quel(s) marché(s) faut-il faire coter son entreprise ?
- ✓ Quelle technique d'introduction retenir ?
- ✓ A qui vendre les titres ?
- ✓ A quel prix vendre l'entreprise ?
- ✓ A quel moment ?

2.1 Les choix du marché de cotation

- ✓ Marché national ou international ?
- ✓ Cotation unique ou multicotation ?

Les facteurs décisionnels :

1) les motivations financières :

- coûts (directs et indirects)
- accès à un plus grand nb d'investisseurs
- rapprochement avec sociétés étrangères
- diminution du CMPC

2) les motivations commerciales : notoriété

Organisation d'Euronext

Depuis 2005 : une seule liste (Eurolist) avec 3 compartiments A, B et C (cotation dépend de la capitalisation boursière)

A : $\text{capi} > 1\text{Md€}$

B : $150\text{ M€} < \text{capi} < 1\text{Md€}$

C : $< 150\text{ M€}$

Organisation d'Euronext

Pour les PME, Alternext avec contraintes simplifiées :

- Historique de comptes de 2 ans seulement
- Référentiel comptable au choix (contre IFRS pour Eurolist)

2.2 Les procédures d'introduction (Eurolist)

IPO peut comprendre :

- une tranche primaire (émission de titres nouveaux = augmentation de capital)
- une tranche secondaire (cession de titres existants)

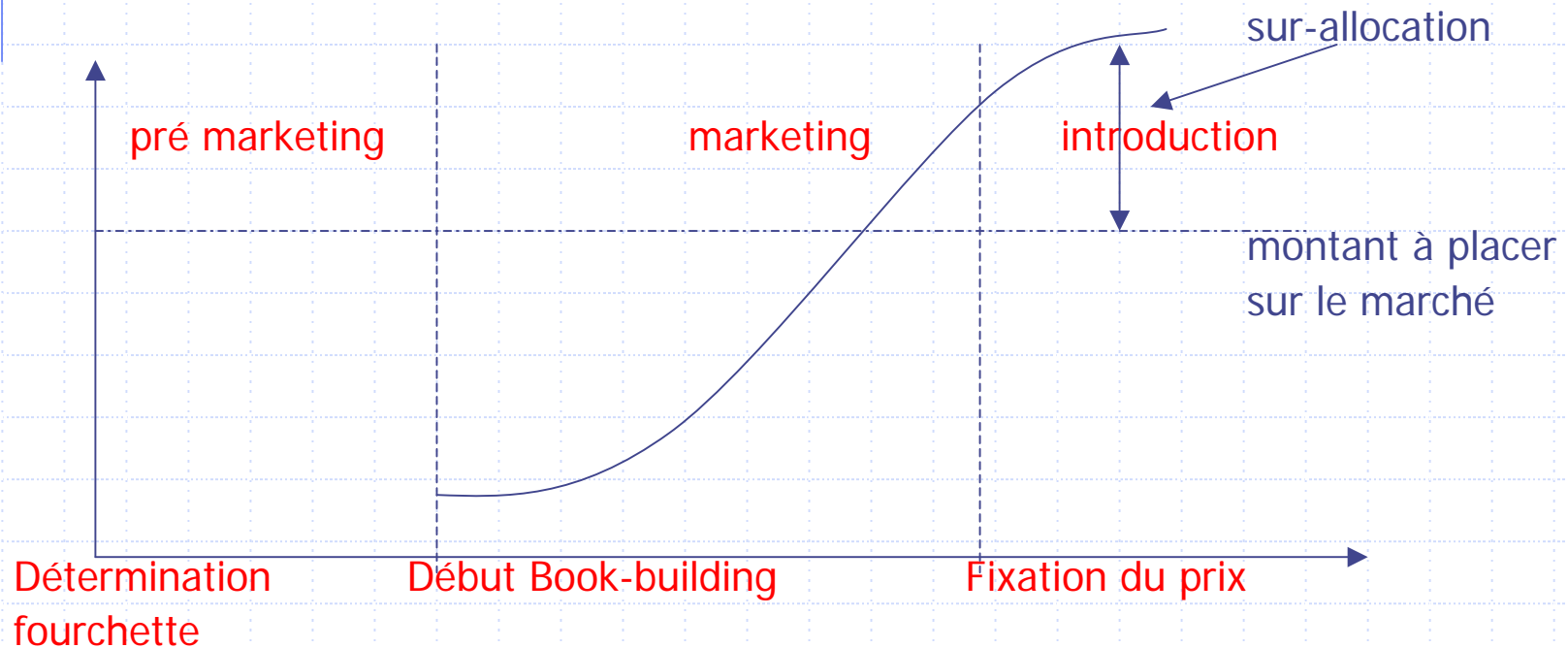
Formes les plus fréquentes d'IPO :

- Placement garanti auprès des investisseurs institutionnels
- Offres à prix ouvert ou à prix ferme auprès des particuliers (au moins 10% des titres à placer doivent être proposés aux particuliers)

Le placement garanti

Une banque ou plusieurs (syndicat bancaire) organise le placement des titres auprès des inv. instit. grâce à la technique du *book-building*.

Demande des investisseurs



Le placement garanti (suite)

Plusieurs phases :

- Préparation de l'opération (place de cotation, timing, évaluation, contacts avec les autorités boursières ...)
- Publication des notes d'analyse financière \Rightarrow fixation de la fourchette de prix d'introduction
- Lancement de la campagne de marketing \Rightarrow constitution du carnet d'ordres (= intentions de souscription en volume et en prix). A la fin de la période = fixation du prix définitif d'introduction et engagement de bonne fin.
- Diffusion des prospectus définitifs (avec prix d'intro) et allocation des titres aux demandeurs par la banque chef de file

Le placement garanti (suite)

Coût élevé mais plusieurs avantages :

1) Importante garantie donnée par la banque

- à l'entreprise au niveau du placement des titres = engagement de bonne fin + garantie bancaire
- au marché au niveau du prix (fixé en fonction de l'information interne) \Rightarrow réduction de l'asymétrie d'information

2) Grande souplesse

- Possibilité de modifier le prix d'introduction en fonction du marché pendant la période de marketing
- Allocation libre à l'issue du carnet d'ordres \Rightarrow possibilité de sélectionner les futurs actionnaires en fonction de leur qualité

Ajustement de l'offre

2 techniques :

- Option de surallocation (ou greenshoe) : l'entreprise peut donner à la banque l'option d'acheter une quantité de titres supérieure à celle qui est à placer (jusqu'à 15% en cas d'augmentation en capital)
- Clause de claw-back : permet de ne pas figer la taille des tranches réservées aux II et au public

L'offre à prix ouvert

Opération centralisée par Euronext

- Sur la base d'une fourchette de prix, les intermédiaires financiers collectent des ordres auprès des investisseurs.
- Le prix d'émission est alors fixé à l'issue de cette période en commun accord entre l'entreprise et le chef de file. Il correspond généralement au prix du placement garanti (avec le plus souvent une décote ou une prise en charge des frais).
- La note d'opération définitive est alors visée et les demandes centralisées par Euronext sont servies en fonction des ordres passés .

L'offre à prix ferme

Une quantité déterminée de titres est mise à disposition du public à un prix fixé a priori (prix du placement garanti avec le plus souvent une décote ou une prise en charge des frais). Ce prix sera appliqué quel que soit le nombre de titres demandés (\Rightarrow variations de prix à la suite de l'introduction).

2.3 Le timing de l'introduction et le prix d'offre

- ✓ Timing : en général 2 ans pour se préparer
 - ◆ modification du capital social = augmentation du nb titres avec division de la VN et/ou incorporation de réserves
 - ◆ publicité
- ✓ Évaluation
 - ◆ méthodes actuarielles
 - ◆ méthodes par les comparables