

# MARCHÉS

## TITRES NOUVELLEMENT COTÉS : UNE BONNE AFFAIRE À MOYEN TERME ?



Florence Labégorre

Maître de conférences IAE de Lille, Université des sciences et technologies de Lille, Lille Economie et Management (LEM)

Les introductions en Bourse sont souvent largement sur-souscrites. Pourtant, trois à cinq ans après la mise sur le marché, les titres admis à la cote "sous-performent" les principaux indices du marché. Explications.

Après l'atonie consécutive à l'éclatement de la bulle Internet, le marché des introductions en Bourse est reparti. À Paris, 18 nouvelles valeurs ont été admises sur les marchés réglementés en 2004, 22 en 2005, contre 3 en 2003\*. L'évolution des capitaux levés témoigne de la confiance retrouvée des investisseurs : de 5,4 milliards d'euros en 2004 à 13,6 milliards d'euros en 2005\*. Si les nouveaux entrants connaissent un succès médiatique contrasté, ils sont en revanche généralement bien accueillis par le marché.

### DES INTRODUCTIONS SUR-SOUSCRITES...

Sur un échantillon de 571 admissions à la cote française entre 1983 et 2000, Ritter (2003) établit un écart moyen entre le cours de clô-

ture le jour de l'introduction et le prix d'offre définitif d'un peu plus de 11 %. Une telle espérance de rentabilité a de quoi attirer les convoitises. Les opérations d'introduction sont ainsi fréquemment sur-souscrites. Ainsi, sur l'ancien Nouveau marché, Faugeron-Crouzet (2001) relève une demande de titres neuf fois supérieure en moyenne à l'offre. L'ex-Second marché n'est pas en reste, avec des disparités selon les procédures. Les offres à prix minimal présentent un rapport moyen demande/offre de 94 ; les offres à prix ferme, de 43 ; les cotations directes, de 35 et les placements, de 7.

### LES RENTABILITÉS NE PERDURENT PAS

Cet engouement persiste-t-il à long terme ? L'analyse des performances boursières des titres introduits en Bourse apporte des éléments de réponse.

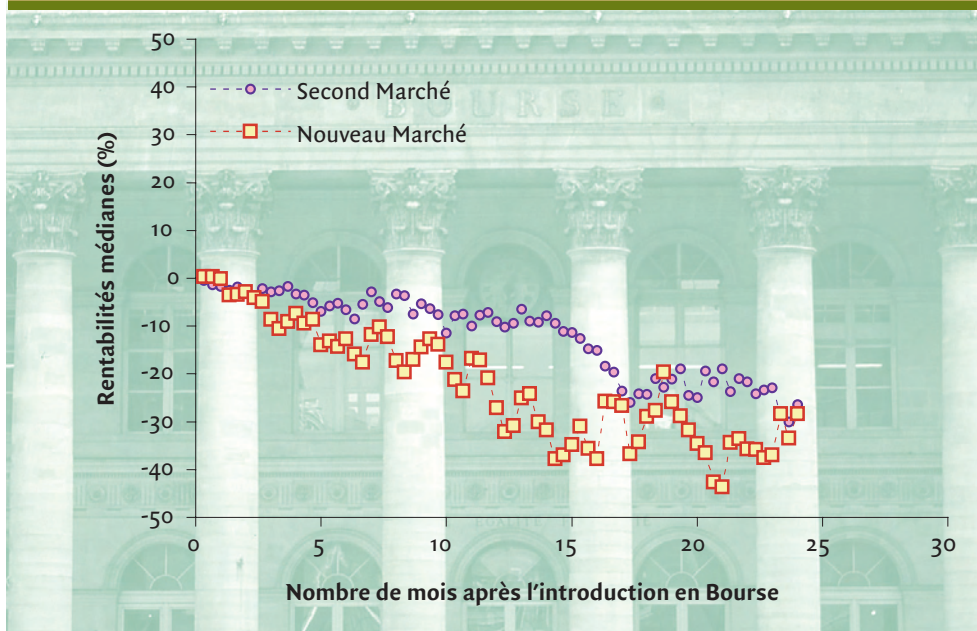
Les rentabilités positives le jour de l'introduction ne semblent pas perdurer. Trois à cinq ans après l'introduction, les titres admis à la cote américaine sous-performent l'indice de marché de 23 % et des valeurs cotées comparables – en termes de risque et de taille – de 5 % (Ritter et Welch, 2002). Les résultats sur le marché français sont

moins évidents. Sur un échantillon de 243 sociétés introduites sur le Second marché et le Nouveau marché entre janvier 1991 et juillet 1998, DeGeorge et Derrien (2001) ne constatent pas de rentabilités anormales par rapport à l'indice MID-CAC, à des indices sectoriels ou à un portefeuille de sociétés cotées de taille et de Book-to-Market similaires. À l'inverse, à partir d'un échantillon de 362 admissions à la cote française entre 1995 et 2004, Gajewski et Gresse (2006) trouvent que les sociétés introduites en Bourse sous-performent le CAC40 et le SBF205 de 36 % dès la troisième année post-introduction. Ces différences illustrent la sensibilité des résultats à la période d'introduction et à la méthodologie de calcul. Le déclin des performances bour-

« Des fondamentaux économiques insuffisants au moment de l'introduction en Bourse semblent entraîner, les années subséquentes, une diminution des rentabilités boursières. »

\* Source : Rapports annuels de l'Autorité des marchés financiers 2004 et 2005. Les statistiques rapportées ne prennent pas en compte les transferts et les entrées sur Alternext (créée en 2005).

### LES RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DES TITRES INTRODUITS EN BOURSE



Les rentabilités sont calculées sur des échantillons de sociétés introduites sur le Second marché entre 1990 et 2004 et sur le Nouveau marché entre 1996 et 2004.

sières à long terme concerne en effet tout particulièrement les sociétés introduites en période d'euphorie boursière (*hot market*). Ces nuances étant considérées, les rentabilités boursières des titres introduits en Bourse n'évoluent pas conformément aux enseignements de la théorie financière classique. Leur déclin quasi uni-

versel et systématique les rend, en effet, prévisibles. Cette anomalie a reçu diverses explications, testées avec un inégal succès. Ainsi, le déclin des performances boursières a été supposé traduire la réaction du marché à une dégradation des performances économiques non anticipée. Les sociétés nouvellement cotées semblent

effectivement connaître un recul de leurs indicateurs économiques trois à cinq ans post-introduction. Mais leurs moins bons résultats n'apparaissent pas clairement reliés à la détérioration des performances boursières.

En revanche, des fondamentaux économiques insuffisants au moment de l'introduction en Bourse semblent entraîner, les années subséquentes, une diminution des rentabilités boursières. Dans le prolongement du modèle de Miller (1977), les travaux les plus récents mettent en cause l'hétérogénéité et la subjectivité des anticipations initiales des investisseurs. Leur raisonnement est le suivant : les petits investisseurs tendent régulièrement à surestimer la rentabilité attendue des titres nouvellement cotés ; leur optimisme entraînerait la majoration du prix d'introduction. Les arbitragistes (qui tirent parti des imperfections du marché) seraient conscients de la surévaluation des titres. Mais faute d'investisseurs disposés à leur prêter des titres à un coût raisonnable, ils ne pourraient pas vendre à découvert et exercer immédiatement leur force de rappel. Les premiers cours ne refléteraient donc que les anticipations optimistes. Une fois les arbitragistes en mesure d'intervenir, les investisseurs réviseraient à la baisse leurs anticipations. Cette hypothèse semble être corroborée empiriquement. La surévaluation initiale des sociétés introduites en Bourse rend compte de manière convaincante du déclin ultérieur de leurs performances boursières.

En conclusion, la cotation largement supérieure au prix d'introduction et la sur-souscription de l'offre le jour de l'introduction ne présument pas du bon parcours boursier du titre et ne sauraient dispenser d'un suivi régulier, prudent et rigoureux des fondamentaux économiques. ■

#### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Cornelli F., Goldreich D. et Ljungqvist A. (2006), "Investor Sentiment and Pre-IPO Markets", *Journal of Finance*, 61, p. 1187-1216.
- DeGeorge F. et Derrien F. (2001) "IPO Performance and Earnings Expectations : some French evidence", document de travail, HEC Paris.
- Faugeron-Crouzet A.-M. (2001), "Les procédures d'introduction en Bourse en France", *Banque & Marchés*, n° 55, p. 43-51.
- Gajewski J.-F. et Gresse C. (2006), "A Survey of the European IPO Market", rapport pour l'ECMI (European Capital Market Institute).
- Ljungqvist A., Nanda V. et Singh R. (2006), "Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing", *Journal of Business*, 79, à paraître.
- Miller M. (1977), "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion", *Journal of Finance*, 32(4), p. 1151-68.
- Ritter J. et Welch I. (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *Journal of Finance*, 57, p. 1795-1828.
- Ritter J. (2003), "Differences between European and American IPO Markets", *European Financial Management*, 9(4), p. 421-434.