HAL
open science

SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION EN BOURSE ET VALORISATION: L'EXEMPLE D'ALTERNEXT

Dominique Dufour, Eric Molay

To cite this version:

Dominique Dufour, Eric Molay. SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION EN BOURSE ET VALORISATION: L'EXEMPLE D'ALTERNEXT. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom. halshs-00526016

HAL Id: halshs-00526016

https://shs.hal.science/halshs-00526016

Submitted on 13 Oct 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION EN BOURSE ET VALORISATION : L'EXEMPLE D'ALTERNEXT

Dominique DUFOUR – Eric MOLAY

Université de Nice-Sophia Antipolis – CRIFP – IAE de Nice

Résumé :

Cette étude s'intéresse aux introductions sur le nouveau compartiment de cotation, Alternext, créé par Euronext en mai 2005. Une sous-évaluation à l'introduction significative est confirmée sur un échantillon d'entreprises introduites entre mai 2005 et octobre 2007. Celle-ci semble résulter du comportement tant des investisseurs, particuliers ou institutionnels, que de celui des dirigeants et actionnaires en place. En particulier, cette sous-évaluation apparaît comme le fruit d'une volonté des évaluateurs, introducteurs et dirigeants, de valoriser faiblement les entreprises étudiées.

Mots-clefs : Alternext, introduction en bourse, comparable, sous-évaluation, valorisation.

Abstract:

This study examines the Initial Public Offerings (IPO) on the Alternext, the new list created by Euronext in May 2005. A significant IPO underpricing is confirmed on a sample of companies listed between May 2005 and October 2007. This underpricing appears to stem from behavior of individual investors or institutional investors as well as from behavior of managers and shareholders in place. In particular, underpricing seems to be the result of a willingness of investment bankers and managers to under-evaluate new listed companies.

Keywords : Alternext, comparable, IPO, underpricing, value.

Correspondance :
Eric MOLAY – IAE Nice – avenue Emile Henriot – 06050 NICE cedex
Tél. : 04 92 15 73 73 – 06 74 58 80 61 – eric.molay@unice.fr

INTRODUCTION

La sous-évaluation à l'introduction est un phénomène observé depuis longtemps sur les marchés boursiers (Ritter et Welch, 2002), même si le niveau de cette sous-évaluation a varié dans le temps (Loughran et Ritter, 2002). Cette sous-évaluation était en moyenne de 7 % dans les années 80, de 15 % dans les années 1990-1998 avant d'atteindre un sommet à 65 % au cours de la bulle Internet. Bien que le degré de sous-évaluation dépende de sa mesure et soit probablement influencé par des réglementations nationales et fiscales, la sous-évaluation à l'introduction est observée sur l'ensemble des marchés boursiers américains et européens.

Le krach boursier dû à l'éclatement de la bulle Internet en 2000 a conduit à une quasi interruption des introductions pendant plusieurs années : les introductions sur les marchés réglementés à la bourse de Paris sont passées de 80 en 2000 à 3 en 2003 avant de remonter à 42 en 2005 (source Euronext). Après la refonte de la cotation de la Bourse de Paris, le Nouveau Marché a disparu. Cependant, un nouveau compartiment a été créé en mai 2005, Alternext, dans le but de relancer les introductions des entreprises de taille moyenne. Alternext s'est révélé être un succès puisqu'en juin 2007, après un peu plus de deux années d'existence, il a franchit le cap de 100 entreprises cotées pour une capitalisation boursière globale de plus de 5 milliards d'euros.

Cet article se propose d'étudier cette sous-évaluation sur le compartiment Alternext. Ce nouveau compartiment associe des conditions d'accès à la cote adaptées aux entreprises de croissance, notamment dans les secteurs technologiques, avec des exigences de régulation et de transparence. Ces spécificités doivent permettre la mise en évidence d'une possible sous-évaluation à l'introduction en bourse tout en permettant de rechercher des éléments de compréhension de cette décote à l'introduction. Les théories explicatives s'appuient sur des asymétries informationnelles entre les différents acteurs et la théorie des signaux, sur des raisons institutionnelles, sur des conflits d'intérêts concernant le contrôle et la propriété du capital ou sur le comportement des investisseurs.

Baron (1982) suggère que la banque introductrice est sensée être mieux informée sur la demande de titres que la société émettrice, ce qui conduit à un problème de délégation dans lequel la sous-évaluation est utilisée pour motiver des efforts de vente optimaux. Pour Welch (1989), l'émetteur, mieux informé sur la valeur intrinsèque des titres, accepte une sous-

évaluation pour signaler la qualité de ses titres. Parallèlement, certains investisseurs mieux informés sur la valeur des titres évitent de participer aux introductions qui présenteraient une surévaluation (Rock, 1986). Enfin, la sous-évaluation peut apparaître comme une compensation pour les investisseurs les mieux informés qui acceptent de révéler les informations qu'ils détiennent avant la fixation du prix d'introduction, permettant de la sorte un meilleur placement des titres (Benveniste et Spindt, 1989).

Les considérations institutionnelles s'intéressent principalement aux litiges, au travail des banques introductrices pour stabiliser les cours après l'introduction et aux impôts. Concernant le contrôle du capital, la sous-évaluation aide à s'assurer du soutien des actionnaires qui ont participé à l'introduction et évite l'entrée de nouveaux actionnaires. Dans une analyse comportementale, la présence d'investisseurs « irrationnels » pousse les cours au-delà de leur valeur intrinsèque à l'issue de l'introduction. De même, les émetteurs sont susceptibles de souffrir de biais comportementaux qui ne leur permettent pas d'agir efficacement sur les banques introductrices pour réduire la sous-évaluation à l'émission. En définitive, les théories s'appuyant sur les asymétries d'information ou les conflits d'agence entre les émetteurs et les établissements introducteurs sont relativement bien acceptées. Il n'en est pas de même pour les courants explicatifs plus novateurs reposant sur l'analyse des conflits entre actionnaires ou le comportement des acteurs sur les marchés.

La section suivante rappelle les principaux courants d'analyse de la sous-évaluation des titres à l'introduction et la problématique générale de la valorisation des titres à l'introduction. La deuxième section revient sur les particularités du compartiment Alternext présenté par Euronext comme un marché régulé mais non réglementé. La section 3 propose une typologie des entreprises introduites sur Alternext depuis sa création en mai 2005 jusqu'au début du mois d'octobre 2007. La méthodologie générale retenue et les principaux résultats de l'analyse de la sous-évaluation à l'introduction sont présentés dans la section 4.

1. SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION ET VALORISATION COMPTABLE

Cette section revient sur les principales théories explicatives de la sous-évaluation des titres à l'introduction puis présente la problématique de l'évaluation des titres préalablement à cette introduction.

1.1. Les principales explications de la sous-évaluation des titres à l'introduction

Les théories susceptibles d'expliquer la sous-évaluation des actions lors de l'introduction en bourse s'appuient principalement sur :

- l'existence d'asymétries informationnelles et de phénomènes de signalisation ;
- l'anticipation de possibles litiges devant les tribunaux ;
- le comportement des actionnaires d'origine au sujet du contrôle du capital ;
- la recherche d'une certaine liquidité des titres sur le marché secondaire.

1.1.1. Les asymétries informationnelles, source d'une sous-évaluation des titres à l'introduction

Les modèles informationnels reposent sur l'hypothèse que lors d'une introduction l'un ou l'autre des acteurs, société émettrice, banque introductrice ou investisseurs, dispose de meilleures informations. Rock (1986) suppose que certains investisseurs, mieux informés sur la valeur intrinsèque des titres, ne répondent qu'aux émissions les plus attrayantes. Au contraire, les investisseurs les moins bien informés répondent à toutes les émissions, ce qui entraine une demande relative plus forte pour les seules émissions attrayantes. Cette forte demande génère une apparente sous-évaluation qui se traduit par une forte rentabilité après l'introduction. Ceci entraine un phénomène qualifié de « malédiction du gagnant » (*winner's curse*) qui pèsent sur les investisseurs les moins bien informés : ceux-ci reçoivent proportionnellement plus de titres lors d'introductions surévaluées que lors d'introductions sous-évaluées. La rentabilité obtenue par ces investisseurs peu informés, conditionnée par la demande des autres investisseurs, est généralement plus faible et peut même se traduire par une rentabilité négative pour des introductions particulièrement surévaluées et donc, peu ou pas demandées par des investisseurs mieux informés.

Pour éviter la disparition de ces « investisseurs maudits », susceptible d'entrainer des difficultés dans les placements ultérieurs des titres sur le marché primaire, il parait nécessaire que ceux-ci obtiennent, en moyenne, des rentabilités positives et donc que les introductions de titres soient relativement sous-évaluées. Cette relative sous-évaluation, coûteuse pour les firmes émettrices, peut conduire à des tentatives de réduction de celle-ci.

Certaines études empiriques s'appuient sur une distinction entre les investisseurs individuels supposés moins informés et les investisseurs institutionnels supposés mieux informés. Hanley et Wilhelm (1995) mettent en évidence une faible différence dans la taille des allocations

reçues par les investisseurs selon que les introductions sont ou non sous-évaluées. Pour Aggarwal *et al.* (2002), les institutionnels enregistrent de meilleures performances sur les introductions que les individuels en raison notamment d'une plus forte quantité investie dans les titres qui ont le mieux performés.

D'autres auteurs relient positivement l'incertitude *ex ante* et la sous-évaluation attendue. Cette incertitude peut s'apprécier au travers de diverses variables telles que les caractéristiques des entreprises ou des offres, la publication du prospectus d'introduction, ou des variables de marché postérieures à l'introduction. Parmi les variables caractéristiques des entreprises, on trouve l'âge (Ritter, 1984 ; Megginson et Weiss, 1991 ; Ljungqvist et Wilhelm, 2003), des mesures comptables telles que le chiffre d'affaires (Ritter, 1984), le secteur industriel (Benveniste *et al.*, 2003). Au sujet de l'offre, les caractéristiques portent notamment sur les montants émis (Habib et Ljungqvist, 1998), la destination des fonds levés (Beatty et Ritter, 1986) ou le nombre de facteurs de risques présentés dans le prospectus (Beatty et Welch, 1996). Des variables de marché telles que les volumes échangés (Miller et Reilly, 1987) ou la volatilité (Ritter, 1984 et 1987) s'appuient sur des informations non disponibles au moment de l'introduction mais qui peuvent être particulièrement affectées par la réussite de l'introduction.

La sous-évaluation constitue un coût pour l'entreprise introduite et incite celle-ci à tenter de réduire les asymétries d'information. Une solution pour réduire ces asymétries consiste à s'adjoindre les services d'un introducteur prestigieux (Booth et Smith, 1986 ; Carter et Manaster, 1990 ; Michaely et Shaw, 1994) ou d'un auditeur réputé (Titman et Trueman, 1986). En acceptant d'être associé à une introduction, ces intermédiaires apportent une « certification » quant à sa qualité. Carter et Manaster (1990) mesure la réputation des introducteurs par leur classement dans la presse financière suite à une introduction. Pour Megginson et Weiss (1991), la réputation est mesurée par la capitalisation boursière. Les premiers résultats positifs sont peu sensibles aux variables retenues pour mesurer la réputation des introducteurs mais plus sensibles à la période étudiée. Beatty et Welch (1996) ne mettent pas en évidence de lien entre la réputation de l'introducteur et la sous-évaluation concernant les introductions au début des années 1990. Pour Loughran et Ritter (2004), ceci peut s'expliquer par la volonté des banques de sous-évaluer afin de s'enrichir ou d'enrichir leurs clients. En parallèle, les banques ont abaissé leur critère de sélection des introductions, entrainant un risque moyen plus élevé et, par conséquent, une décote plus importante.

Parallèlement, la sous-évaluation peut inciter certains acteurs à révéler des informations au cours de la période d'offre préalable. Parce qu'ils participent à des introductions en bourse régulièrement, les investisseurs institutionnels peuvent en savoir plus sur les perspectives d'une introduction en bourse. De plus, ils connaissent quelque chose que l'émetteur ne connait pas : le niveau de la demande de titres qui leur est adressée. Ainsi, la tâche de l'introducteur consiste à acquérir autant d'informations que possible auprès des institutionnels avant l'introduction, afin de fixer le prix d'introduction. Sherman et Titman (2002) constatent que les entreprises les plus jeunes et les plus risquées sont les plus sous-évalués en raison de la demande d'informations privées par les investisseurs institutionnels afin de réduire l'incertitude sur la valeur de l'entreprise.

Les modèles de signalisation proposés par Allen et Faulhaber (1989), Welch (1989), Grinblatt et Hwang (1989), supposent que les entreprises sous-évaluent pour inciter les investisseurs à participer à des augmentations de capital ultérieures. Dans ce cas, les entreprises levant moins de fonds initialement, seules les entreprises de qualité sont en mesure de supporter cette sous-évaluation, ce qui permet aux investisseurs de distinguer les bons candidats des mauvais. Si les entreprises sous-évaluent en vue de réaliser des mises sur le marché ultérieures, les entreprises réalisant des augmentations de capital doivent sous-évaluer plus fortement lors de l'introduction. Michaely et Shaw (1994) constatent que les entreprises les moins sous-évaluées à la date de l'introduction, génèrent plus de bénéfices, distribuent plus de dividendes et ont tendance à réaliser plus d'augmentation de capital. Jegadeesh *et al.* (1993) observent une relation positive entre la sous-évaluation et la probabilité d'offrir des titres par la suite. Toutefois, Jegadeesh *et al.* (1993) proposent une autre explication confirmée notamment par van Bommel et Vermaelen (2003). Des rentabilités initiales positives peuvent signaler que les investisseurs sont confiants dans la croissance de l'entreprise.

Dans une étude de l’incidence des cessions d’actions par les actionnaires sur la sous-évaluation à l’introduction des entreprises françaises, Broye et Schatt (2003) mettent en évidence un effet de seuil pour les cessions des actionnaires d’origine. Ces derniers sont incités à réduire la sous-évaluation à partir d’un certain seuil afin de réduire la perte de richesse subie lors de l’introduction. Parallèlement, l’approche en termes de signalisation a été validée de façon convaincante sur le marché français, Faugeron-Crouzet et Ginglinger (2002) constatent que les entreprises qui s'introduisent sur le second marché présentent une plus forte sous-évaluation si elles réalisent des augmentations de capital dans les 4 années qui suivent.

Chemmanur (1993) et Aggarwal *et al.* (2002) émettent l'hypothèse que les dirigeants sous-évaluent les titres pour inciter les analystes financiers à produire des informations sur l'entreprise. La sous-évaluation génère des rentabilités initiales élevées qui attirent l'attention des analystes et des médias. Pour Chemmanur (1993), le rôle informatif joué par les analystes financiers favorise les émissions futures. Ainsi, les actionnaires espèrent vendre leur participation à un prix plus élevé qu'en absence de la sous-évaluation. Aggarwal *et al.* (2002) affirment que la sous-évaluation initiale assortie d'un suivi par les analystes financiers est favorable aux actionnaires en place car elle leur permet de vendre leurs actions à un prix plus élevé par la suite. La sous-évaluation a aussi un effet sur les analystes liés à la banque introductrice qui obtiendraient une compensation pour le travail de suivi effectué.

1.1.2. La sous-évaluation comme outil de gestion des litiges.

Dans certains pays, surtout aux États-Unis, et plus particulièrement depuis l'implosion de la bulle Internet, les investisseurs déçus par leurs investissements sont tentés de poursuivre en justice les émetteurs afin de recouvrer les pertes financières résultant d'informations incorrectes ou omises. Dans ce contexte, la sous-évaluation peut être un moyen de diminuer les risques juridiques. Tinic (1988) observe que la sous-évaluation à l'introduction aux États-Unis a considérablement augmenté après le Securities Act de 1933, qui oblige à une divulgation complète et équitable des caractéristiques des titres dans le prospectus d'introduction. Lowry et Shu (2002) confirment cette hypothèse et montrent que les entreprises qui présentent un risque plus élevé de litiges sous-évaluent plus fortement leurs titres. Cette plus forte sous-évaluation s'accompagne d'une plus faible probabilité de poursuites judiciaires et abaisse le coût de ces poursuites. Pour cette raison, les banques d'investissement introductrices auraient fortement sous-évalués les introductions des entreprises liées à l'internet. Cependant, cette menace juridique ne semble pas être une motivation importante dans les pays européens, où les procès sont relativement rares.

1.1.3. La sous-évaluation, résultat d'un comportement stratégique des actionnaires en place

Bien que la sous-évaluation à l'introduction soit coûteuse pour les actionnaires existants, elle peut favoriser la dispersion de propriété, et donc limiter la dilution des principaux actionnaires de contrôle. Lorsque les actions proposées sont sous-évaluées, les perspectives de rentabilité élevée attirent de nombreux investisseurs et conduisent à une forte souscription. Cette forte demande permet aux introducteurs et aux dirigeants de privilégier les investisseurs individuels. Ces derniers, peu intéressés par le contrôle de l'entreprise, permettent au dirigeant

propriétaire de conserver le contrôle de l'entreprise. Brennan et Franks (1997) trouvent un lien négatif entre le volume des demandes de titres et les rentabilités à la bourse de Londres entre 1986 et 1989. Ils montrent que les vendeurs sur le marché secondaire ne sont pas des actionnaires de contrôle et que les actions émises sont d'abord offertes aux investisseurs individuels.

Dans certaines situations, la sous-évaluation acceptée par les actionnaires en place peut être délibérée afin de maximiser les cours après l'introduction. Certains actionnaires initiaux préfèrent sans doute mettre sur le marché un pourcentage relativement faible du nombre total de titres, de sorte que l'insuffisance des transactions engendre une rapide augmentation des cours en raison d'un marché relativement étroit. Si les règles de blocage le permettent, ils peuvent ensuite vendre leurs actions à un prix plus élevé que s'ils avaient correctement évalué l'offre initiale.

1.1.4. La sous-évaluation, un moyen de rendre le marché secondaire plus liquide

Ruud (1993) montre que les introducteurs évaluent les introductions à la valeur attendue par le marché et soutiennent les offres dont les cours tombent sous le prix initial sur le marché secondaire. Selon lui, ce n'est pas l'espérance inconditionnelle de la rentabilité initiale qui est observée, elle devrait être proche de 0, mais l'espérance conditionnée par l'intervention de l'introducteur. Les tests empiriques de cette hypothèse produisent des résultats contradictoires. Alors que Degeorge (1995) rejette l'hypothèse alors que Asquith *et al.* (1998) constatent que les prix d'introduction sont sous-évalués d'environ 18 %, et que la prise en compte des effets de soutien des cours annule la sous-évaluation. Pour Hanley (1993), le soutien des cours constitue une assurance à destination des animateurs de marché. Il confirme qu'il diminue le risque de liquidité des animateurs de marché et les conduit à abaisser leurs fourchettes de cours. Ainsi, cette baisse contribue à rendre plus compétitif l'introducteur par rapport à ses concurrents.

Pour d'autres chercheurs, la sous-évaluation renforce le marché secondaire. Parce que les opérations sous-évaluées sont souvent sursouscrites, les investisseurs servis à l'introduction ont la possibilité de revendre leurs actions aux investisseurs rationnés à un prix supérieur au prix d'introduction. Ces achats et ventes le jour de l'introduction génèrent des revenus de courtage pour les intermédiaires qui compensent les pertes liées à la sous-évaluation initiale.

1.2. La problématique de la valorisation des introductions en bourse

La valorisation d'une introduction en bourse, c'est-à-dire la détermination d'une fourchette de prix proposée aux souscripteurs éventuels a pu être définie comme une combinaison entre l'art et la science (Mc Carthy, 1999). Diverses méthodes sont susceptibles d'être mises en œuvre, nous examinons plus précisément ici la méthode des comparables principalement fondée sur le ratio cours sur bénéfices (PER pour *Price-to-Earnings Ratio*) ainsi que ses éventuelles interactions avec la sous-évaluation.

1.2.1. Valorisation à l'introduction et comptabilité

Il existe différentes méthodes de valorisation d'une société dans la perspective de son introduction en Bourse. Les méthodes les plus employées sont au nombre de trois : la méthode des flux de trésorerie actualisés, la méthode des transactions comparables et enfin la méthode des comparables boursiers. La méthode des comparables boursiers est la plus utilisée et elle est pratiquement toujours associée avec celle des flux de trésorerie actualisés. La référence à des transactions est plus rare.

Sur le strict plan de l'orthodoxie financière, la valeur d'une société est déterminée par la somme actualisée de ses flux de trésorerie futurs. La technique des flux de trésorerie actualisés est en principe applicable à toute forme d'entreprise, quelle que soit son activité ou sa taille. Il existe de nombreuses variantes de cette technique : Fernandez (2002) en recense une dizaine. Le recours à cette méthode impose de répondre à trois questions (Dubocage et Revest, 2004) : quels flux, comment les prévoir et à quel taux les actualiser ?

La méthode des comparables boursiers soulève d'autres difficultés. Elle est séduisante car elle détermine une valeur en s'aidant de prix de marché. Il s'agit en effet d'appliquer les multiples observés sur le marché boursier à des grandeurs comptables de l'entreprise. Les multiples sont observables et les grandeurs comptables sont des outils dont les caractéristiques sont bien connues. La difficulté réside ici dans le choix d'un échantillon d'une part et dans la fixation du multiple retenu après étude de l'échantillon (Kim et Ritter, 1999).

Un échantillon satisfaisant doit être constitué d'entreprises comparables à l'entreprise introduite. Mais comparables sur quelle base ? Alford considère que trois bases peuvent être employées : le risque, le taux de croissance du bénéfice et le secteur (Alford, 1992). Alford conclut au terme de son travail sur le fait que le secteur apparaît le meilleur référentiel dans la

mesure où il capte le risque et le taux de croissance du résultat. De fait dans le cas de notre échantillon, le secteur est massivement utilisé parfois accompagné d'entreprises dont le taux de croissance du bénéfice est comparable. Mais utiliser le secteur n'est pas toujours aisé, ce constat déjà fait aux Etats-Unis prend une acuité supplémentaire dans le cas de la France puisque le nombre de sociétés cotées y est beaucoup plus faible. Il peut s'avérer difficile de constituer un échantillon d'entreprises du même secteur. Cet état de fait peut conduire à utiliser plusieurs échantillons. Le cas de la société Autoescape, introduite sur Alternext en janvier 2007 illustre cette pratique. Cette société exerce une activité de courtage en location de voitures de tourisme. Cinq types de sociétés ont servi à constituer cinq groupes de comparables dans le but de valoriser Autoescape, il s'agit de sociétés dont les métiers sont : courtiers online, voyagistes, voyagistes online, e-business et télémarketing. Ce type de situation est une source de dispersion pour les comparables.

La seconde difficulté réside dans le choix du comparable. Faut-il utiliser un multiple du chiffre d'affaires, un multiple d'un résultat partiel, excédent brut d'exploitation (EBE) ou résultat d'exploitation, ou encore un multiple du résultat, le PER ? Ce dernier multiple apparaît le plus fondé pour plusieurs raisons. Il s'agit d'un outil bien connu et pour lequel une information de marché abondante est disponible : « *Among the alternative valuation approaches, the comparable firms approach is one of the most frequently cited. The comparable firms approach is typically implemented by capitalizing the earnings per share (EPS) of the firm under consideration at the average or median price/earnings (P/E) ratio of comparable publicly traded firms* » (Kim et Ritter 1999, page 412). Dans le cas de notre échantillon, le PER est le comparable le plus utilisé. Evidemment, il n'est pas utilisable pour évaluer une entreprise déficitaire. C'est d'ailleurs pour cette raison que lors de la bulle Internet d'autres multiples avaient dû être mis en œuvre compte tenu de l'absence de rentabilité de certaines entreprises introduites.

La dernière difficulté est celle de l'extraction d'une valeur unique à partir d'un échantillon dans lequel figurent plusieurs sociétés dont les PER sont différents. Il est possible d'utiliser soit la moyenne soit la médiane. Evidemment plus la dispersion est forte et plus l'utilisation d'un indicateur moyen fait problème.

1.2.2. Méthode de valorisation et sous-évaluation

L'emploi d'une méthode de valorisation a un but immédiat : fixer un prix. Ce prix a une fonction : permettre la réalisation de l'introduction. Il est donc tentant d'essayer d'articuler la fixation du prix avec les finalités des différents promoteurs d'une introduction. Ainsi, Kim et Ritter ont pu écrire : *« In practice, investment bankers who suspect that they have a hot deal on their hands may be tempted to choose comparables with high multiples to justify a high price* » (Kim et Ritter 1999, page 417).

Dans le même temps, les introducteurs peuvent avoir intérêt à envoyer le signal que le prix auquel la société est introduite est faible – c'est-à-dire dans la bas de la fourchette des comparables : « *Management is able to achieve a desired level of underpricing by issuing the stock at a price-earnings multiple that is lower than that on other, but closely related, companies*». (Firth, 1998 p 33).

Ce signal doit faciliter l'introduction en promettant implicitement aux souscripteurs un rendement dans les premiers jours suivant l'introduction. Cette hypothèse a été testée avec succès sur le marché des introductions de Singapour (Firth, 1998) et en Australie (How *et al.*, 2007). Cela signifierait que les introducteurs se fixent un objectif en matière de sous-évaluation et qu'ils communiquent cet objectif au marché en choisissant une valorisation de l'entreprise inférieure à celle autorisée par l'échantillon de comparables. Si tel était le cas, la comparaison entre multiple utilisé et multiple moyen du groupe d'entreprises comparables pourrait fournir une information quant à la sous-évaluation future.

Après cette présentation des principales théories susceptibles d'expliquer la sous-évaluation à l'introduction et de la problématique générale, les principales caractéristiques du nouveau segment de marché Alternext sont exposées.

2. ALTERNEXT, UN MARCHE CONÇU POUR LES PME

Dès sa création Alternext est présenté comme « *un marché conçu sur mesure pour les petites et moyennes entreprises* » (*Le marché sur mesure pour les PME*, Euronext, 2005). Il a vocation à devenir le marché de référence pour les valeurs moyennes de la zone euro. Alternext a été créé pour « *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* » (*S'introduire sur Alternext*, Euronext, 2005).

2.1. Des garanties de transparence et de protection des investisseurs

Alternext n'est pas un marché réglementé au sens de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers du 21 avril 2004. Il se présente comme un marché régulé par un ensemble réglementaire assoupli et édicté par Euronext. Les principales règles d'information concernent :

- la présentation d'un historique sur 2 ans minimum des comptes au moment de l'introduction puis de comptes annuels audités et de rapports semestriels non audités dans un délai de 4 mois ;
- la diffusion de toute information susceptible d'avoir un impact sur les cours de bourse, des franchissements des seuils de 50 % et 95 % ainsi que les transactions des dirigeants.

Les intérêts des investisseurs sont notamment protégés par l'obligation de proposer un prix de sortie aux minoritaires en cas d'une détention supérieure à 95 % du capital ou des droits de vote ou, lors de l'acquisition d'un bloc conférant le contrôle.

2.2. Les conditions d'admission

Les sociétés qui souhaitent être cotées sur Alternext doivent répondre à des conditions d'accès à la cote simplifiées :

- disposer d'un historique des comptes financiers sur deux années ;
- proposer des titres librement négociables et transférables ;
- avoir sélectionné un *listing sponsor* agréé par Alternext.

Alternext offre deux modes d'accès à la cotation : une cotation avec appel public à l'épargne et une cotation à la suite d'un placement privé. Pour faire appel public à l'épargne, les sociétés doivent disposer d'un flottant minimum de 2,5 millions d'euros et produire un prospectus d'appel public à l'épargne visé par le régulateur.

Pour demander une inscription à la cote, les sociétés ayant fait l'objet d'un placement privé préalable doivent :

- justifier d'un montant privé préalable à l'introduction de 5 millions d'euros minimum répartis entre un minimum de 5 investisseurs ;

- fournir un prospectus non visé par le régulateur (*offering circular*) rédigé sous la responsabilité du *listing sponsor* et de la société.

2.3. La création d'un nouveau statut d'intervenant (*listing sponsor*)

Pour être cotées, les sociétés cotées s'engagent à :

- être accompagnées d'un *listing sponsor* tout au long de leur vie boursière ;
- publier dans un délai de 4 mois les comptes annuels audités et les rapports semestriels non audités ;
- diffuser obligatoirement et immédiatement toute information susceptible d'avoir un impact sur leur cours de bourse ;
- publier les franchissements de seuil de 50 % et 95 % ;
- publier les transactions des dirigeants.

Les sanctions suivantes sont prévues à l'encontre des sociétés cotées ayant manqué à leurs obligations d'information : avertissement et publication sur le site Alternext d'Euronext, amendes et publication sur le site Alternext d'Euronext, suspension de cotation ou radiation de la cote.

2.4. Le modèle de marché d'Alternext

Pour tenir compte des spécificités des entreprises cotées, le modèle de marché combine des négociations par cotation en continu ou par *fixing* avec des opérations de tenue de marché (*market making*). Le manuel de négociation relatif au carnet d'ordres central précise les conditions de passage à un mode de cotation en continu. La cotation en continu n'est possible qu'à partir d'un nombre de transactions annuelles supérieur ou égal à 2 500. En conséquence, lors de l'introduction en bourse, en l'absence d'antériorité de cotation, tout titre d'une société introduite sur le marché Alternext est cotée au *fixing*.

Alternext apparaît donc comme un segment particulier du marché boursier qui associe :

- des conditions d'accès à la cote et un fonctionnement adaptés aux besoins des entreprises moyennes ;
- des exigences de régulation et de transparence, par des engagements d'information, susceptibles d'assurer aux investisseurs sécurité et protection ;
- des mécanismes de cotation devant favoriser la liquidité des transactions.

3. PRESENTATION DES DONNEES

La base de données initiale est composée des entreprises qui ont effectivement procédé à une introduction par offre à prix ouvert (OPO) et placement garanti (PG) introduites sur Alternext depuis sa création le 17 mai 2005 jusqu'au 31 octobre 2007.

L'offre à prix ouvert (OPO) a pour objet de placer les titres directement dans le public : « *l'ajustement se fait partiellement par le prix (dans une plage prédéfinie) et, si nécessaire, partiellement par la réduction des demandes. Le cours coté est fixé à l'issue de l'offre et résulte de la lecture conjointe du livre d'ordres qui rassemble les demandes exprimées dans le cadre du placement et du carnet d'ordres tenu par Euronext qui centralise les demandes de l'OPO* » (Euronext, 2001, page 5). En recourant au Placement Garanti : « *la société confie à un ou plusieurs établissements habilités (banques et entreprises d'investissement agréées pour offrir le service de placement) les titres que cet ou ces établissements s'engagent à placer auprès de leurs clients ou auprès des clients d'autres établissements et, s'il s'agit d'un placement garanti, à acheter le "papier" qui n'aurait pas trouvé preneur* » (Euronext, 2001, page 4).

3.1. La constitution de l'échantillon

L'étude se limite aux sociétés s'introduisant sur Alternext par la voie d'un placement garanti accompagné d'une offre à prix ouvert. Les introductions au moyen d'un placement privé ou par transfert du marché libre sont ainsi laissées de coté. Cette forme d'introduction est nettement dominante lorsqu'il y a appel public à l'épargne. L'absence d'informations détaillées pour certaines introductions conduit à retenir 46 entreprises sur la période.

La répartition des titres au terme de l'introduction entre placement garanti et offre à prix ouvert n'est donc pas nécessairement celle initialement prévue. Cette forme d'introduction mixte est sécurisante pour la société puisqu'elle lui permet d'une part de s'assurer du placement et d'autre part de bénéficier dès son introduction d'un actionnariat au sein duquel la proportion d'institutionnels est élevée.

3.2. La collecte d'informations

L'essentiel des données provient de l'information émise par les sociétés dans la période de l'introduction. Cette information est disponible sur le site d'Alternext. Elle est habituellement

constituée des documents suivants : un document de base extrêmement complet (ce document peut compter plus de 300 pages), une note d'opération qui est une version résumée du document de base, un avis d'introduction faisant apparaître les conditions initiales de l'introduction : nombre de titres à émettre, prix et répartition entre placement garanti et offre à prix ouvert et enfin un document décrivant les résultats de l'offre et faisant notamment apparaître les titres demandés et les titres attribués. Les cours boursiers et les indices ont été collectés sur le site Euronext.

3.3. Les données comptables

Les principales données comptables sont résumées dans le tableau suivant (Tableau 1). La grande majorité des entreprises étudiées présente une rentabilité nette et des capitaux propres positifs. Le ratio d'endettement moyen (0,52), égale ici au rapport entre l'endettement financier et les capitaux propres, met en évidence un endettement financier peu élevé. La médiane montre qu'une entreprise sur deux présente un ratio inférieur ou égal à 0,21. 7 entreprises ont un ratio d'endettement supérieur à 1.

Tableau 1 : Statistiques des principales données comptables en milliers d'euros. 46 entreprises introduites sur Alternext par offre à prix ouvert et/ou placement garanti du 17 mai 2005 au 31 octobre 2007.

	Min	Max	Moyenne	Médiane	EC
Ancienneté (années)	1	58	**14,5**	12	10,9
Capitaux propres	- 484	17 343	**4 423**	3 561	3 856
Dettes financières	0	12 536	**2 076**	596	2 979
Ratio d'endettement	0	3,91	**0,52**	0,21	0,79
Trésorerie + VMP	43	22 394	**2 818**	1 521	3 989
Chiffre d'affaires	2 567	172 211	**23 927**	12 106	30 723
Résultat net	152	4 657	**1 104**	737	905

La trésorerie, toujours positive, est, en moyenne, supérieure aux dettes financières. L'ancienneté moyenne avant l'introduction (14,5 ans) est très supérieure au minimum de 2 années d'historique de comptes demandé par Euronext. Ces données globales montrent que les entreprises qui ont choisies de s'introduire sur Alternext depuis sa création sont des entreprises relativement matures, rentables, peu endettées et disposant d'une trésorerie confortable. On notera qu'il n'en était pas de même pour les entreprises introduites sur le Nouveau Marché. Le classement sectoriel FTSE montre une prépondérance des activités industrielles (14/46), notamment électroniques, des services informatiques, logiciels et internet (16/46) et des médias (8/46).

3.4. Les données financières d'introduction

Les données financières d'introduction mettent en évidence une fourchette moyenne qui se situe autour de 11 €. L'écart de fourchette (fourchette haute – fourchette basse) représente, en moyenne, un peu plus de 13 % de la fourchette moyenne.

Tableau 2 : Statistiques des principales données d'introduction. 46 entreprises introduites sur Alternext par offre à prix ouvert et/ou placement garanti du 17 mai 2005 au 31 octobre 2007.

	Min	Max	Moyenne	Médiane	EC
Fourchettes des prix d'introduction					
Fourchette basse (€)	2.00	26.00	**10.30**	10.44	4.94
Fourchette haute (€)	2.20	30.00	**11.75**	11.58	5.62
Fourchette moyenne (€)	2.10	28.00	**11.02**	10.95	5.25
Fourchette relative (%)	5.26	15.45	**13.32**	14.68	2.51
Titres demandés et attribués en milliers					
Demandés par OPO	10	5 090	**963**	518	1 097
Demandés par PG	300	33 739	**4 047**	1 418	6 228
Total demandés	*310*	*38 076*	***5 010***	*1 882*	*7 059*
Attribués par OPO	10	1 311	**205**	130	216
Attribués par PG	153	3 059	**755**	634	553
Total attribués	*191*	*4 370*	***960***	*773*	*719*
Rapport titres demandés/attribués					
Dem. / Att. OPO	1.00	25.52	**5.76**	2.78	6.30
Dem. / Att. PG	0.58	18.90	**4.61**	2.05	4.96
Total Att. / Dem.	*0.65*	*19.66*	***4.82***	*2.22*	*5.00*
Nombre de titres existants et créés en milliers					
Actions avant intro.	926	13 313	**2 924**	2 388	2 077
Actions créées	110	2 337	**698**	516	546
Actions cédées	0	1 039	**315**	259	233
Actions / salariés	6	32	**20**	21	9
Actions après intro.	1 126	15 651	**3 608**	2 998	2 482

Les demandes de titres par placement garanti très largement supérieures à celles par offre à prix ouvert soulignent l'intérêt des investisseurs institutionnels pour ce nouveau compartiment d'Euronext. Le rapport titres demandés sur titres attribués (4,82) confirme cet intérêt tant pour les investisseurs institutionnels que pour les investisseurs particuliers. En moyenne, les créations de titres plus importantes que les cessions de titres suggèrent une volonté des dirigeants et actionnaires anciens de vouloir rester en place à l'issue de l'introduction.

4. LA SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION SUR ALTERNEXT

Cette section propose, dans un premier temps, une mise en évidence d'une possible sous-évaluation des actions des entreprises introduites sur le marché Alternext entre le 17 mai 2005 et le 31 octobre 2007. Puis, une tentative d'explication de cette sous-évaluation est envisagée.

4.1. La mise en évidence de la sous-évaluation à l'introduction

Pour caractériser la sous-évaluation, nous avons retenu l'indicateur habituel qui correspond à la différence entre le prix d'introduction et le prix d'équilibre sur le marché secondaire. Le prix d'équilibre généralement retenu est le cours des premières transactions à l'issue d'une première journée de cotation. Cet indicateur, noté SEV, est mesuré par la rentabilité à huit jours : [Cours (IPO j+8) – Prix d'IPO] / Prix IPO. La période de 8 jours a été retenue car il s'agit de la période maximale séparant l'IPO de la première transaction. Cet indicateur est couramment employé dans la littérature (Broye et Schatt, 2003). La mise en évidence de la sous-valorisation des titres introduits sur l'Alternext repose sur l'observation d'une rentabilité positive à l'issue d'une période de temps donnée. Dans le cas d'Alternext, il paraît difficile d'apprécier la rentabilité des titres lors de la journée de mise sur le marché. En effet, un nombre important de titres n'ont donné lieu à une cotation effective que 7 à 8 jours après la date d'introduction. Pour cette raison, la rentabilité des titres introduits est calculée sur un intervalle de 8 jours après l'introduction.

Tableau 3 : Statistiques des variables expliquées. 46 entreprises introduites sur Alternext par offre à prix ouvert et/ou placement garanti du 17 mai 2005 au 31 octobre 2007 avec SEV = [Cours (IPO j+8) – Prix d'IPO] / Prix IPO ; SUR = SEV – rentabilité de l'indice de référence.

	Min	Max	Moyenne	Médiane	EC	t(.)
SEV (%)	- 13,07	45,84	**6,46****	3,36	13,38	3,27
SUR (%)	- 20,31	35,70	**4,00***	2,22	12,22	2,22

* p.c. < 0,05 - ** p.c. < 0,01

Une rentabilité corrigée (SUR) est calculée en corrigeant cette rentabilité brute de la rentabilité d'un indice de référence sur la période. L'indice de référence correspond à la moyenne entre l'indice Alternext disponible à partir du 1er janvier 2006 et l'indice Euronext SmallCap ; avant cette date, seul l'indice Euronext SmallCap est pris en compte.

La sous-évaluation brute moyenne, significative au seuil de 1 %, est supérieure à 6 %. Lorsqu'elle est corrigée de la rentabilité de l'indice de référence, elle reste significativement

positive et s'établit à 4 %. Elle est proche de la sous-évaluation de 5,36 % mise en évidence par Gajewski et Gresse (2006) pour l'ensemble de la période 1995-2004 sur un échantillon de 363 introductions réalisées sur les segments réglementés d'Euronext Paris et par Georgen *et al.* (2003) pour les entreprises introduites au Nouveau Marché entre 1998 et 2000. Chahine et Mathieu (2003) mettent en évidence une rentabilité anormale moyenne corrigée de l'indice de près de 20 % sur un échantillon d'entreprises introduites sur le Nouveau Marché de 1998 à 2000. Toutefois la médiane s'établit à près de 6 %, soit un niveau proche de celui observé ici. Certaines introductions se sont soldées par une rentabilité à 8 jours négative (15 introductions) ou par une rentabilité nulle (3 introductions), signe d'une absence apparente de sous-évaluation. La prise en compte de la rentabilité relative de l'indice de référence ne remet pas en cause cette sous-évaluation moyenne.

4.2. Les variables explicatives

Pour tenter d'expliquer cette sous-évaluation à l'introduction, les principales variables présentes dans la littérature ont été retenues. Ces modélisations sont enrichies par la prise en compte de l'évaluation initiale basée sur les comparables d'autre part. Au total, 8 variables indépendantes sont étudiées :

- CESS : rapport entre le nombre de titres cédés et le nombre de titres existants après l'introduction ;
- FLOT : flottant à l'introduction soit le rapport : nombre de titres cédés + nombre de titres créés divisé par nombre total de titres existants après l'introduction ;
- AGE : âge en années de la société, soit l'écart en années entre la création de l'entreprise et son introduction ;
- RM30 et RM60 : indicateur de la tendance du marché à la date de l'introduction, égal à la rentabilité de l'indice de référence respectivement sur les 30 ou 60 jours de cotation qui précédent l'introduction ;
- CB : capitalisation boursière à l'introduction en millions d'euros, nombre de titres existants multiplié par le prix d'introduction ;
- MI : montant de l'introduction en millions d'euros, nombre de titres existants multiplié par le prix d'introduction ;
- PER : rapport entre le PER de l'entreprise introduite et le PER moyen des entreprises comparables retenues lors de l'évaluation.

Tableau 4 : Statistiques des variables explicatives. 46 entreprises introduites sur Alternext par offre à prix ouvert et/ou placement garanti du 17 mai 2005 au 31 octobre 2007 avec CESS = proportion de titres cédés ; FLOT = flottant ; AGE = âge de l'entreprise à l'introduction ; RM30, RM60 = rentabilité de l'indice de référence 30 ou 60 jours avant l'introduction ; CB = capitalisation boursière ; MI = montant de l'introduction ; PER = PER de l'entreprise/PER moyen des entreprises comparables.

	Min	**Max**	**Moyenne**	**Médiane**	**EC**
CESS (%)	0,00	100,00	**27,82**	25,73	22,98
FLOT (%)	7,69	43,27	**26,26**	26,49	8,79
AGE (années)	1	58	**14,5**	12	10,9
RM30 (%)	-11,46	20,36	**2,32**	2,13	5,94
RM60 (%)	-15,56	26,96	**3,38**	4,72	10,28
CB (M€)	9,7	126,8	**35,9**	28,4	23,9
MI (M€)	2,15	39,45	**9,02**	7,26	7,05
PER	0,20	9,01	**1,27**	0,93	1,35

Les statistiques de variables explicatives (Tableau 4) montrent un niveau moyen de cession de titres proche de 30 % et un flottant moyen représentant un quart des titres existants. Les entreprises introduites sont en moyenne âgées de 14,5 ans ce qui paraît moins élevé que l'âge moyen des entreprises introduites sur le Second Marché entre 1986 et 2000 (20,3 ans) étudiées par Broye et Schatt (2003). La capitalisation boursière moyenne s'élève à près de 36 millions d'euros avec une amplitude dans un rapport de 1 à 13.

Tableau 5 : Tableau des corrélations entre les variables explicatives. 46 entreprises introduites sur Alternext par offre à prix ouvert et/ou placement garanti du 17 mai 2005 au 31 octobre 2007 avec CESS = proportion de titres cédés ; FLOT = flottant ; AGE = âge de l'entreprise à l'introduction ; RM30, RM60 = rentabilité de l'indice de référence 30 ou 60 jours avant l'introduction ; CB = capitalisation boursière ; MI = montant de l'introduction ; PER = PER de l'entreprise/PER moyen des entreprises comparables.

	CESS	FLOT	AGE	RM30	RM60	CB	MI	PER
CESS	1							
FLOT	0,09	1						
AGE	-0,07	0,05	1					
RM30	0,08	-0,01	0,13	1				
RM60	0,21	0,10	0,01	0,85*	1			
CB	0,14	-0,19	0,15	-0,07	0,01	1		
MI	0,08	0,35*	0,20	-0,05	0,09	0,78*	1	
PER	0,03	0,29	-0,03	0,15	0,18	-0,01	-0,12	1

* p.c. < 0.05*

L'analyse des corrélations entre les différentes variables explicatives (Tableau 5) met en évidence peu de corrélations significatives, à l'exception des variables de marché (RM30, RM60) et de taille (CB et MI). On remarque la relation significativement positive entre le pourcentage de titres mis sur le marché (FLOT) et le montant de l'introduction (MI).

4.3. Les facteurs explicatifs de la sous-évaluation à l'introduction

Les déterminants de la sous-évaluation sont testés à partir de modèles de régression multiple pour lesquels la variable expliquée est la rentabilité entre la date d'introduction et la cotation effective, SEV, et les variables explicatives sont celles précédemment retenues (**Tableau 6**).

Tableau 6 : Facteurs de marché explicatifs de la sous-valorisation des titres à l'introduction. 46 entreprises introduites sur Alternext par offre à prix ouvert et/ou placement garanti du 17 mai 2005 au 31 octobre 2007 avec CESS = proportion de titres cédés ; FLOT = flottant ; AGE = âge de l'entreprise à l'introduction ; RM30, RM60 = rentabilité de l'indice de référence 30 ou 60 jours avant l'introduction ; CB = capitalisation boursière ; MI = montant de l'introduction ; PER = PER de l'entreprise/PER moyen des entreprises comparables.

	a_0	RM30	RM60	CESS	FLOT	AGE	CB	MI	PER	R^2 *F-test*
a.	0,21*	0,05	0,36	0,14*	-0,78*	0,00	-0,00*	0,02*	-0,03*	0,261
t(.)	*(2,37)*	*(0,13)*	*(1,63)*	*(2,30)*	*(2,85)*	*(0,77)*	*(4,00)*	*(5,25)*	*(3,01)*	*11,69**
a.	0,21*		0,38*	0,14*	-0,79*	0,00	-0,00*	0,02*	-0,03*	0,280
t(.)	*(2,44)*		*(2,54)*	*(2,31)*	*(2,88)*	*(0,87)*	*(3,98)*	*(5,17)*	*(3,00)*	*13,07**
a.	0,22*		0,38*	0,14*	-0,79*		-0,00*	0,02*	-0,03*	0,294
t(.)	*(2,79)*		*(2,54)*	*(2,23)*	*(2,90)*		*(3,91)*	*(5,13)*	*(3,06)*	*10,81**

* p.c. < 0.05

Le premier modèle inclut l'ensemble des variables explicatives retenues. Puis, les variables non significatives sont successivement éliminées. Pour compenser la forte hétérogénéité des variables susceptible de biaiser une estimation par les moindres carrés ordinaires sur données en coupe transversale, les estimations sont corrigées de l'hétéroscédasticité par la méthode de White (1980).

A l'exception de la variable d'ancienneté (AGE), la significativité des variables et les signes observés sont conformes aux résultats attendus. Le risque sur la valeur des titres est supposé croître avec l'âge de l'entreprise (Ritter, 1991). L'absence de significativité de la variable d'âge (AGE) ne permet pas de confirmer la relation négative attendue. Les principaux résultats montrent une relation positive entre la sous-évaluation et trois variables explicatives l'orientation du marché (RM60), la quantité de cédés (CESS) et le montant de l'introduction (MI).

L'orientation du marché financier (RM60) dans les semaines qui précèdent l'introduction joue positivement sur la sous-évaluation : une hausse du marché entre les dates de publication de la

notice et d'introduction conduit logiquement à une plus forte sous-évaluation relative. La sous-évaluation résulte partiellement d'une absence de réajustement des conditions de l'offre par rapport aux conditions du marché.

La relation positive avec la proportion relative de titres cédés (CESS) semble indiquer que les actionnaires d'origine acceptent une décote pour être assurés de céder une partie de leurs titres. Cette décote peut favoriser la dispersion de propriété en privilégiant les investisseurs individuels et permettre au dirigeant propriétaire de conserver le contrôle de l'entreprise. Parallèlement, cette sous-évaluation peut être acceptée par les actionnaires d'origine pour maximiser les cours après l'introduction.

La taille de l'introduction (MI) joue, de même, positivement sur la sous-évaluation : plus le montant mis sur le marché est important, plus une décote est rendue nécessaire pour attirer un nombre suffisants d'investisseurs et assurer la réussite de l'opération. Cette relation positive infirme partiellement les modèles de signalisation pour lesquels une relation négative devrait être observée. En effet, les entreprises sont sensées sous-évaluer pour inciter les investisseurs à participer à des augmentations de capital ultérieures qui devraient se traduire par une plus faible levée de fonds initiale.

Trois variables présentent une relation négative avec la sous-évaluation : le flottant (FLOT), la capitalisation boursière (CB) et le PER relatif (PER). Le flottant mesuré par la part relative des titres sur le marché par rapport au nombre total de titres qui compose le capital (FLOT) est lié négativement à la sous-évaluation. Un flottant faible est un signe d'une mise sur le marché d'une quantité réduite de titres. Cette faible quantité peut engendrer un risque de liquidité plus important qui doit être compensé par une meilleure rentabilité après l'introduction.

Le lien négatif entre la décote et la taille de l'entreprise, mesurée par sa capitalisation boursière à la date de l'introduction (CB), conduit à penser que les entreprises de plus petite taille, supposées plus risquées, doivent accepter une plus forte sous-évaluation pour compenser un risque de sélection adverse par une meilleure rentabilité. Cette observation confirme le lien positif présumé entre l'incertitude *ex ante* qui pèse sur la valeur des titres et leur sous-évaluation. Les introductions de grande taille sont normalement mieux couvertes par les médias et les analystes, ce qui concoure à réduire l'asymétrie informationnelle.

Enfin, le ratio du PER de l'entreprise relatif aux PER des entreprises retenues dans l'évaluation par les comparables (PER) suggère que la sous-évaluation résulte d'une volonté des évaluateurs, introducteurs et/ou dirigeants de sous-évaluer les titres à l'introduction. Cette volonté est à rapprocher des diverses théories explicatives de la sous-évaluation précédemment présentées. Cette volonté peut être le fruit d'un arbitrage de la part des actionnaires d'origine entre la perte de valeur consentie et de possibles gains.

CONCLUSION

Cette étude s'intéresse aux introductions sur le nouveau compartiment de cotation, Alternext, créé par Euronext en mai 2005. Le premier objectif recherché est de mettre en évidence une éventuelle sous-évaluation des titres introduits sur Alternext. Cette sous-évaluation est confirmée sur un échantillon de 46 entreprises introduites selon les procédures de placement par offre à prix ouvert et par placement garanti. La sous-évaluation est plus faible que celle observées dans d'autres études sur le marché français ou européen pour les périodes qui précédent la chute générale des marchés en 2000-2001 [voir notamment Sentis (2001), Faugeron-Crouzet and Ginglinger (2002)]. Cette sous-évaluation est du même ordre que celle mise en évidence par Gajewski et Gresse (2006) sur une période qui alterne marché haussier puis marché baissier.

Les principaux facteurs explicatifs de cette sous-évaluation s'appuient sur l'existence d'asymétries d'information, des phénomènes de signalisation, d'incertitudes quant à la qualité des entreprises ou une volonté des évaluateurs. Ainsi, une relation positive entre la sous-évaluation et trois variables explicatives est mise en évidence : l'orientation du marché sur les dans les semaines qui précèdent l'introduction, la proportion relative de titres cédés et la taille de l'introduction. Parallèlement, une relation négative est démontrée avec le flottant, la capitalisation boursière totale et le PER de l'entreprise relatif aux PER des entreprises retenues dans l'évaluation par les comparables.

BIBLIOGRAPHIE

Aggarwal R., N.R. Prabhala et M. Puri (2002), « Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence », Journal of Finance 57, pp. 1421-1442.

Allen F. et G. R. Faulhaber (1989), « Signaling by Underpricing in the IPO Market », Journal of Financial Economics 23, pp. 303-324.

Alford A. (1992), « The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method », Journal of Accounting Research vol 30, n° 1, pp. 94-108.

Alternext (2005), S'introduire sur Alternext, Alternext.

Asquith D., J.D. Jones et R. Kieschnick (1998), « Evidence on Price Stabilization and Underpricing in Early IPO Returns », Journal of Finance 53, pp. 1759-1773.

Baron D.P. (1982), « A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues », Journal of Finance 37, pp. 955-976.

Beatty R.P. et J.R. Ritter (1986), « Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings », Journal of Financial Economics 15, pp. 213-232.

Beatty R.P., et I. Welch (1996), « Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings, Journal of Law and Economics 39, pp. 545-602.

Benveniste L.M. et P.A. Spindt (1989), « How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues », Journal of Financial Economics 24, pp. 343-362.

Benveniste L.M., A. Ljungqvist, W.J. Wilhelm, Jr., et X. Yu (2003), « Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services », Journal of Finance 58, pp. 577-608.

Booth J.R. et R. Smith (1986), « Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis », Journal of Financial Economics 15, pp. 261-281.

Brennan M.J. et J. Franks (1997), « Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K. », Journal of Financial Economics 45, 391-413.

Broye G. et A. Schatt (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », Finance-Contrôle-Stratégie vol. 6, n° 2, pp. 67-89.

Carter R.B. et S. Manaster (1990), « Initial Public Offerings and Underwriter Reputation », Journal of Finance 45, pp. 1045-1067.

Chahine S. et J.-P. Mathieu (2003), « Valorisation stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le Nouveau marché », Finance Contrôle Stratégie vol. 6, n° 2, juin 2003, pp. 91-114.

Chemmanur T.J. (1993), « The Pricing of Initial Public Offers: A Dynamic Model with Information Production », Journal of Finance 48, pp. 285-304.

Degeorge F. (1995), « Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle: a Comment », Working paper, HEC Paris.

Dubocage E. et V. Revest (2004), « La valorisation a l'introduction des start-ups sur le nouveau marche français : une analyse conventionnaliste et institutionnaliste », Communication pour le Workshop : « Mieux comprendre la valorisation des titres sur les places financières : regards croises des sciences sociales » 24 mai 2004. 32 p.

Euronext (2001), Les Procédures françaises d'introduction en Bourse.

Euronext (2005), Le marché sur mesure pour les PME, brochure de présentation d'Alternext.

Euronext (2006), Rapport annuel sur l'évolution des marchés financiers en 2005.

Faugeron-Crouzet A.M. et E. Ginglinger (2002), « Introduction en bourse, signal et émission d'actions nouvelles sur le second marché français », Finance, vol. 22, n°2, pp. 51-74.

Fernandez P. (2002), « Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and nine Theories », Working Paper Series, IESE Business School, 23 p.
Firth M. (1998), « IPO Profit Forecasts and their Role in Signalling Firm Value and Explaining Post-listing Returns », Applied Financial Economics, vol 8, pp. 29-39.
Gajewski J.-F. et C. Gresse, 2006, « A Survey of the European IPO Market », ECMI paper #2, http://www.eurocapitalmarkets.org.
Goergen M., A. Khurshed, J. McCahery et L. Renneboog (2003), « The Rise and Fall of European New Markets: on the Short and Long-Run Performance of High-Tech Initial Public Offerings », in J. McCahery and L. Renneboog (eds), Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms, Oxford University Press.
Grinblatt M. et C.Y. Hwang (1989), « Signaling and the Pricing of New Issues », Journal of Finance 44, pp. 393-420.
Habib M.A. et A. Ljungqvist (1998), « Underpricing and IPO proceeds: A Note », Economics Letters 61, pp. 381-383.
Hanley K. W. (1993), « The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon », Journal of Financial Economics 34, 231-250.
Hanley K. et W.J. Wilhelm (1995), « Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings », Journal of Financial Economics 37, pp. 239-257.
How J., J. ,Lam et J. Yeo, (2007), « The Use of the Comparable Firm Approach in Valuing Australian IPOs », International Review of Financial Analysis Vol 16, pp. 99–115.
Jegadeesh N., M. Weinstein et I. Welch (1993), « An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings », Journal of Financial Economics 34, pp. 153-175.
Kim M. et J. Ritter (1999), « Valuing IPOs », Journal of Financial Economics, 53, pp. 409-437.
Ljungqvist A. et W.J. Wilhelm (2003), « IPO Pricing in the Dot-Com Bubble », Journal of Finance 58, pp. 723-752.
Loughran T. et J. R. Ritter (2002), « Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? » Review of Financial Studies 15, pp. 413-443.
Loughran T. et J.R. Ritter (2004), « Why Has IPO Underpricing Increased Over Time? », Financial Management 33, pp. 5-37
Lowry M. et S. Shu (2002), « Litigation Risk and IPO Underpricing, Journal of Financial Economics 65, pp. 309-335.
McCarthy E. (1999), « Pricing IPOs: Science or science fiction? », Journal of Accountancy, n° 188, vol 3, pp. 51−56.
Megginson W. et K.A. Weiss (1991), « Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings », Journal of Finance 46, pp. 879-903.
Michaely R. et W.H. Shaw (1994), « The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories », Review of Financial Studies 7, pp. 279-319.
Miller R.E. et F.K. Reilly (1987), « An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings », Financial Management 16, pp. 33-38.
Ritter J.R. (1984), « The Hot Issue Market of 1980 », Journal of Business 57, pp. 215-240.
Ritter J.R. (1987), « The Costs of Going Public », Journal of Financial Economics 19, pp. 269-282.
Ritter J.R. et I. Welch (2002), « A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations », Journal of Finance 57, pp. 1795-1828.
Ritter J.R. (1991), « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings », Journal of Finance 46, pp. 3-27.
Rock K. (1986), « Why New Issues are Underpriced », Journal of Financial Economics 15, pp. 187-212.

Ruud J.S. (1993), « Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle », Journal of Financial Economics 34, pp. 135-151.

Sentis P. (2001), « Performances opérationnelles et boursières des introductions en bourse : le cas français, 1991-1995 », Finance vol. 22, n°1, pp. 87-117.

Sherman A. et S. Titman (2002), « Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information », Journal of Financial Economics 65, pp. 3-29.

Tinic S. M. (1988), « Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock », Journal of Finance 43, pp. 789-822.

Titman S. et B. Trueman (1986), « Information Quality and the Valuation of New Issues », Journal of Accounting and Economics 8, pp. 159-172.

van Bommel J. et T. Vermaelen (2001), « Post-IPO Capital Expenditures and Market Feedback », Journal of Banking and Finance vol. 27, issue 2, February 2003, pp. 275-305.

Welch I. (1989), « Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings », Journal of Finance 44, pp. 421-450.

White H. (1980), « A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity », Econometrica, 48, pp. 817-838.